

# TERG

Discussion Paper No.347

オバマ政権期アメリカの対外経済関係

菅原歩

2016年4月

TOHOKU ECONOMICS RESEARCH GROUP

---

GRADUATE SCHOOL OF ECONOMICS AND  
MANAGEMENT TOHOKU UNIVERSITY  
27-1 KAWAUCHI, AOBA-KU, SENDAI,  
980-8576 JAPAN

Discussion Paper No.347  
オバマ政権期アメリカの対外経済関係\*

菅原 歩†

東北大学大学院経済学研究科  
〒980-8576 仙台市青葉区川内 27-1  
sugawara@econ.tohoku.ac.jp

要約

本稿の目的は、オバマ政権期（2009 - 2015 年）のアメリカの対外経済関係について、特に対外金融関係に焦点を当て、主にデータ面での整理をおこなうことである。第1節では、世界金融危機以前のアメリカの対外経済関係の構図を整理する。そこでの焦点は、アメリカの大規模な経常収支赤字とそのファイナンスの持続可能性であった。第2節では、世界経済危機後のアメリカ対外経済関係の特徴を、世界経済危機以前との対比で論じる。大きな変化は、オバマ大統領の事実上の「ディレバレッジ」宣言という経済政策の変化と、経常収支赤字の縮小、またそれらによるドルの基軸通貨としての地位の安定であった。第3節では、金融緩和（量的緩和）の影響を分析する。アメリカの金融緩和政策は、QE1 から QE3 を通して、株価上昇、企業国内利益上昇、失業率低下をもたらした。興味深いのは、QE2 までは、金融緩和は為替レート低下と海外企業利益上昇をもたらしていたが、QE3 ではそのような効果は見られなくなっていた点である。第4節では、資本輸出入の構造を検討する。資本輸入についての世界金融危機後の特徴としては、（1）社債投資の大幅な減少、（2）政府機関債投資の大幅減少のその後の小幅な回復、（3）米国債投資の持続性が挙げられる。特に、（3）米国債投資の持続性は、ドルの準備通貨としての地位の安定にも大きく貢献している。

---

\* 本稿は、公益財団法人 全国銀行学術研究振興財団の助成を得た研究成果の一部である。記して謝意を表します。

† 東北大学大学院経済学研究科准教授

はじめに

本稿の目的は、オバマ政権期（2009 - 2015 年<sup>1)</sup> のアメリカの対外経済関係について、特に対外金融関係に焦点を当て、主にデータ面での整理をおこなうことである<sup>2)</sup>。これは、菅原・河崎[2016]の準備作業として位置づけられる<sup>3)</sup>。本稿および菅原・河崎[2016]は、河音・藤木[2008]、藤木[2012]に続く、藤木・河音[2016]のプロジェクトの一部をなしている。藤木・河音[2016]は、オバマ政権期のアメリカの経済政策の全体的な評価を目指した研究であり、菅原・河崎[2016]は、その中で対外経済政策の評価をおこなう章である。その準備作業にあたる本稿では、対外経済政策の対象でもあり、対外経済政策の結果でもある、アメリカの対外経済関係の実態の理解を進捗させることを目的としている。特に本稿は、2008年世界経済危機前後でのアメリカの対外経済関係の変化、またその変化に対応した、あるいはその変化をもたらした対外経済政策の側の変化に着目して分析を進めたい。

本稿の構成は、以下の通りである。第1節では、オバマ政権期の対外経済関係を検討する上での前提になると考えられる世界金融危機以前(2001-2008年、G.W.ブッシュ政権期)のアメリカの対外経済関係の構図を整理する。そこでの焦点は、アメリカの大規模な経常収支赤字とそのファイナンスの持続可能性であった。その「持続」は、結局、2008年のリーマンショックで最終的に断ち切られた。第2節では、世界経済危機後のアメリカ対外経済関係の特徴を、世界経済危機以前との対比で論じる。大きな変化は、世界金融危機を受けた、G20の場でのオバマ大統領の事実上の「ディレバレッジ」宣言という経済政策の変化と、経常収支赤字の縮小、またそれらによるドルの基軸通貨としての地位の安定であった。第3節では、世界金融危機後に、先進諸国の新たなマクロ経済政策の軸となった金融緩和(あるいは量的緩和)の影響を分析する。アメリカの金融緩和政策は、QE1からQE3を通して、株価上昇、企業国内利益上昇、失業率低下をもたらした。興味深いのは、QE2までは、金融緩和は為替レート低下と海外企業利益上昇をもたらしていたが、QE3ではそのような効果は見られなくなっていた点である。第4節では、資本輸出入の構造を検討する。特に、資本輸入について、菅原[2008]、菅原[2012a,b]に見られた世界金融危機以前の構造を、世界金融危機後を比較すると、世界金融危機後の特徴としては、(1)社債投資の大幅な減少、(2)政府機関債投資の大幅減少のその後の小幅な回復、(3)米国債投資の持続性が挙げられる。特に、(3)米国債投資の持続性は、ドルの準備通貨としての地位の安定にも大きく貢献している。

---

<sup>1)</sup> 本稿の分析は、基本的に2016年1月までに入手可能であったデータに基づいている。

<sup>2)</sup> 本稿の構成の決定、また個々の内容のそれぞれについて、河崎信樹氏(関西大学教授)より多数の有益な助言を得ることができた。記して謝意を表したい。本稿における誤りは菅原による。

<sup>3)</sup> したがって、本稿と菅原・河崎[2016]は補完的な関係を持っている。そのため、菅原・河崎[2016]もあわせてご参照いただくと幸いである。

## 1. 世界金融危機以前のアメリカの経常収支赤字問題

2008年の世界金融危機は、オバマ政権発足以前の出来事である。しかし、オバマ政権の経済政策は世界金融危機への対応から始まった。また、オバマ政権期のアメリカの対外経済構造は、世界金融危機以前のアメリカの対外経済構造と対比させて論じることでその特徴が見えてくる。そのため、ここでは、菅原 [2008、2012a,b] に基づいて2001年から2007年までのアメリカの対外経済構造について概観する。

アメリカの経常収支赤字対 GDP 比は、2000年に初めて4%に達し、2006年には現在(2016年1月)までで最大の5.8%となった(図1)。歴史的には、経常収支赤字対 GDP 比4%は持続不可能な水準であるとみなされていた(Mann[2003])。したがって、2000年代前半は、アメリカの経常収支赤字拡大がアメリカ経済の弱点であり、次の経済危機の火種になり得るとみなされていた。そのため、アメリカの経常収支赤字の持続可能性、およびそれと対をなす資本輸入の持続可能性が大きな論点となっていた。アメリカ経常収支赤字の持続可能性問題はまた、ドル基軸通貨体制の存続にもつながる論点であった。

この2000年代のアメリカ経常収支赤字問題の難しい点は、4%超の水準が短期間では終わらず、2002年から2008年まで7年間(2000年の4%を始まりとみれば9年間、その間2001年は3.7%であったが)継続したことある。例えば、1950年代のカナダは、GDP比4%超を2年ないし4年間続けた後、調整過程に入っている(菅原[2014])。したがって、この問題を考える際は、第1にはアメリカの対 GDP 比4%超の経常収支赤字がなぜ7年ないし9年間も継続したのかという論点を、第2にはなぜそれが結局2007年に調整過程に入らざるを得なかったという論点を考えなければならず、さらにこの2点を矛盾なく説明できる分析視角が必要となる。

アメリカ経常収支赤字の分析視角としては、(1)「基軸通貨特権」、(2)「アメリカ経済重視」、(3)「世界資産重視」、(4)「新興国過剰貯蓄」、(5)「ブレトンウッズ2」などがある。また、これら5つの分析視角には組み合わせ可能なものや、重複する内容をもつものもある。「基軸通貨特権」は、基軸通貨ドルには非基軸通貨とは異なる大規模かつ継続的な需要が非基軸通貨国から生じているため、アメリカは大規模な経常収支赤字を継続することができる、という見方である。「アメリカ経済重視」論は、アメリカの経済成長率が、対外債務の平均金利を上回っていれば資本輸入が持続可能で、ひいては経常収支赤字も持続可能とみる。「世界資産重視」論は、アメリカ以外の国々のポートフォリオ選択を重視する。「新興国過剰貯蓄」論は、新興国の過剰貯蓄とそこでの金融市場の未発達が、新興国からの対米投資拡大、ひいては経常収支赤字拡大の要因であるとする。「ブレトンウッズ2」は、「基軸通貨特権」論の発展とみなすことができる。「ブレトンウッズ2」では、アジア諸国と産油国が、財貿易で対米黒字を継続し、その黒字を米国債に投資する。これによって、対米貿易黒字国は外貨準備として基軸通貨ドルを蓄える一方、貿易黒字分の対米(国債)投資によって自国の対ドル為替レート上昇を阻止し、輸出に有利な状態を維持するこ

とを目指している。「ブレトンウッズ2」のモデルには、ヨーロッパは含まれてはいない。しかし、このモデルを提起したドゥリーらは、アジアを貿易重視国（Trade Account Countries）、ヨーロッパを投資重視国（Capital Account Countries）と分類し、ヨーロッパ諸国の対米投資動機は金融収益であると定式化している（以上、菅原[2008]）。

経常収支赤字の持続可能性との関係で整理すると、基本的には、「基軸通貨特権」「新興国過剰貯蓄」「ブレトンウッズ2」は、アメリカの経常収支赤字と資本輸入の持続性を主張し、「世界資産重視」論は、経常収支赤字と資本輸入の限界を意識しているといえる。「アメリカ経済重視」論では、経常収支赤字の持続可能性は、成長率と金利の関係次第となる。また、対米投資の動機を、シンプルな収益動機（より正確には資産の経済性）と「ブレトンウッズ2」のようなその他の動機に分類することで、上記5つの分析視角も分類することもできる。そうすると、直観的には、「アメリカ経済重視」「世界経済重視」がシンプルな収益動機、「基軸通貨特権」「新興国過剰貯蓄」「ブレトンウッズ2」がその他の動機（対ドル為替レートの維持など）と分類される。ただし、米国債への投資の理由を、流動性選好と考えれば、5つの分析視角すべてを資産の経済性から説明できることになる。

菅原[2008]は、2001年から2007年の各国・地域の対米投資を分析することで、上記の分析視角の有効性を検討した。その結果、（1）アジア諸国は対米投資において低リスク資産（米国債、政府機関債）を選好していたこと、（2）ヨーロッパは高収益資産（社債、株式）を選好していたこと、また（3）対米投資全体では社債投資が最大であることを明らかにした。そしてそれらを総合した結果、この時期の対米投資全体の中では、ヨーロッパからの社債投資の影響が最大であり、しかもこの社債は低格付けのサブプライム関連証券であったことを示した。これは、第1節でみた2地域間の国際資本移動をネットでなくグロスでみることを重視する見解とも整合的である。さらに、「ブレトンウッズ2」的な見方では産油国も注目される地域であるが、産油国はそれ自体の対米投資額は小さかったことも明らかになり、産油国はイギリス、ユーロ圏、スイス、カリブ海などを介した対米投資を行っている可能性が高いとした。

菅原[2008]の分析結果より、第1に、アジア諸国、産油国には「ブレトンウッズ2」、「基軸通貨特権」の見方が当てはまることが示された。第2に、2001年から2007年のアメリカの経常収支赤字と対米投資の持続は、「ブレトンウッズ2」とヨーロッパからの大規模社債投資を組み合わせることで全体像が明らかになるとされた。第3に、イギリスは、世界からの投資資金を受け入れた上で、それをアメリカに再投資しているので、収益動機のヨーロッパの特徴と、「ブレトンウッズ2」のアジア諸国、産油国の特徴を併せ持っていることが指摘された。アメリカ経常収支赤字と対米投資について、7ないし9年間の持続は、「ブレトンウッズ2」とヨーロッパ社債投資の組み合わせによって説明でき、2007年ないし2008年にそれらが縮小方向への調整に入らざるを得なかったことは、ヨーロッパ社債投資のかなりの部分がサブプライムローンを基礎としていたことから説明できる。

## 2. 世界金融危機の影響：アメリカ対外経済関係の何が変わったか

### (1) 世界金融危機

第1節でみたように、2001年から2007年の対米投資は、アジア諸国は「ブレトンウッズ2」の枠組みの中で、対米輸出と米国債投資に傾斜し、ヨーロッパは、サブプライム証券を含んだ社債投資を大規模におこなっていた。この枠組みから、世界金融危機のアジアとヨーロッパへの波及の仕方の違いも理解できる。ヨーロッパには金融を通して、アジアには貿易を通して、アメリカの金融危機が波及した。ヨーロッパは、対米投資の不良債権化で悪影響を受けた。特にヨーロッパ諸国の大手銀行の経営が悪化した。アジアは、対米輸出の減少という実物面の問題から景気が悪化した。2008年第3四半期から2009年第1四半期の実質GDPの低下度合いでは、中国、日本がアメリカ、ユーロ圏を上回っていた(菅原[2012a])。

2008年9月のリーマンブラザーズ破たんが始まる世界金融危機に対し、各国政府は、G20の場を中心に、国際協調による拡張的な財政・金融政策による危機対応を行った。2009年には、G20による財政・金融の国際的拡張が機能し、各国は、世界金融危機を大恐慌の再来とすることを回避できた。G20の場で興味深いのは、2009年9月のピッツバーグ・サミットにおいてオバマ大統領が、「これまで中国、ドイツなどがモノをアメリカに売り、アメリカが債務を積み上げてきた。G20会議では均衡のとれた世界経済を協議する」とグローバル・インバランス是正への姿勢を明確にしたことである。オバマは、翌2010年のG20トロント・サミットでも「アメリカが借金で世界からモノを買い続けることはできない」とディレバレッジの志向を明言した(菅原[2012b])。

G20での国際協調は、2010年からはきしみを見せ始めた。2010年トロント・サミットでは、財政刺激の継続を主張するアメリカと、ユーロ危機のもとで財政健全化を重視するユーロ圏諸国の違いが際立ってきた(藤井[2011]、菅原[2012b])<sup>4</sup>。しかし、現実には、2010年からアメリカの財政赤字は縮小方向に向かい、他の先進国も全体的に財政赤字縮小、金融緩和で景気刺激をおこなう方向に向かった(『日本経済新聞』2013年12月29日電子版)。金融緩和については第3節で詳述する。

### (2) 国際収支

アメリカの対外経済について言えば、世界金融危機でまず最も大きく変わったのは、経常収支赤字である。2009年から2014年まで、アメリカの経常収支赤字は、対GDP比で3%以内に収まっている(図1)。世界金融危機までのグローバル・インバランスへの注目、懸念、批判などを鑑みれば、この点がまず最も強調されるべきであろう(Obstfeld[2012])。現状では、アメリカの経常収支は安定し、この点からのドル危機の懸念は去ったと言える。

---

<sup>4</sup> G20での国際協調のきしみは、先進国間のみならず、先進国対新興国の対立軸でも生じた(藤井[2011])。

世界金融危機は、アメリカの経常収支を強制的に調整した。

世界金融危機の最中の2009年には、アメリカの経常収支赤字縮小は、大幅な輸入の縮小によって達成された。しかし、2010年から2011年には輸入は再び大きく拡大し、2011年からは2008年を上回る水準が継続されている。2010年以降のアメリカの経常収支赤字の安定は、輸入の伸びに匹敵する輸出の増加によって実現された(図2)。さらに、2010年からは所得収支(一次所得収支と二次所得収支の合計)が黒字となり、これも経常収支赤字縮小に貢献している(図3)。2014年後半のドル上昇までは、輸出増加と所得収支黒字の増加には、ドル安が大きく貢献していると考えられる。

次に経常収支の変化の詳細を確認する。まず輸出については、資本財と産業用原材料の輸出が大きく伸びている<sup>5</sup>。資本財の方は、発電機、航空機関係、医療関係が伸びていて、他方で半導体やコンピューター関係は減少した(図4)。産業用原材料では、エネルギー関連財の輸出の伸びが大きい。これは、シェールガス・シェールオイルの新たな開発の影響であろう。石油価格は、2010年末から2014年8月までは1バレル=100ドル近辺で高止まりし、そのもとでシェールガス・シェールオイルの開発が進んだ(図5)。輸入に目を向けると、世界金融危機前にエネルギー輸入が急拡大していた。エネルギー輸入は、2009年に縮小したが、その後再び上昇し、2011年は2008年に近い水準に戻った。しかし、2012年からは減少している。他方で、エネルギー輸出は増加したため、2012年からはエネルギー貿易は、収支は依然赤字であるものの、その赤字は縮小している(図6)。

世界金融危機は、アメリカの資本輸出の規模も大きく変えた。資本輸出は、2007年には対GDP比で10.9%に達していた。しかし、2008年には資本輸出がマイナスになっている(国際収支表での符号はプラスになる)。これは、リーマンショックにより、アメリカの資本の出し手が、海外で資産を売却し、アメリカ国内に資金を還流させたことを意味している。資本輸出は、2010年には対GDP比6%まで再び拡大したが、その後も上下動があり、2014年には対GDP比で4%程度となっている。これは2003年以前の水準である(図7)。

経常収支赤字と資本輸出がともに縮小したことで、資本輸入も大きく縮小した。アメリカは経常収支赤字国で、かつ基軸通貨国であることにより多額の外貨準備を必要としないため、国際収支の大枠としては「経常収支赤字+資本輸出=資本輸入」となる。2006年と2007年には対GDP比で15%を超える水準に達していた資本輸入は、2008年3.1%、2009年2.2%にまで低下した。2010年以降は、これも資本輸出と同様の変動があるが、2010年に対GDP比9%に達した後、2014年には対GDP比5.6%となっている(図7)。したがって、資本輸入の規模からみても、経常収支赤字・資本輸入の持続可能性の危機は去ったと言える。世界金融危機は、アメリカの経常収支赤字だけではなく、資本輸出入の規模も縮小方向に調整した。

---

<sup>5</sup> 輸出データの整理については、河崎信樹氏(関西大学教授)のご厚意を得た。記して謝意を示したい。

### (3) 消費と負債

IS バランス論の観点から、輸入の変化の要因を確認するために、個人消費に焦点を当てる。まず、経済主体ごとの借入と貯蓄を見ると、2008 年から大きな変化が生じたことが分かる(図 8)。大きな特徴は、2008 年以降、民間部門が貯蓄を拡大させ、政府部門が借入を拡大させたことである。各部門の貸借を相殺したネット貸借の変化は、IS バランス論の言う通り、経常収支に対応している。したがって、経常収支赤字の縮小には、企業部門の貯蓄と個人貯蓄(図 8 の家計)の増加が貢献していた。

ただし、個人貯蓄について注意が必要なのは、個人消費自体は、2010 年から 2014 年まで増加傾向であり、これが本節(2)で見た輸入の増加にも対応していることである。したがって、消費と貯蓄が両方増加していることになるが、これが可能なのは個人所得も増加していたためである(図 9)。また、グローバル・インバランスの原因が、住宅価格上昇を背景とした個人の借入増加と消費増加であったと言われることをふまえ、個人の負債の動向を見る(図 10)。個人負債の動向も 2008 年を境に変化した。個人負債残高は、2008 年までは継続的に増加していたが、2008 年から 2012 年までは緩やかに低下した。2013 年からは緩やかな増加に転じ、残高水準は 2006 年と同程度になっている。したがって、個人負債残高の水準は高止まりと言える。個人負債の中では、住宅モーゲージは、2008 年から 2014 年まで継続的に低下している(図 10)。他方で、消費者金融が 2010 年から緩やかに増加している(図 11)。負債による消費は、2008 年までの住宅ローンによる大規模なものから、消費者金融に依存したものに变化している。

### (4) 基軸通貨

1980 年代も 2000 年代も、アメリカの経常収支赤字の持続可能性への懸念とは、基軸通貨ドルの価値の持続可能性への懸念から生じていた。そこで、グローバル・インバランスやアメリカ経常収支赤字への世界金融危機の影響の検討の最後に、基軸通貨としてのドルの地位の変化の有無を見ていく。

まずドル・レートの動きを見る(図 12)。2008 年以前の経常収支赤字懸念やグローバル・インバランス論では、アメリカの経常収支赤字の調整は、ドルの大幅下落とともに生じると想定されていた。しかし、現実には 2008 年 9 月のリーマンショック直後から、ドル・レートは急上昇した。これは、ドル建て債務で資金を調達した外国銀行の決済資金手当てのための需要によるものであった。ヨーロッパの大手銀行の事例がよく知られている(岩田[2009]、田中[2010])。大幅な経常収支赤字であり、かつ危機の震源地がアメリカであるにもかかわらず、緊急時の資金需要はドルに対して生じたことから、基軸通貨としてのドルの地位の強固さが際立った出来事であった。

その後、ドル・レートの上昇は、2009 年 3 月まで続いた。しかし、そこから 2011 年 8 月まで、一転してドル・レートは低下傾向を続けた(ただしその間、ギリシャ危機の勃発により 2009 年 11 月から 2010 年 6 月までは対主要通貨では上昇期があった)。ここで問題



になるのは、本節（２）で見たように 2009 年以降アメリカの経常収支赤字は大幅に改善されたが、それにも関わらず為替レートの下落が進んだ点である。経常収支の動きからすればドル上昇があってもおかしくはなかったが、経常収支改善を上回る影響を金融緩和政策が持っていたと言えるだろう。2011 年 8 月までのドル・レートの下落は、本節（２）で見たように経常収支にとってはさらなる改善効果を持っていたが、他方で、基軸通貨としてのドルの地位にとってはマイナス要素でもあった。ドル実質実効レート指数で 80 というのは、過去にない低水準であった。過去には、カーター政権期と第 1 期クリントン政権期にドル・レートで 90 割れが生じ、それらが「これ以上ドル安になれば準備通貨としてドルを保有しない」という外圧を生んだ（菅原[2012b]）。ドル・レートが対主要通貨では 80 割れ、広域でも 80 割れ寸前までいった 2011 年第 2・第 3 四半期には、最大の米国債保有国・中国の何らかの影響があったものと考えられる（『日本経済新聞』2011 年 8 月 13 日電子版、8 月 19 日電子版および朝刊、10 月 19 日電子版）<sup>6</sup>。その後、ドル・レートは、2014 年前半にかけて広域・対主要通貨いずれでも 85 前後まで回復していった。QE3 終了（2014 年 10 月）と FRB による早期のゼロ金利解除観測も生じた 2014 年の第 3 四半期からドルの上昇が急ピッチになった（『日本経済新聞』2014 年 9 月 7 日電子版、9 月 20 日朝刊）。ドル・レートは、2014 年 12 月から 2015 年 1 月にかけて対主要通貨、広域で 90 まで回復した。2015 年には、FRB によるゼロ金利解除が実施時期がテーマとなり、実際にゼロ金利が解除された 2015 年には、ドル・レートは広域で 99 に達し、対主要通貨では 100 を超えるに至った。アメリカの金融緩和とドル安政策は 2013 年に終了し、2014 年からはドル上昇の時期に入ったと言える。

次に準備通貨としてのドルの地位の変動を見ていく。2001 年から 2008 年は、アメリカの経常収支赤字拡大とドル・レート下落に伴い、ドルの基軸通貨としての地位に疑問が呈されることが多かった（菅原[2008]）。他方で、ユーロの発足と、2003 年のアメリカ景気後退以降のユーロの対ドル・レート上昇を受け、ドルの代替資産としてのユーロへの期待は高まっていた。実際の準備通貨としてのドルとユーロのシェアを見ると、2000 年から 2008 年まで、ドルのシェアは 72%から 62%まで低下し、ユーロのそれは 17%から 26%まで高まった（図 1 3）。ドルの減少分は、ほぼユーロで代替された。世界金融危機の最悪期の 2008 年第 3 四半期から 2009 年第 1 四半期には、ドルのシェアは、64-65%まで上昇したが、ユーロのシェアも 25%程度で安定していた。2009 年第 2 四半期から 2014 年までは、ドルのシェアは、60-62%で安定していた。他方でユーロは、2009 年から 2014 年まで 27%から

---

<sup>6</sup> 2008 年・2009 年にも同様の中国からの圧力があつた。2008 年 7 月のファニーメイとフレディマックの経営破綻の際には、外国政府、特に中国政府がアメリカ政府に政府機関債の保証を強く要求し、これが、2008 年 9 月の両公社の公的管理に強い影響を与えたとされる（上川[2016]、ガイトナー[2015]）。2009 年 2 月の「米国再生・再投資法」による財政支出の拡大に対しても、中国から、今度は米国債の安全性に対する懸念が示された。同年 3 月には温首相（当時）がアメリカに対し「中国の保有資産の安全性を確保するよう要求したい」との声明を發した（上川[2016]）。

22%程度へと準備通貨としての地位を低下させた。2014 年末から 2015 年にはドルのシェアが 63-64%へと上昇する一方で、ユーロのそれは 20%程度へとさらに低下した。2009 年以降のユーロのシェア低下は、2009 年第 3 四半期のギリシャ危機以降のユーロ危機によるものである。したがって、ドルの準備通貨としての地位は、2001 年から 2008 年までは低下傾向であったものの、世界金融危機以降は安定し、近年はむしろ緩やかに上昇していると言える。2008 年までのドルの地位低下を受けて、リーマンショック直後には、ワシントン G20 の場で、フランスのサルコジ大統領（当時）が「もうドルは基軸通貨ではない」と宣言し、中国、ブラジル、ロシアの首脳も「米国・ドル主導の国際秩序への挑戦」を目指した（藤井[2011]）。しかし、現実には、世界金融危機は、アメリカの経常収支赤字縮小をもたらしたと相まって、準備通貨ドルの地位の安定をもたらした。なお、準備通貨としてのドルの主要な保有携帯である米国債の海外保有状況については、第 5 節で詳述するが、世界金融危機後の海外米国債保有も安定している。世界金融危機以前はドルは不安定な基軸通貨とみられていたが、現在（2016 年 1 月）は安定した基軸通貨になっていると言える。

### 3. アメリカの金融緩和と「通貨戦争」

#### (1) 金融緩和

金融緩和は、世界金融危機後の世界経済を特徴付ける政策である。特に 2010 年以降、先進国全般に財政政策は財政再建志向となり、マクロ経済政策は金融政策に大きく依存するようになった。しかし、金融政策では、2008 年段階で短期金利がすでに事実上のゼロ金利にまで低下しており、伝統的な金利政策はすでに使えなかった（藤井[2013]）。そのため、金融の量的緩和（以下、量的緩和）という新たな手法がとられた<sup>7</sup>。量的緩和政策とは、中央銀行が市場で民間部門が保有する長期債券を買い取り、現金を市場に供給しようとする政策である。アメリカの量的緩和政策の目的は、長期債券の買い取りにより長期金利を引き下げることであった（竹森[2013]）、小野・安井[2013]）。

アメリカの量的緩和政策には、いわゆる QE1 から QE3 までの 3 段階がある（藤井[2013]）。QE1 は、2009 年 3 月（資料によっては始まりが 2008 年 11 月や 2009 年 1 月とある）から 2010 年 3 月まで 13 カ月間実施され、買取対象債券は、MBS と呼ばれるファニーメイなどが発行した住宅ローン担保債券と米国債であった。買取総額は、MBS1 兆 2500 億ドル、米国債 3000 億ドル、合計 1 兆 5500 億ドルであった。QE2 は、2010 年 11 月から 2012 年 6 月まで 8 カ月間実施、対象債券は米国債のみで買取総額は 6000 億ドルであった。QE3 は 2012 年 9 月に始まった。QE3 は終了時期を決定せずに開始され、結果的には 2014 年 10 月に終

---

<sup>7</sup> バーナンキ FRB 議長（当時）は、この金融緩和政策を「信用緩和」と呼び、日本銀行が 2001 年から行っていた「量的緩和」政策と区別しようとしたが、結局、アメリカの金融緩和政策も「量的緩和」政策と呼ばれるようになった（藤井[2013]）。

了した（『日本経済新聞』2014年10月30日電子版）。したがって実施期間は26カ月と、3つのQEの中で最長であった。終了時期が定まっていなかったためQE3では買取総額も未定で、オペレーションとしては毎月米国債450億ドル、MBS400億ドル、合計850億ドルを買い取ることにされた。買取額は、2014年1月には毎月米国債400億ドル、MBS350億ドル、合計750億ドルに削減された。QE3の金額削減は、その後も、2014年2月、4月、5月、7月と段階的に実施された。削減額は、毎回、米国債とMBSそれぞれ50億ドル、合計100億ドルであった。2014年10月には、買取額が米国債100億ドル、MBS50億ドルまで縮小し、QE3は同月をもって終了した。月ごとでみた、QEの規模は、QE1が米国債230.8億ドル、MBS921.5億ドル、合計1兆192.3億ドル、QE2が米国債のみで750億ドルであった。

## （2）量的緩和の効果

FRBの量的緩和の効果は、現在研究が進められているテーマであるが、ここではFRBの政策目標に沿って代表的な経済指標との関連を見ることで、その効果を検証する。具体的には、回帰分析によって2009年1月から2015年8月までのベースマネーと長期金利、為替レート、株価、企業収益、失業率との関連を見ていく。

まず、長期金利との関係である。そもそもの量的緩和政策導入の理由は長期金利を低下させることであった。その結果であるが、全期間については、3年物、10年物とも相関はあるものの係数や決定係数はきわめて小さい（図14）<sup>8</sup>。

ただし、量的緩和と長期金利との関係については、「実際の長期金利は、追加的な量的緩和の決定を受けると低下するどころか上昇する傾向」があるとも言われる（小野・安井[2013]）。これは、長期金利の性格自体に由来する。長期金利は、一方では、長期債券の市場での需要・供給に応じて決まるものであり、その点では、量的緩和政策は、長期債券の需要を上昇させるので、長期債券の価格上昇＝長期債券の金利低下となると考えられている。しかし他方で、長期金利は、将来の成長率の期待を示しているとも考えられている。この観点からすると、長期金利の上昇は、将来の成長への期待が高くなっていることを示すと理解される<sup>9</sup>。この場合の長期金利上昇は、「良い金利上昇」とも言われる。

このような前提のもとで、分析期間のベースマネーと長期金利の図14を見ると、10年物は2012年中頃から、3年物は2013年初頭から上昇傾向が見られる。その間の大きな政策決定と言えば、2012年9月からのQE3の導入である。そこで、分析期間を2009年1月

<sup>8</sup> 3年金利（R3Y）とベースマネー（BM）について。両側検定1%で有意の場合は(\*\*)を、5%で有意の場合は(\*)を付す。以下も同様。

2009年1月～2015年8月：R3Y=1.29836-0.00015BM(\*\*), t=-2.9431, Adj R<sup>2</sup>=0.0884, n=80  
10年金利（R10Y）とベースマネー（BM）について。

2009年1月～2015年8月：R10Y=3.6286-0.00036BM(\*\*), t=-4.6327, Adj R<sup>2</sup>=0.2057, n=80

<sup>9</sup> 端的には、将来の期待成長→投資家のポートフォリオ組み換え（長期債券売り・株式買い）→長期債券の価格下落＝長期金利上昇（かつ株価上昇）、といった道筋が考えられる。

から 2012 年 8 月までと、2012 年 9 月から 2015 年 8 月までに分けて検証してみる。その結果は、大きく言うと、QE3 以前には、量的緩和は長期金利を低下させる効果があったが、QE3 以降は、量的緩和はむしろ長期金利のわずかな上昇と結びついていたと言える<sup>10</sup>。

次に量的緩和と為替レートとの関係について検証する(図 1 5)。特に、2012 年頃までは、量的緩和の直接の帰結は為替レート低下であると言われていた(藤井[2013]、菅原[2102b])。ところが、これも全期間について検証すると、ベースマネーと為替レートの間には相関はない<sup>11</sup>。しかし、図 1 5 からは QE3 前後で、相関関係に変化が生じているように見える。そこでここでも、2012 年 8 月までで分析期間を 2 分する。その結果は、QE3 前はベースマネー増加により為替レートはやや低下、QE3 後はベースマネー増加により為替レートはやや上昇という関連が見られる<sup>12</sup>。

為替レートの変化は、企業利益の変化を通して景気に影響すると考えられるので、次に全期間に関する為替レートと企業利益の相関を見る(データの制約により 4 半期データを使う)(図 1 6)。結果は、為替レートと企業国内利益には相関はない<sup>13</sup>。しかし、為替レートと企業海外利益には逆相関が見られた<sup>14</sup>。そのため為替レートが低下すれば、海外利益が上昇する(前者が上昇すれば後者が低下する)という関係があった。

為替レートは企業国内利益に関連がなかったが、ベースマネーと企業利益の関係はどうだろうか(図 1 7)。これも全期間について見ると、ベースマネーと企業国内利益にはかなり強い正の相関が見られた<sup>15</sup>。企業国内利益は非金融業と金融業への分類が可能なので、

---

<sup>10</sup> 3 年金利 (R3Y) とベースマネー (BM) について。

2009 年 1 月～2012 年 8 月:  $R3Y=3.12286-0.00098BM(**)$ ,  $t=-8.0756$ ,  $Adj R^2=0.6349$ ,  $n=44$   
2012 年 9 月～2015 年 8 月:  $R3Y=-0.95306+0.00047BM(**)$ ,  $t=13.8807$ ,  $Adj R^2=0.8493$ ,  $n=35$

10 年金利 (R10Y) とベースマネー (BM) について。

2009 年 1 月～2012 年 8 月:  $R10Y=5.45150-0.00118BM(**)$ ,  $t=-5.4278$ ,  $Adj R^2=0.3982$ ,  $n=44$   
2012 年 9 月～2015 年 8 月:  $R10Y=0.88843+0.00039BM(**)$ ,  $t=3.4474$ ,  $Adj R^2=0.2425$ ,  $n=35$

<sup>11</sup> ドル為替レート (EX) とベースマネー (BM) について。

2009 年 1 月～2015 年 8 月:  $EX=95.96099+0.001734BM(**)$ ,  $t=2.5115$ ,  $Adj R^2=0.0629$ ,  $n=80$

<sup>12</sup> ドル為替レート (EX) とベースマネー (BM) について。

2009 年 1 月～2012 年 8 月:  $EX=117.99160-0.00844BM(**)$ ,  $t=-7.1404$ ,  $Adj R^2=0.5375$ ,  $n=44$

2012 年 9 月～2015 年 8 月:  $EX=78.23643+0.006797BM(**)$ ,  $t=4.0862$ ,  $Adj R^2=0.3158$ ,  $n=35$

<sup>13</sup> 企業国内利益 (CDP) とドル為替レート (EX) について。

2009 年 Q1～2015 年 Q3:  $CDP=2692.69210-12.097300EX$ ,  $t=-1.3504$ ,  $Adj R^2=0.0307$ ,  $n=27$

<sup>14</sup> 企業海外利益 (COP) とドル為替レート (EX) について。

2009 年 Q1～2015 年 Q3:  $COP=724.484738-3.705597EX(**)$ ,  $t=-4.0463$ ,  $Adj R^2=0.3715$ ,  $n=27$

<sup>15</sup> 企業国内利益 (CDP) とベースマネー (BM) について。

2009 年 Q1～2015 年 Q2:  $CDP=813.677758+0.229010BM(**)$ ,  $t=6.9381$ ,  $Adj R^2=0.6534$ ,

次にそれらについて検証すると、非金融業利益はベースマネーと強い正の相関があったが、金融業利益ではベースマネーとの相関関係はなかった<sup>16</sup>。企業海外利益とベースマネーの関係については、国内利益よりは弱いものの、正の相関があった<sup>17</sup>。

量的緩和は、投資家心理に影響し、資産市場を通して景気回復に貢献したとも言われる(竹森[2014])。そこで次にベースマネーと株価(S&P)の関係を検証する(図18)。全期間の月次の分析の結果、ベースマネーと株価の間には強い正の相関が見られた<sup>18</sup>。株価上昇は、国内金融業利益に大きく貢献しそうであるが、実際に企業国内利益と株価の関係を見ると、国内企業利益全体と株価では強い正の相関があったが、国内金融業利益と株価では相関がなく、むしろ国内非金融業利益と株価に強い正の相関があった<sup>19</sup>。これらのメカニズムの検証は今後の課題であるが、金融業についてはボルカー・ルールなどの規制の影響が出ているのかもしれない。

FRBは金融政策に際して雇用にも強い注意を向けるようになり、2012年12月には「エバンズ・ルール」と呼ばれる政策を導入した。これは、「インフレ率が2.5%以下ならば、少なくとも失業率6.5%に下がるまではゼロ金利を続ける」という政策である(藤井[2013])。金融政策に雇用を明示的な指標として取り入れたのも世界金融危機後の金融政策の画期的変化のひとつであった(『日本経済新聞』2012年10月8日朝刊)。そこで最後に、ベースマネーと失業率の関係を検証する(図19)。これも全期間の月次の分析の結果、ベースマネーと失業率の間には強い負の相関関係が見られた<sup>20</sup>。したがって、量的緩和は失業率の

---

n=26

<sup>16</sup> 国内非金融業利益(DNFP)とベースマネー(BM)について。

2009年Q1~2015年Q2:  $DNFP=490.706117+0.210261BM(**)$ ,  $t=8.6649$ ,  $Adj R^2=0.7476$ ,  
n=26

国内金融業利益(DFP)とベースマネー(BM)について。

2009年Q1~2015年Q2:  $DFP=322.966250+0.018757BM$ ,  $t=1.5248$ ,  $Adj R^2=0.0503$ , n=26

<sup>17</sup> 企業海外利益(COP)とベースマネー(BM)について。

2009年Q1~2015年Q2:  $COP=351.345088+0.018250BM(**)$ ,  $t=3.6337$ ,  $Adj R^2=0.3280$ ,  
n=26

<sup>18</sup> 株価(SP)とベースマネー(BM)について。

2009年1月~2015年8月:  $SP=11.765098+0.042188BM(**)$ ,  $t=41.9592$ ,  $Adj R^2=0.9570$ ,  
n=80

<sup>19</sup> 企業国内利益(CDP)と株価(SP)について。

2009年Q1~2015年Q2:  $CDP=738.276179+5.576239SP(**)$ ,  $t=7.7616$ ,  $Adj R^2=0.7007$ ,  
n=26

国内金融業利益(DFP)と株価(SP)について。

2009年Q1~2015年Q2:  $DFP=305.418974+0.544863SP$ ,  $t=1.9291$ ,  $Adj R^2=0.0981$ , n=26

国内非金融業利益(DNFP)と株価(SP)について。

2009年Q1~2015年Q2:  $DNFP=438.858207+5.031487SP(**)$ ,  $t=9.2700$ ,  $Adj R^2=0.7725$ ,  
n=26

<sup>20</sup> 失業率(UER)とベースマネー(BM)について。

2009年1月~2015年8月:  $UER=12.712298-0.001686BM(**)$ ,  $t=-21.2017$ ,  $Adj R^2=0.8502$ ,  
n=80

低下に貢献したと言える。

量的緩和の波及メカニズムの研究は今後の課題であるが、ここまでの分析から分かることは、量的緩和が、企業利益や株価を通して景気回復や失業率低下に貢献したことである。しかし、企業利益や株価は、所得分配の面では基本的に資本への分配につながる。この点が、景気回復下での所得格差問題を考える際に重要な点である<sup>21</sup>。

### (3) 「通貨戦争」：金融緩和の海外への影響

量的緩和政策は、アメリカだけでなく、イギリスでも 2009 年 3 月に採用された（斉藤 [2014]）。ユーロ圏では、2010 年 5 月から南欧諸国の国債購入が始まった。ただし、この ECB の政策は不胎化介入を伴っていた（『日本経済新聞』2010 年 5 月 19 日朝刊）。ECB のベースマネーの大幅拡大は、2011 年 7 月以降であった（図 20）。日本では、大幅なベースマネーの拡大は米欧より遅れ、日本銀行・黒田総裁就任後の 2013 年 4 月からであった（図 20）。このような先進諸国の相次ぐ金融緩和政策は、1930 年代の「近隣窮乏化政策」や「通貨安競争」を思い出させる。そのため、アメリカの金融緩和の海外への影響も、1930 年代の論点によって整理できる。

「近隣窮乏化」の側面は、2010 年 9 月にブラジルのマンテガ財務省によって痛烈に批判された。マンテガは、「我々は国際的な通貨戦争の真ただ中にある。これは我々から輸出競争力を奪う脅威だ」と述べた。これは、2010 年 8 月のバーナンキ FRB 議長による QE2 示唆への批判であった（藤井[2011]）。実際に、QE2 の期間中は、ブラジルへの資本流入は増大し、ブラジル・レアルは対ドルで上昇を続けた（図 21）<sup>22</sup>。ただし、資本流入とレアル上昇のブラジル経済への影響の評価は難しい。貿易収支には傾向がなく、産出量は低下傾向であったものの、失業率も低下傾向で、インフレ率は増加傾向であった（図 22）。ブラジルにとっては、インフレ率上昇が「通貨戦争」批判の現実的な要因だったのかもしれない。大恐慌史の代表的研究者であるアイケングリーンは、1930 年代と 2010 年代の違いとして、「状況が当時と唯一違うのは、今や中国やブラジルなどからなる第 2 のグループがある点」とし、それらの新興国の特徴を「早すぎる成長とインフレ」として、「低成長とデ

---

<sup>21</sup> 「オバマ政権は所得格差是正を掲げてきた。08 年と 14 年の家計収入を所得階層別に比較すると、収入が増えたのは上位 20% の層だけ。6 年以上に及ぶ景気拡大にもかかわらず、中間層も貧困層も所得はむしろ減っており、格差のゆがみはなお大きい。」「米、格差残した経済回復 一般教書演説」（『日本経済新聞』2016 年 1 月 14 日朝刊）。

<sup>22</sup> 回帰分析の結果、2012 年第 2 四半期までで切った場合には、相関が見られる。これは、本節（2）の量的緩和の評価と同様となる。

レアル為替レート（REX）とブラジル資本輸入（BCIM）について。

2006 年 Q1～2012 年 Q2 :  $REX=2.018973-3.085066BCIM(**)$ ,  $t=-3.0272$ ,  $Adj R^2=0.2461$ ,  $n=26$

1 ドル = X レアルの形での表記なので、資本輸入に対してマイナス符号ということは、ブラジルの資本輸入が増えると、レアルに対する 1 ドルの価値が下がる、つまりドル安 = レアル高になる。

フレ」の先進国と対比させている（『日本経済新聞』2013年2月15日電子版）。

しかし、この「通貨戦争」問題も、本節（2）で見たドル・レートの変化に伴い実態を失っていった。ドル・レートは、QE3以降はむしろ緩やかな上昇傾向となったためである。マンテガは2013年2月のロシアG20財務相会議でも再び、「通貨戦争は一段とはっきりした形で現れつつある」、「多くの国々が自国通貨を切り下げ、輸出競争力を高めようとしている」と訴えた（『日本経済新聞』2013年2月15日電子版）。しかし、経済の実情はすでに変化していた。2013年の第2四半期以降、レアルは下落を続けた。産出量は低下し、インフレ率は上昇したが、すでに米ドル安にその原因を求めることはできなくなっていた（図21・22）。2009年以降のブラジルの経済指標は、アメリカなど先進国の金融緩和よりもむしろ、輸出・輸入両面で同国の最大の貿易相手である中国の成長率の動向（2012年以降減速）に左右されていた（日本経済新聞社[2015]）。

アメリカの金融緩和の海外への影響としては、むしろ2013年以降のドル高とアメリカへの資本還流の新興国に対する影響の方が、現実的な脅威と考えられる。2013年には、QE3の削減見通しによって、2014年1月からは実際の削減によって、資本が新興国から流出し、アメリカへ還流したと言われる（ステイル[2014]）。2014年1月ごろからは、トルコ、南アフリカ、インド、インドネシアに先ほどのブラジルを加えた「フラジャイル5（脆弱な5カ国）」の通貨が投機の対象となった（『日本経済新聞』2014年1月25日朝刊、2月2日電子版）。2014年10月のQE3終了後は、アメリカのゼロ金利解除の見通しと、2015年12月からは実際の解除によって、やはり新興国からの資本流出が起こっている（『日本経済新聞』2014年12月16日電子版、2015年7月23日電子版、12月3日朝刊）。

1930年代の国際的金融緩和には、肯定的な評価も存在する。そして現在は、そちらが通説の地位を占めている。その肯定説の提唱者でもある先ほどのアイケングリーンは、2013年に「現状を通貨戦争と呼ぶのであれば通貨戦争はもっと必要だ。米国、英国、ユーロ圏、日本がいずれも量的緩和を進めれば、どの国もデフレに苦しまず、資産価格は上がり、景気回復が早まる。1930年代の競争的な通貨価値の切り下げは大恐慌の解決策の1つだった」と述べている（『日本経済新聞』2013年2月15日電子版）。

#### 4. アメリカの資本輸出入

##### （1）資本輸出

アメリカの資本輸出入を見ると（図7）、資本輸出、資本輸入ともに、2007年までの拡大期、2008年・2009年の縮小期、2010年以降の回復期の3つの時期がある。第1の時期は、資本輸入の最盛期であり、第2の時期は、世界金融危機の最悪期であり、第3の時期は金融緩和による回復期と言える。ここではまず資本輸出からその詳細を見ていこう。

アメリカの資本輸出の特徴のひとつは、利益率が高いことと言われる（Obstfeld[2012]、大橋[2013]）。そこで一次所得収益の中の投資収益を見ると、ユーロ圏、イギリス、非EU

欧州、カナダ、中南米、その他西半球がおしなべて大きい（表1、図23）。その他西半球はおもにカリブ海地域からなると考えられる。上記地域を合計すると、アメリカの投資収益受取の65%程度を占める。他方で、アジア地域の中で対米経常収支黒字や対米投資が突出して大きい中国と日本は、アメリカの投資収益受取相手として見ると、それぞれ全体の1.7%程度、3%程度と小さい。アジア太平洋地域全体の比率は15%程度である。ただし、投資収益は対外資産のストックから生み出されるものであり、フローである資本輸出とは直接の相関はない。しかし、対外資産・負債の地域別データは残念ながら得られない。投資収益から推測すると、上記のユーロ圏からその他西半球までの環大西洋圏は、アメリカとの双方向の投資において歴史的関係の深さを持っていることが分かる。

ここからは資本輸出自体について、まずは投資形態の内訳から検討する（図24）。第1の特徴は、2003-2014年を通して、直接投資は安定して大きいことである。第2の特徴は、ポートフォリオ投資も、株式・債券いずれについても比較的安定して大きいことである。ただし、ポートフォリオ投資は、2008年はマイナスであった。第3の特徴は、その他投資（通貨・預金と貸付）については、2008年の前と後で対照的な変化があったことである。2008年以前の大規模な資本輸出は、その他投資によってもたらされていた。一転して、2008年以降は、2010年を除いてその他投資がマイナスであり、これが2008年以降の資本輸出の縮小の要因となっている。QE3以降のアメリカへの資本流入のイメージは、資本輸入の項目からだけでなく、この資本輸出のマイナスによっても、もたらされていた。

次に、資本輸出の地域別の内訳を検討する（図25、表2）。2008年より前では、資本輸出先としてはイギリスが安定して大きく、ユーロ圏、その他西半球（カリブ海）が続いていた。2008年以降は変動が大きい。2008年、2009年は対イギリス、対ユーロ圏、非EU欧州、その他西半球のマイナスが目立つ。2010年には、アジア太平洋が最大となり、2011年以降もアジア太平洋は安定して大きい。また2008年以降では、中南米が2009年30%台、2012年に50%程度と比率が大きかったことも注目される。この動きは、2010年以降の「通貨戦争」批判とも整合性がある。資本輸出の地域別の変動をまとめると、（1）2003-2014年を通してユーロ圏、イギリス、その他西半球が、プラス・マイナス双方で規模が大きいこと、またそれらの地域では変動が激しいこと、（2）2008年以降にアジア太平洋向け投資が拡大していること、などが注目される。アジア太平洋については、TPPなどオバマ政権のアジア重視の経済政策とも整合性がある。

## （2）資本輸入

まず、資本輸入の総額について見る。資本輸入総額の変化も資本輸出と同様に、第1期2003-2007年、第2期2008-2009年、第3期2010-2014年の3つの時期に分けることができる。資本輸入の総額は、第1期が年平均約1兆6000億ドル、第2期が同じく約4000億ドル、第3期が同じく約1兆ドルである。

次に上記の総額の変化をもたらし投資形態の内容を検討する（表3、図26）。表3よ



り、投資形態としては、第1期から第3期を通して債券投資が最大だったことが分かる。図26からは、金額でみた場合の変動として、2003年から2014年を通して直接投資と株式投資はほぼ安定していることがまず分かる。ただし、株式投資は2013年にマイナスとなっている。図26の金額で、3つの時期を比べて変動が大きいのは、債券投資、通貨・預金、貸付である。債券投資は、第1期の年平均が約7900億ドル、第2期が約2700億ドル、第3期が約4900億ドルであった。通貨・預金と貸付は合計で見ると、第1期の年平均が約4900億ドル、第2期が約マイナス3000億ドル、第3期が約1500億ドルであった。

このように、2003-2014年を通して債券投資が最も重要だったのだが、債券投資の内訳はBEA (Bureau of Economic Analysis) データでは明らかではない。しかし、TIC (Treasury International Capital System) データによって情報を補うことができる (図27)。債券は、米国債、政府機関債、社債に分けられる。第1期は、社債が最大項目であったが、第2期、第3期は、社債投資額はマイナスとなった。第1期の社債投資の多くがサブプライム関連債券向けであったことは第2節で述べた通りである。第2期・第3期は米国債が最大項目となった。米国債は、第2期世の界金融危機の中で唯一投資総額が増加した債券でもあった。米国債投資増加には、アメリカの財政赤字による国債増加によって供給が増加した面と、危機の中での安全資産への逃避によって需要が増加した面の2側面があったと考えられる。政府機関債は、社債と同様、第1期から第2期にかけて大きく規模を縮小させた。これは発行主体であるファニーメイなどが、リーマンショックに先駆けて2008年7月に経営破綻した影響が大きいと考えられる (菅原[2008])。ただし、政府機関債は社債とは異なり、量的緩和政策 (QE1 と QE3) の中で買取対象債券となった。そのため、第3期にはわずかではあるが、投資額が増加している。その他投資の中では、通貨・預金は第1期と第3期で規模が比較的近いが、貸付は第1期と第3期で大きく異なっている。第1期には、貸付は直接投資や株式投資よりも大きかったが、第3期には他項目よりも小さくなっている。第1期には、アメリカ内の投資主体 (米系、海外系の双方が考えられる) が海外からの借入を元にレバレッジを効かせてさらに投資していた様子が見えが、第3期にはそのような行動が見られなくなった。

今度は、投資総額の変化を、投資元の国・地域別の観点から検討する (図28、表4)。表4にもとづいて対米投資が大きかった地域を第5位まで順番に並べると、第1期は、イギリス、その他西半球 (カリブ海)、ユーロ圏、中国、日本である。第2期は、中国、日本、カナダ、中東、非EU欧州となり、カナダを除く環大西洋諸地域の縮小が著しい。逆に世界金融危機時の中国の対米投資額は突出している。第3期は、ユーロ圏、イギリス、日本、カナダ、非EU欧州で、ユーロ圏の回復と中国の後退が目につく。中東については直接の投資規模は他地域と比べて小さいものの、第2期以降金額を増やしており、これは他地域の国際金融センターを介さない投資を増やしたと解することができ注目される。

### (3) 米国債への投資

ここで項を改めて、上記(2)でも見たように債券投資の中でも特に重要な米国債に対する地域別の投資額について分析する。米国債は、上記(2)の図26、表3のように量的に重要なことに加えて、「ブレトンウッズ2」などの非収益的な動機による対米投資の可能性を検討する上でも中心になる投資形態である。

まず、TIC データによって第1期から第3期までのそれぞれで、年平均100億ドル以上の対米国債投資を行った地域を金額順に示す(表5)。第1期は、イギリス、日本、中国、ブラジル、カリブ海、カナダが、第2期は、イギリス、中国、日本の3カ国のみが、3期は、イギリス、日本、中国、フランス、カナダ、ブラジル、スイスが、それぞれ米国債を大きく買っている。

ただし、上記はフローのデータであり、TIC が別に提供している保有残高(ストック)のデータと比較するとさらに興味深い点が浮かび上がる(表6)。保有残高の2014年の上位国・地域は、上から中国、日本、ベルギー、産油国、カリブ海である。興味深い点は、2010年から2014年のフローでは大きく米国債を売っているベルギーが第3位に、比較的小規模の購入に留まっている産油国とカリブ海がそれぞれ第4位と第5位となっていること、さらには同期間にフローで突出して大規模な米国債購入を行っているイギリスが9位に留まっていることである。論点を明瞭にするために2014年の保有残高から2010年のそれを差し引いて変化額を示すと、ベルギーがプラス3200億ドル、産油国がプラス640億ドル、カリブ海がプラス920億ドルであり、イギリスはマイナス220億ドルになっている。

まず、ベルギーの増加については、中国がベルギーにある証券売買の国際決済機構ユーロクリアを利用して、ベルギーを米国債の保管場所に行っていることが指摘されている(『日本経済新聞』2014年4月23日電子版)。これによって、中国の外貨準備の変動とベルギーの米国債保有額の変動が説明できるとされている。

また、産油国とイギリスについては、それぞれのフローとストック変化額の差額が、産油国がイギリス経由で購入している米国債の一部が数字として表れていると考えられる<sup>23</sup>。カリブ海についてもベルギーと同様、中国や産油国の米国債が保管されている可能性が考えられる。これらの可能性にもし妥当性があるとしたら、イギリス、カリブ海、ベルギーといった環大西洋圏の国際金融センターの大幅な米国債保有は、実際には、中国や産油国、あるいは日本といった「ブレトンウッズ2」の国・地域の米国債購入の一部を示すものであり、それら「ブレトンウッズ2」諸国の米国債選好が継続していることをさらに強く裏付けることになるだろう。

最後に、米国債の全体としての海外保有比率について見て、本節を終える(図29)。米国債の流通残高に占める海外保有比率は、2001年の約30%から2008年の約49%まで継続的な上昇を示した。この点も当時、経常収支赤字の継続的ファイナンスに懸念をもたらした点であった。他方で2008年から2014年は、米国債の海外保有比率は、47-48%程度

<sup>23</sup> 産油国とイギリスの関係については、菅原[2013]も参照されたい。

で安定している。しかし、米国債残高は世界金融危機対策の大規模財政支出に伴う財政赤字拡大があったため、2008年の約5兆8000億ドルから2014年の約12兆7800億ドルまで倍以上に増加している。そこで国債残高の増加分について見ると、2008—2014年の国債増加分に占める海外保有の比率は約49.7%であった。したがって、世界金融危機以降も、海外からの米国債への安定的な投資は継続しており、アメリカの経常収支と資本輸出のファイナンス、および財政赤字のファイナンスに貢献している。

おわりに

本稿の分析結果は、すでに「はじめに」で要約的に示されているので、ここではそれを繰り返すことはしない。ここでは、本稿の分析結果の含意として、対外金融関係からみたオバマ政権の経済政策の評価への展望について触れたい。

本稿で示したように、世界金融危機以前との大きな違いとして、オバマ政権期には、アメリカの経常収支赤字の持続可能性問題は消滅し、ドルは安定した基軸通貨としての地位を確保している。その結果として、特にQE3以降は、世界の資本移動や資産価格におけるアメリカの金融政策の影響力が大きく増したように見える（この最後の点は、本稿で分析したわけではないので印象論であり、実証的な分析は今後の課題である）。

本稿第2節(3)におけるISバランス論の観点からすると、2009年から2012年までは、図8に見られるように民間部門の貯蓄増加が、経常収支赤字縮小とドルの地位の安定化の最大の要因であった。しかし、第2節(3)は、輸入と消費に焦点を当てていたため触れることができなかったが、これも図8にあるように、2009年から2014年までの政府部門の借入額の縮小もまた大きな出来事であった。2009年から2014年には、民間貯蓄額は縮小していったものの、政府部門の借入も縮小していったために、2013年・2014年は、ネットの貸借がGDP比3%以内に収まっている（図8）。それによって経常収支赤字の対GDP比も3%以内となり（図1）、ドルの地位の安定ももたらされた。

オバマ政権期のアメリカの財政政策の特徴は、ひとつは、リーマンショックに対処するための2009年の財政赤字の急拡大であるが、もうひとつは、2009年から2014年までの財政赤字の縮小傾向である（図8）。オバマ政権期の政府と議会共和党との対立は、「決められない政治」と評され、「財政の崖」問題はその象徴であった<sup>24</sup>。「財政の崖」問題とそれに伴う、2012年、2013年の強制的・機械的な政府支出削減は、財政支出の質的面では内政・外交ともにさまざまなネガティブなインパクトをもたらし、それらがオバマ政権への低評価につながった<sup>25</sup>。しかし、「財政の崖」問題は、マクロ指標としては財政赤字を縮小させ、

<sup>24</sup> 「決められない政治」については、藤木[2015]を参照した。

<sup>25</sup> オバマ政権期のアメリカ財政政策についての詳細は、河音[2016]を参照されたい。「財政の崖」については、Sakade and Kawasaki[2012]も参照した。オバマ政権の外交政策への評価については、藤木[2016]を参照されたい。オバマへの批判については、竹森[2014]も参照した。

このマクロ指標の変化が対外金融関係では大きく効いた<sup>26</sup>。IS バランスの改善と経常収支赤字の縮小をもたらした、ドルの地位を安定化させたためである。

財政赤字削減をもたらした政治的要因については今後も研究が続くと考えられるが<sup>27</sup>、結果だけからみると、オバマ政権期のアメリカは、G.W.ブッシュ政権期とは対照的に、基軸通貨の「N-1」問題が指摘する N 番目の国（基軸通貨国）としての責任を果たす緊縮的なマクロ経済「政策」を採ったといえる。ただし、政策という観点からすると、対外金融関係は、国内向けの財政政策・金融政策というマクロ経済政策の変化によって結果的に変化するという点は、G.W.ブッシュ政権期の分析結果と同じであった（菅原[2008]）<sup>28</sup>。

財政引き締め、金融緩和というマクロ経済政策のミックスは、表面的には第一期クリントン政権の後期と類似している（ブランシャール[1999]）。ブランシャールはこのクリントン政権期の政策ミックスを高く評価している。しかし、当然ながら、ブランシャールが言った（金利引き下げを意味する）「金融緩和」と、オバマ政権期の「金融緩和」では意味合いが大きく異なる。また、オバマ政権はフローでは財政赤字を縮小させていったが、ストックでみると、2014年の政府債務は対 GDP 比で 104.8%に達しており、G.W.ブッシュ政権期よりも大きく悪化したままであり、この点は注意が必要である（図 30）。ただし、政府債務の増大は、オバマ政権がもたらしたというよりはリーマンショックがもたらしたというべきであろう<sup>29</sup>。

---

<sup>26</sup> 「決められない政治」であったがゆえに財政赤字削減が進んだという興味深い指摘は、安井[2014]がおこなった。

<sup>27</sup> オバマ大統領自身も、就任当初は財政赤字を対 GDP 比 3%以下にするという目標を示していた（ウッドワード[2013: p.51]）。ガイトナー財務長官（当時）も同じく財政赤字を対 GDP 比 3%まで減らす必要があると主張していた（ウッドワード[2013: p.159]）。オバマによるアフガニスタン、イラクからの撤兵も財政赤字削減への効果を持っていたと考えられる。そのため、財政赤字削減の原因は、結局、議会共和党ないし議会共和党とティー・パーティーの意向に帰することができるのか、それとも、オバマ大統領ないしオバマ政権の意向も作用していたのかが論点になると考えられる。

<sup>28</sup> しかし、本稿第3節（2）で分析したような、「QE2 までの金融緩和→為替レート低下→企業収益上昇→株価上昇」という経路を重く見た上で、かつ金融緩和がこの経路を見越した政策だったとみなすとしたら、アメリカも対外金融の影響を受け、対外経済関係をターゲットとした金融政策を採ることがある、ということになる（菅原[2012b]も参照されたい）。この点は今後の検討課題である。また、クラウドディング・アウトが生じる経済だとしたら、財政赤字削減は長期金利低下の効果を持ち、この時金融緩和政策も採られれば金利は一層低下することになり、上記の「金融緩和→資本流出→為替レート低下」の程度は一層大きくなる可能性もあるが、米国債の国際的需要との兼ね合いもあり、この点も今後の検討課題である。

<sup>29</sup> しかし、リーマンショック後の大規模な政府支出が、結局、銀行救済に向けられただけだったのではないかと、という多くのアメリカ国民の批判は存在すると考えられる。この点の政治へのネガティブな影響として、ひとつは、政府支出自体への批判がティー・パーティー運動をもたらした、さらには「決められない政治」につながった、という経路が考えられる。もうひとつは、既存政治全体への不信につながり、2016年度大統領候補選挙に影響を与えたという経路が考えられる。次のマイケル・ルイス『世紀の空売り』からの引用に

## 参考文献

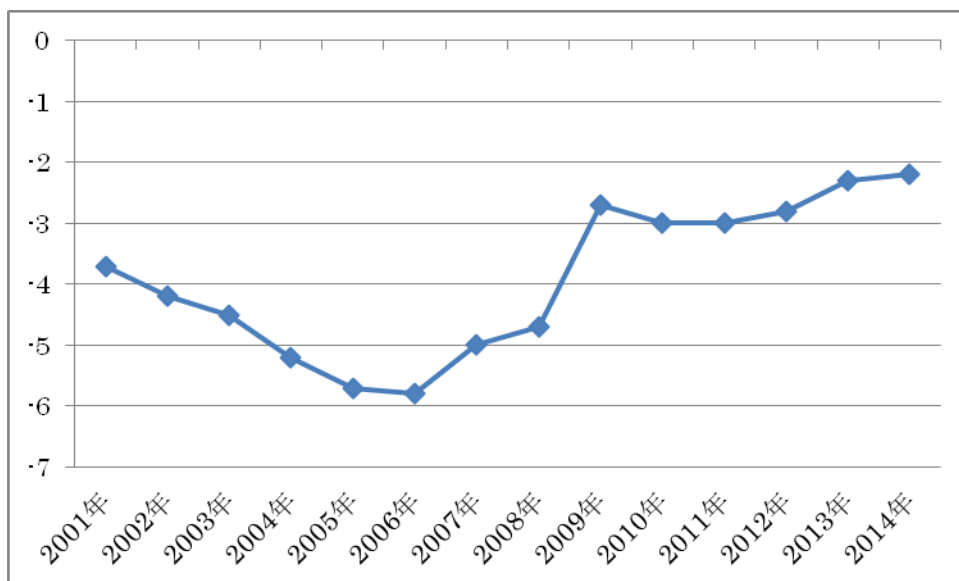
- 岩田健治[2009]「なぜヨーロッパで危機が顕在化したのか？—EUの金融機関と規制監督を巡る諸問題」『世界経済評論』3月号。
- ウッドワード、ボブ（伏見威蕃訳）[2013]『政治の代償』日本経済新聞社
- 小野亮・安井明彦[2013]『やっぱりアメリカ経済を学びなさい 世界経済はアメリカを中心に動く』東洋経済新報社。
- ガイトナー、ティモシー・F.（伏見威蕃訳）[2015]『ガイトナー回顧録 金融危機の真相』日本経済新聞出版社。
- 上川孝夫[2016]『国際金融史—国際金本位制から世界金融危機まで』日本経済評論社。
- 河音琢郎[2016]「財政政策—予算統制法下での政権、議会共和党対立の構造」藤木剛康・河音琢郎編『オバマ政権の経済政策』ミネルヴァ書房（近刊）、所収。
- 河音琢郎・藤木剛康編[2008]『G・W・ブッシュ政権の経済政策』ミネルヴァ書房。
- 斉藤美彦[2014]『イングランド銀行の金融政策』きんざい
- 菅原歩[2008]「対外金融政策—資本流入の持続可能性」河音琢郎・藤木剛康編『G・W・ブッシュ政権の経済政策』ミネルヴァ書房、所収。
- 菅原歩[2012a]「対外経済関係—世界金融危機はどのようにひろまったのか」藤木剛康編『アメリカ政治経済論』ミネルヴァ書房、所収。
- 菅原歩[2012b]「対外経済政策—世界金融危機にどのように対応したのか」藤木剛康編『アメリカ政治経済論』ミネルヴァ書房、所収。
- 菅原歩[2013]「ユーロ危機とイギリス—通貨統合不参加の背景と影響」矢後和彦編『システム危機の歴史的位相 ユーロとドルの危機が問いかけるもの』蒼天社出版
- 菅原歩[2014]「IMFとカナダ—変動相場制から固定相場制へ」伊藤正直・浅井良夫編『戦後IMF史 創生と変容』名古屋大学出版会、所収。
- 菅原歩・河崎信樹[2016]「対外経済構造と国際金融政策」藤木剛康・河音琢郎編『オバマ政権の経済政策』ミネルヴァ書房（近刊）、所収。
- ステイル、ベン[2014]「米金融政策の国際的衝撃—量的緩和縮小と新興国経済」『フォーリン・アフェアーズ・レポート』No.8。
- 竹森俊平[2013]『通貨「円」の謎』文春新書。
- 竹森俊平[2014]『世界経済危機は終わった』日本経済新聞出版社。

---

見られるような感覚を、どの程度の数のアメリカ国民が持っていたのか、いるのか、ということは政治と金融の関係を考える上では大変興味深い。「そのころには、ウォール街の債券トレーダーたちが過去数年間にわたって貯め込んだ不良債権を処理するのに、七千億ドルでは足りないことが明らかになった。…2009年前半までには一兆ドル超の失敗した投資に関わるリスクと損失が、すでにウォール街の大手投資銀行からアメリカの納税者に転嫁されていた」（p.444）。『われわれの民主主義には、本質的に姑息なところがあると思うんです。国民は、国のシステムに何か八百長めいたものを感じていて、それはあながち邪推とは言いきれません』（p.414）。

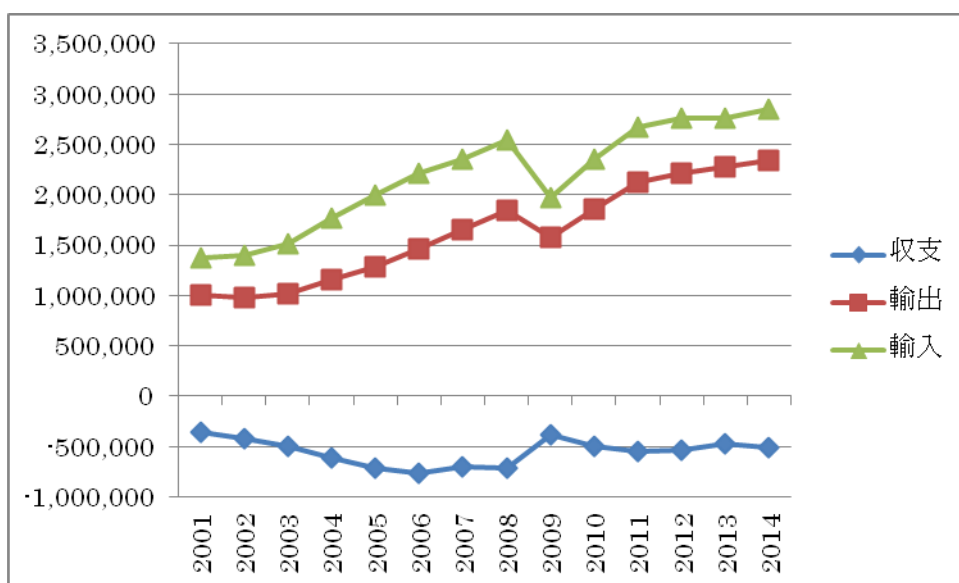
- 田中素香[2010]「ヨーロッパの金融危機とユーロ」馬田啓一・木村福成・田中素香編『検証・金融危機と世界経済—危機後の課題と展望』勁草書房。
- 日本経済新聞社編[2015]『中国バブル崩壊』日経プレミアシリーズ。
- 藤井彰夫[2011]『G20 先進国・新興国のパワーゲーム』日本経済新聞出版社。
- 藤井彰夫[2013]『イエレンのFRB 世界同時緩和の次を読む』日本経済新聞出版社。
- 藤木剛康編[2012]『アメリカ政治経済論』ミネルヴァ書房。
- 藤木剛康[2015]「決められない政治—政策形成プロセスの変容と経済政策」(未刊行)
- 藤木剛康[2016]「オバマ政権の外交・安全保障政策—無極化する世界への先制的対応」藤木剛康・河音琢郎編『オバマ政権の経済政策』ミネルヴァ書房(近刊)、所収。
- 藤木剛康・河音琢郎編[2016]『オバマ政権の経済政策』ミネルヴァ書房(近刊)。
- ブランシャール、オリヴィエ(鴫田忠彦・知野哲郎・中泉真樹・渡辺慎一訳)[1999]『マクロ経済学(上)』東洋経済新報社
- 安井明彦[2014]「米国における財政健全化」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャルレビュー』平成26年第4号(通算120号)
- ルイス、マイケル(東江一紀訳)[2013]『世紀の空売り 世界経済の破綻に賭けた男たち』文春文庫
- Mann, C. L.[2003], "How Long Strong Dollar?", C. F. Bergsten and J. Williamson, eds., *Dollar Overvaluation and the World Economy*, Institution for International Economics.
- Obstfeld, Maurice[2012], "Does the Current Account Still Matter?", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 102(3).
- Sakade, Takeshi and Kawasaki, Nobuki[2012], "Restrained Empire? The Fiscal Cliff and the US Rebalancing Strategy, January 2011-May 2013", *Kyoto Economic Review*, 81(2)

図1 アメリカの経常収支赤字（対 GDP 比） 単位：%



出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

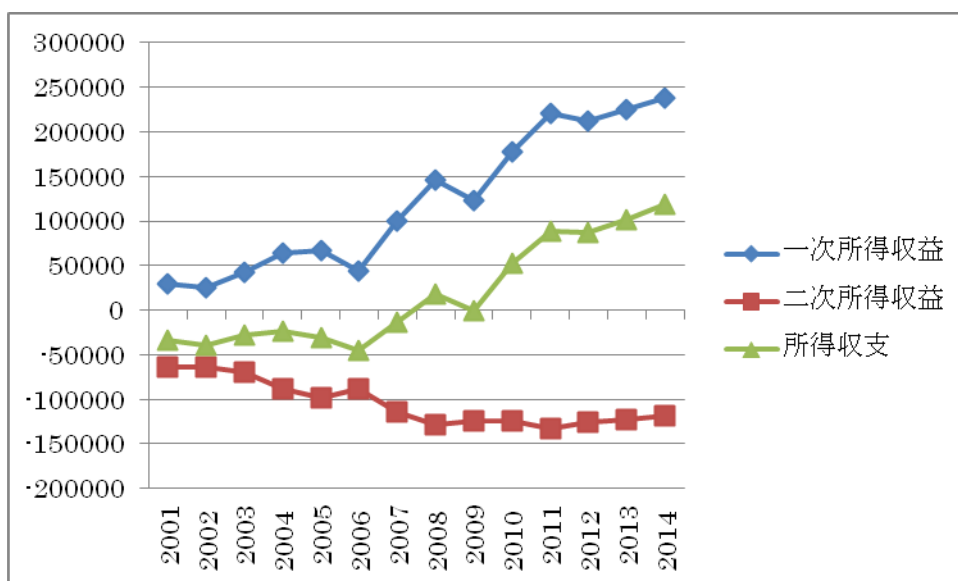
図2 アメリカの貿易収支 単位：100 万ドル



出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

図3 アメリカの所得収支

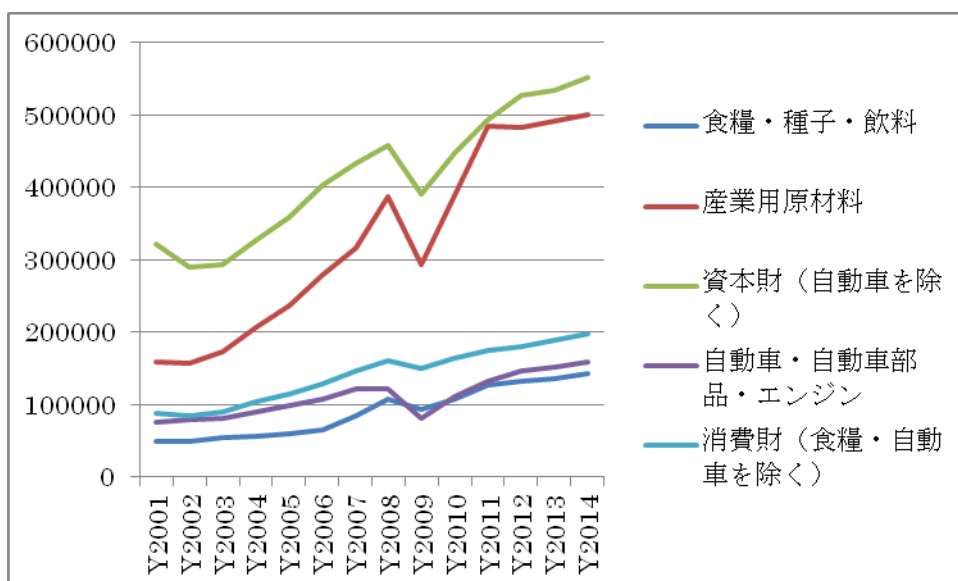
単位：100 万ドル



出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

図4 アメリカの財輸出：財別

単位：100 万ドル

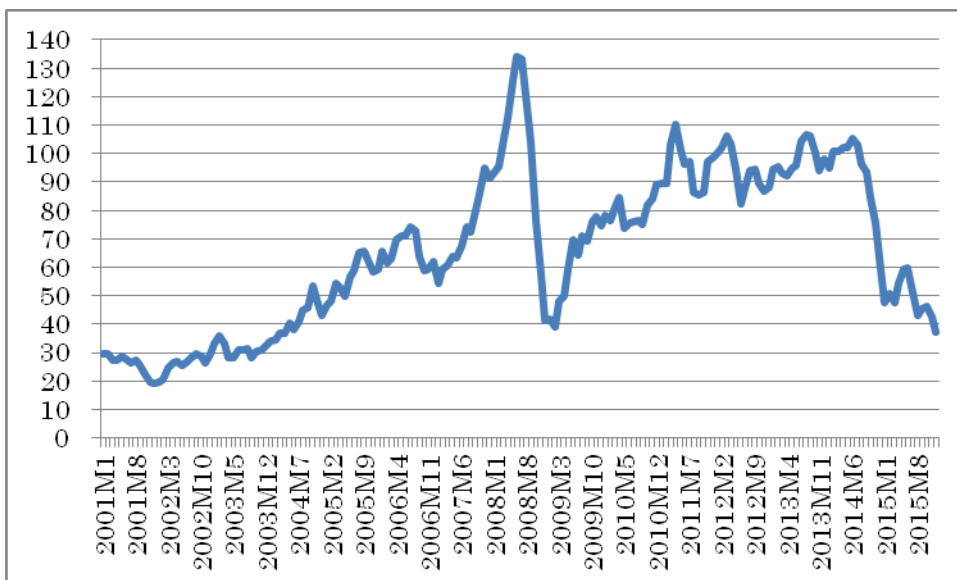


出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。



図5 石油価格（月次）：2015年12月まで

単位：ドル

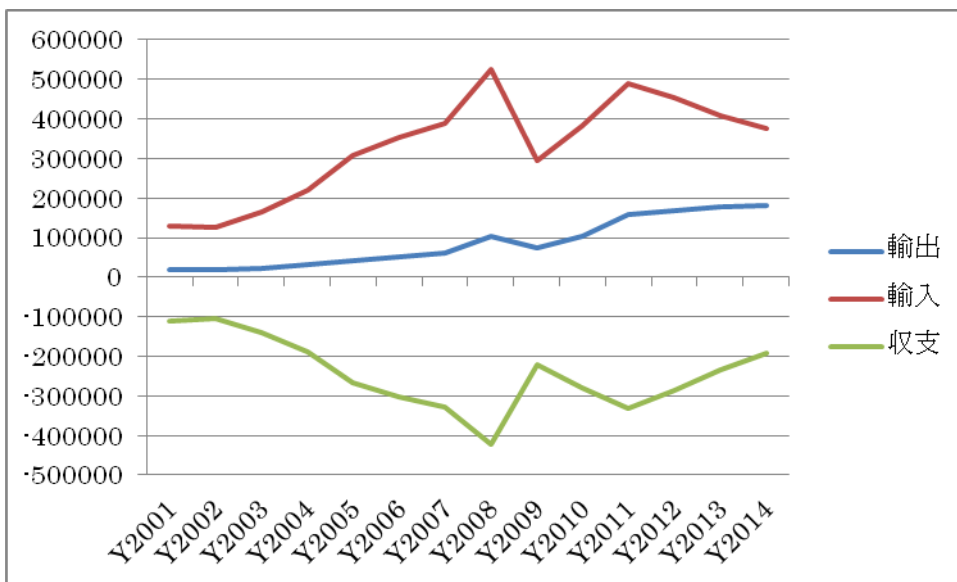


出所：IMF Website, IMF Primary Commodity Prices のデータより作成。

注：WTI 価格。

図6 エネルギー関連財貿易収支

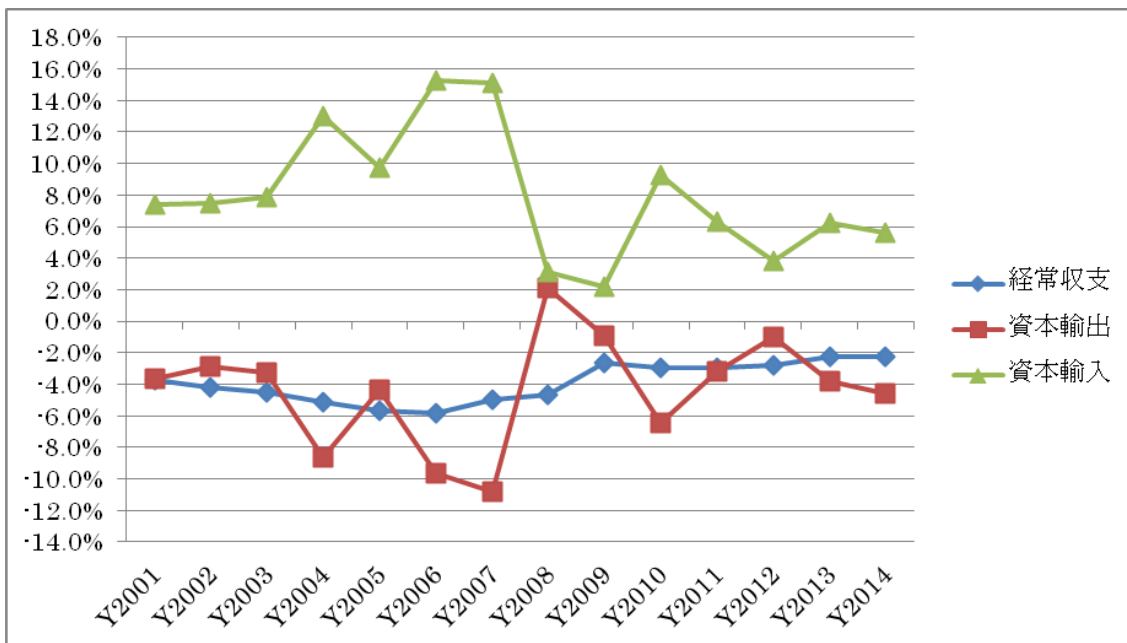
単位：100 万ドル



出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

図7 アメリカの資本輸出、資本輸入、経常収支（対 GDP 比）

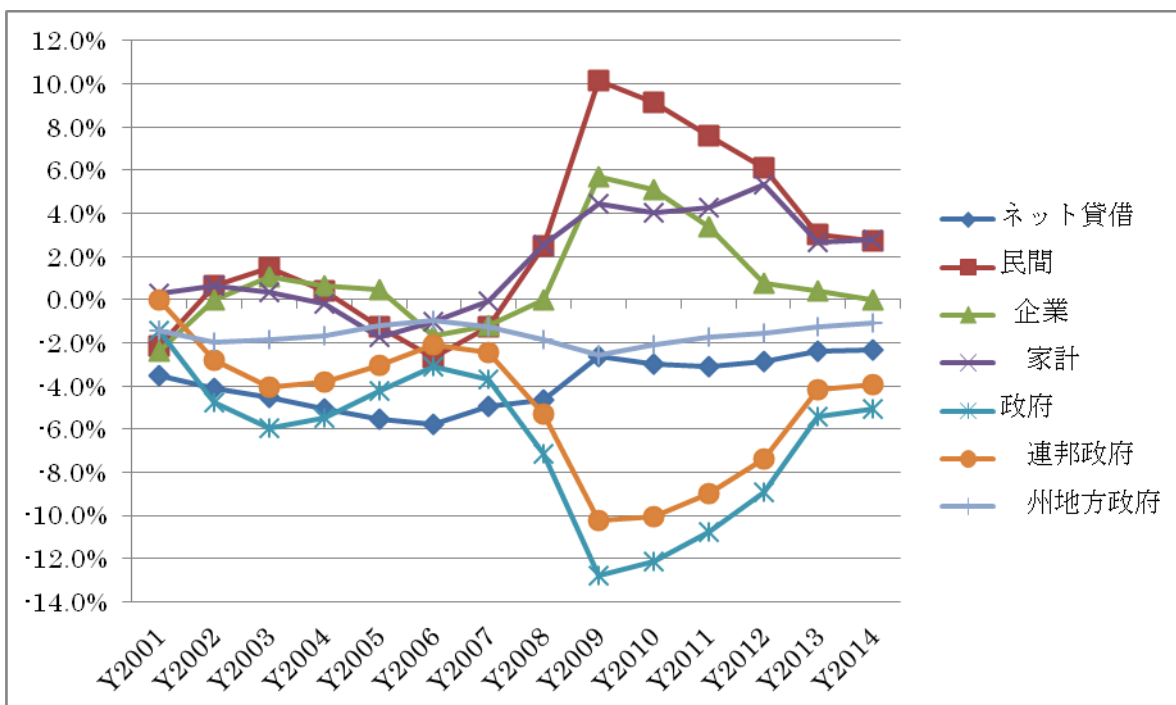
単位：%



出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

図8 経済主体別の貯蓄と借入（対 GDP 比）

単位：%

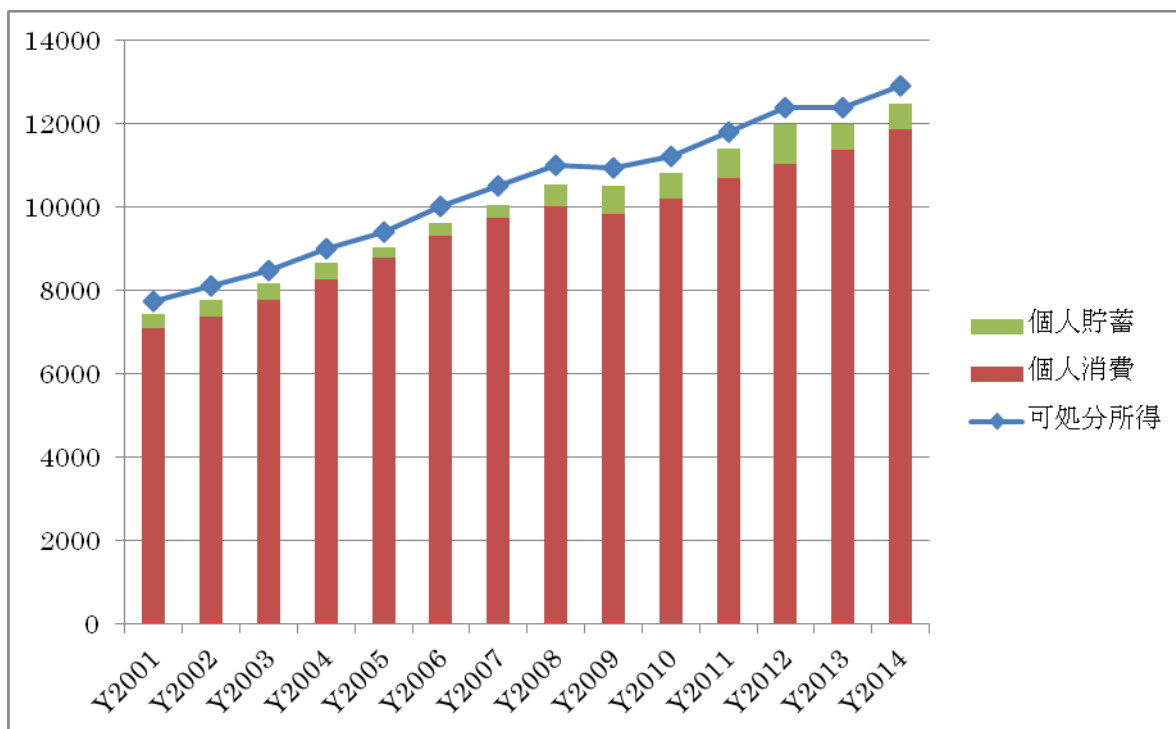


出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

注：民間部門の数字は、「家計+ビジネス」。ネット貸借がアメリカ全体の資金過不足。

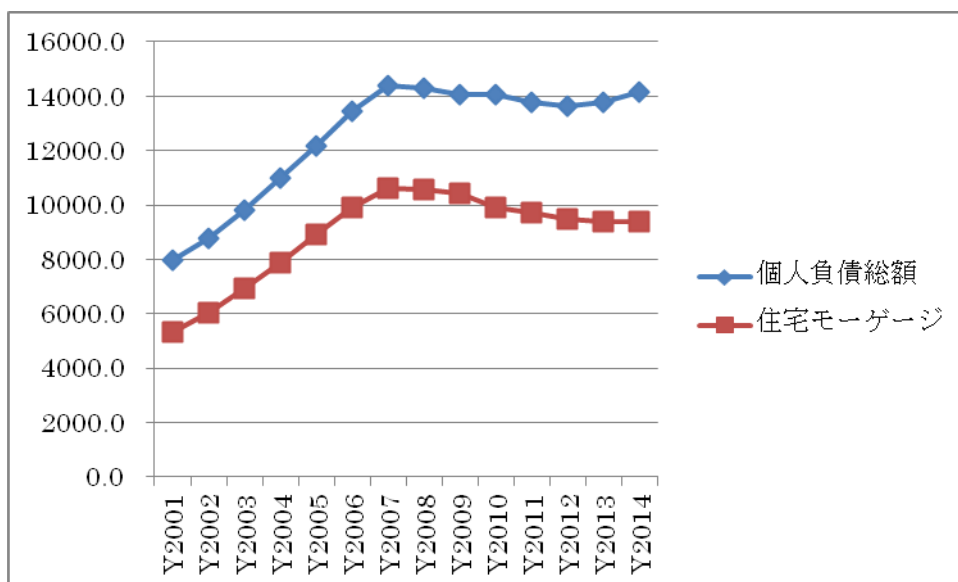
図9 個人可処分所得、個人消費、個人貯蓄

単位：100 万ドル



出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

図10 個人負債総額と住宅ローン負債 単位：100 万ドル

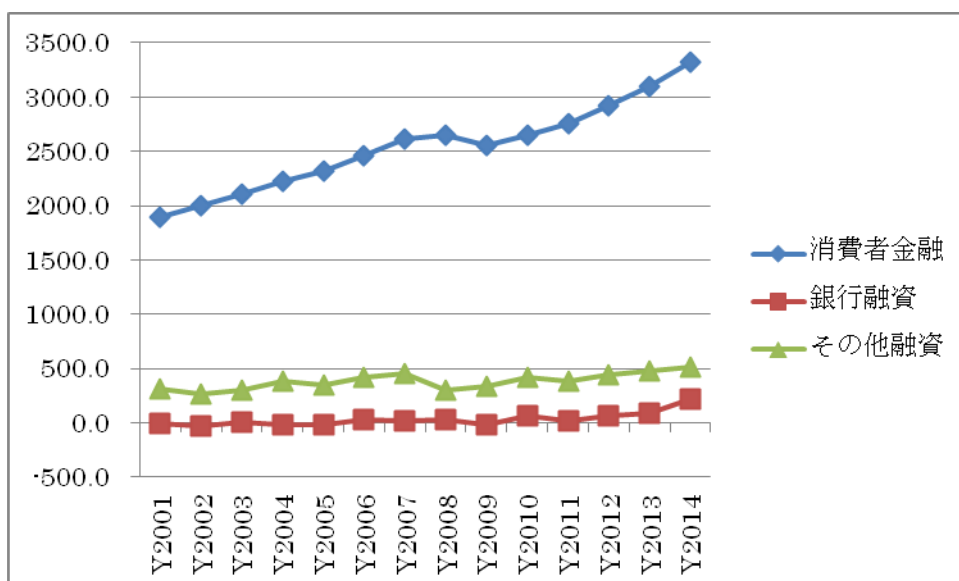


出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

注：住宅ローンは個人負債総額の内数。

図1 1 個人負債残高における各負債項目

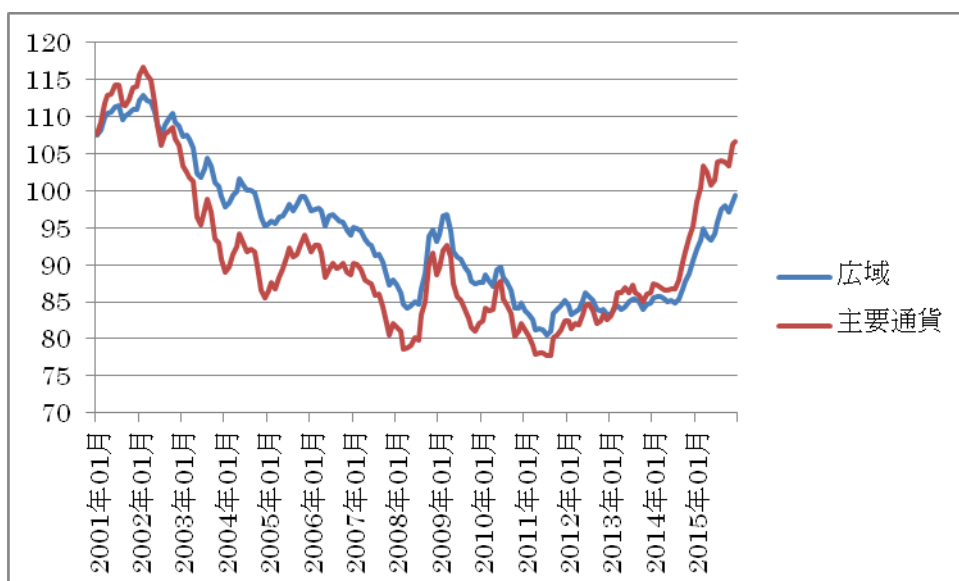
単位：100 万ドル



出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

図1 2 ドルの実質実効為替レート指数（月次）

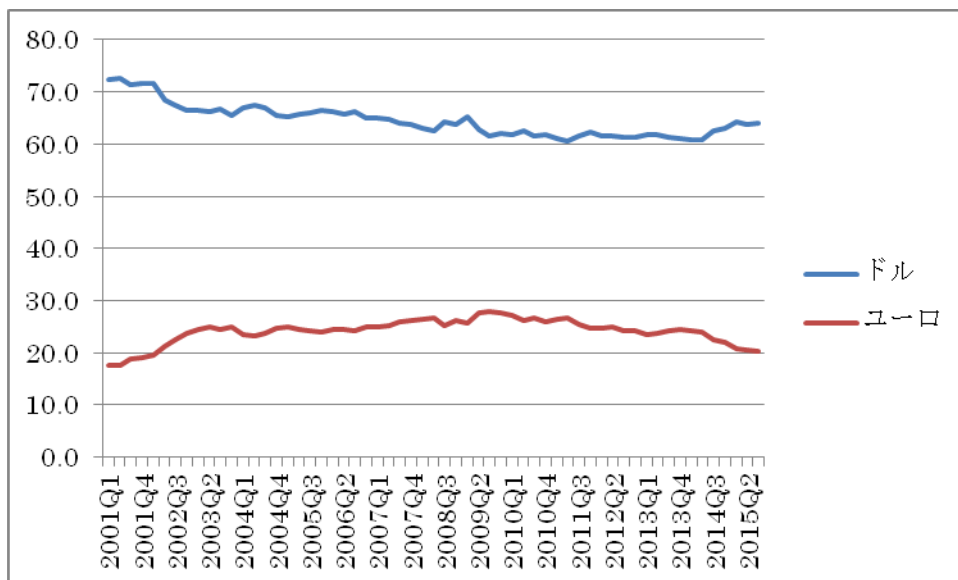
1973年1月=100



出所：Board of Governors of the Federal Reserve System, Website のデータにより作成。

図13 準備通貨のシェア：四半期（2001年第1四半期～2015年第3四半期）

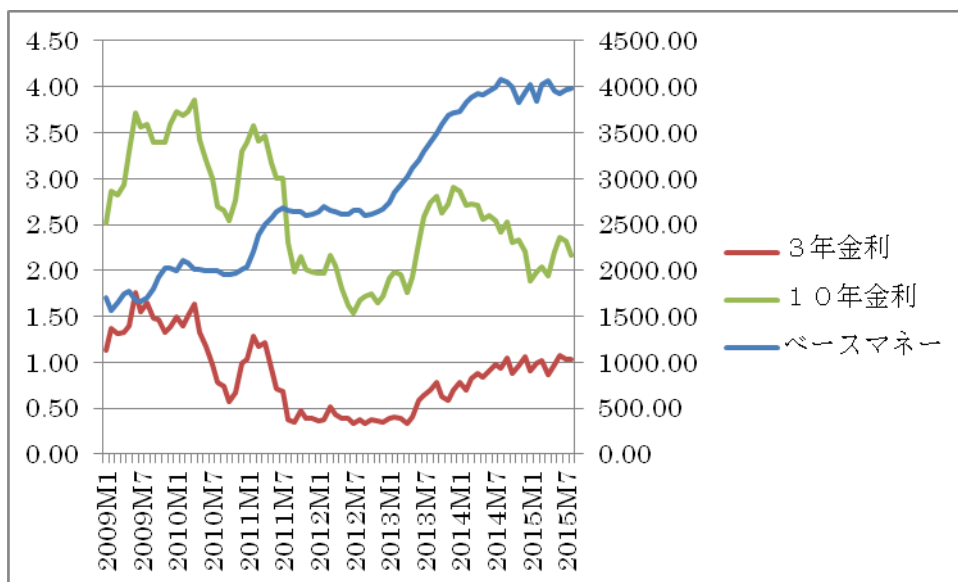
単位：%



出所：IMF, Website のデータより作成。

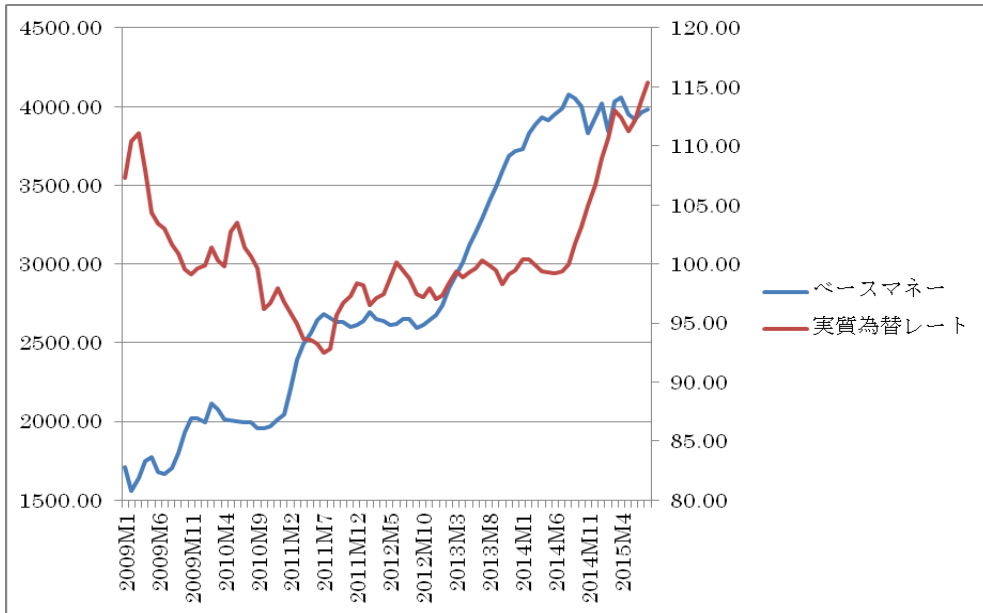
図14 ベースマネーと長期金利：月次（2009年1月～2015年8月）

単位：左軸（金利）は%、右軸（ベースマネー）は10億ドル



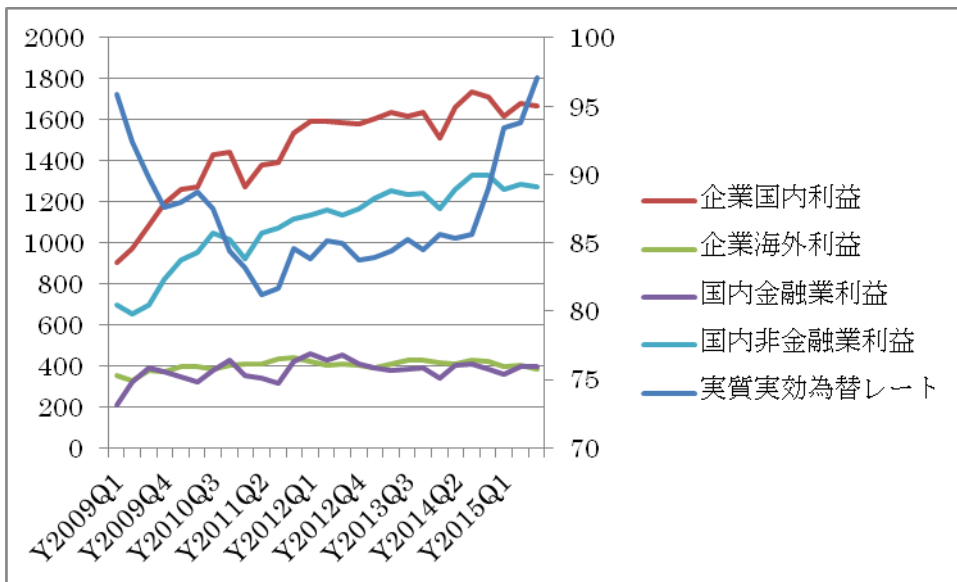
出所：IMF, International Financial Statistics, November 2015 のデータより作成。

図15 ベースマネーと為替レート：月次（2009年1月～2015年8月）



出所：IMF, International Financial Statistics, November 2015 のデータより作成。

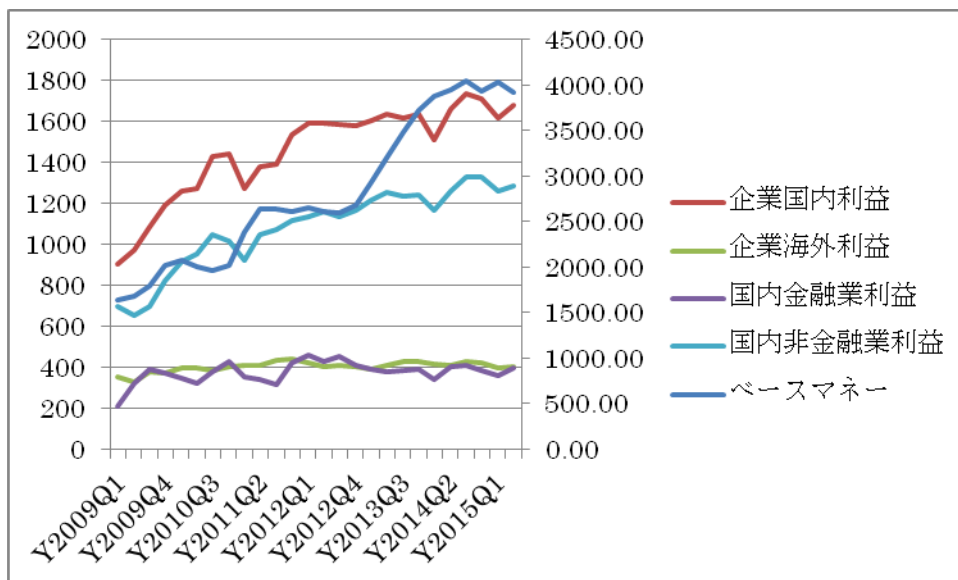
図16 為替レートと企業利益：四半期（2009年第1四半期～2015年第3四半期）  
 単位：左軸（各企業利益）は10億ドル、右軸（為替レート）は指数（1973年1月=100）



出所：各企業利益は、Bureau of Economic Analysis, Website より、為替レート（実質実効為替レート指数）は、Board of Governors of the Federal Reserve System, Website のデータにより作成。

図17 ベースマネーと企業利益四半期（2009年第1四半期～2015年第3四半期）

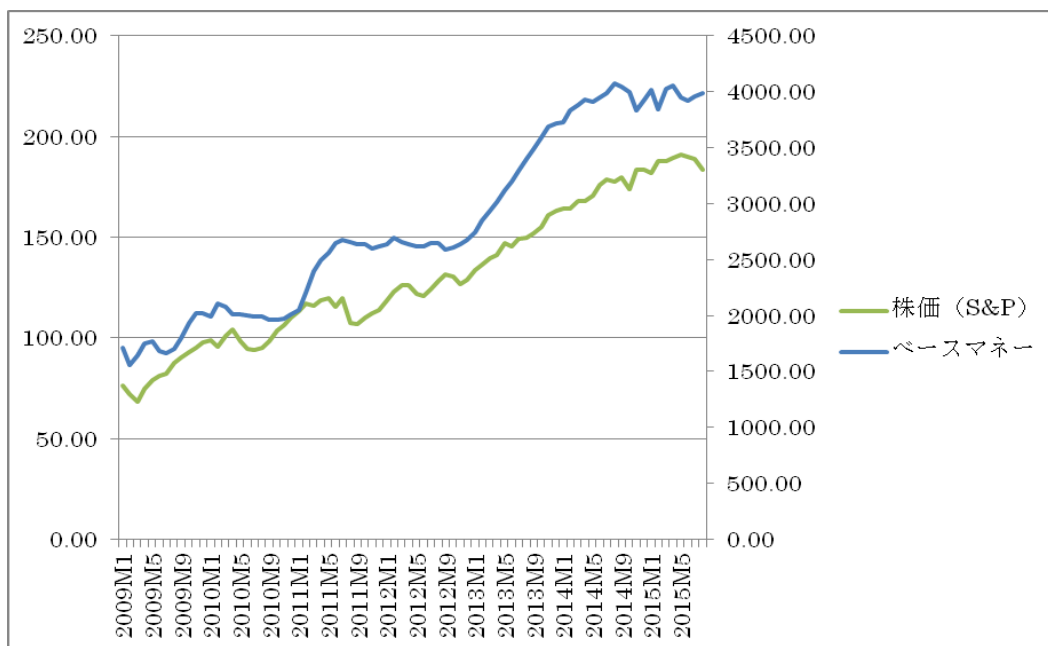
単位：左軸（各企業利益）は10億ドル、右軸（ベースマネー）も10億ドル



出所：各企業利益は、Bureau of Economic Analysis, Website より、ベースマネーは IMF, International Financial Statistics, November 2015 のデータより作成。

図18 ベースマネーと株価（S&P）：月次（2009年1月～2015年8月）

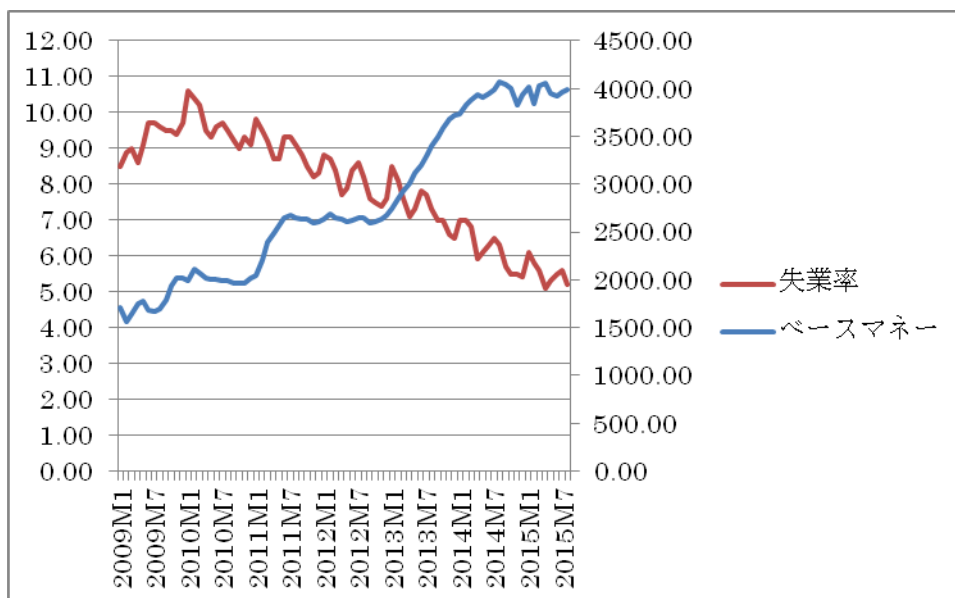
単位：左軸（株価）は指数（2010年平均＝100）、右軸（ベースマネー）は10億ドル



出所：IMF, International Financial Statistics, November 2015 のデータより作成。

図19 ベースマネーと失業率：月次月 2009年1月～2015年8月)

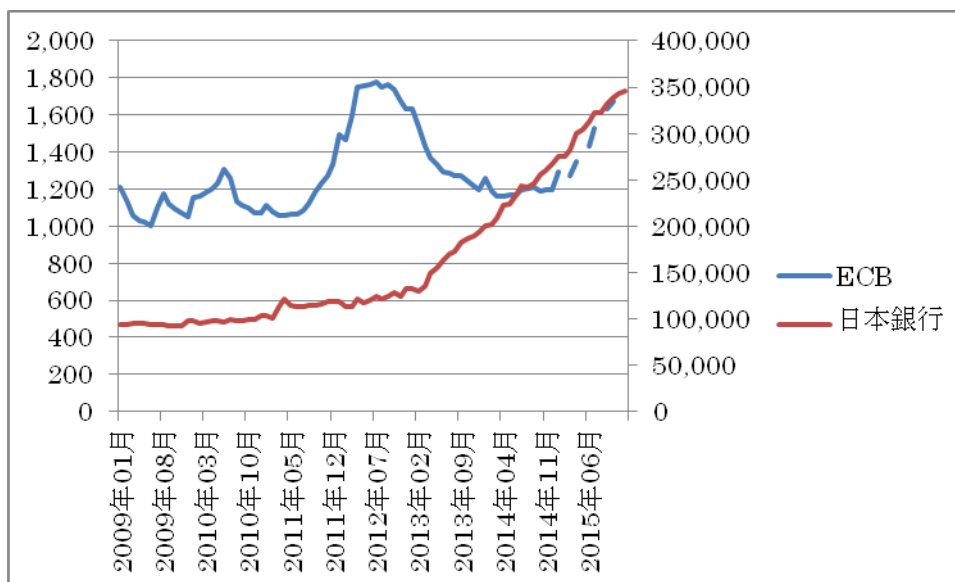
単位：左軸（失業率）は%、右軸（ベースマネー）は10億ドル



出所：IMF, International Financial Statistics, November 2015 のデータより作成。

図20 ECBと日本銀行のベースマネー：月次（2009年1月～2015年12月）

単位：左軸（ECB）は10億ユーロ、右軸（日本銀行）は10億円

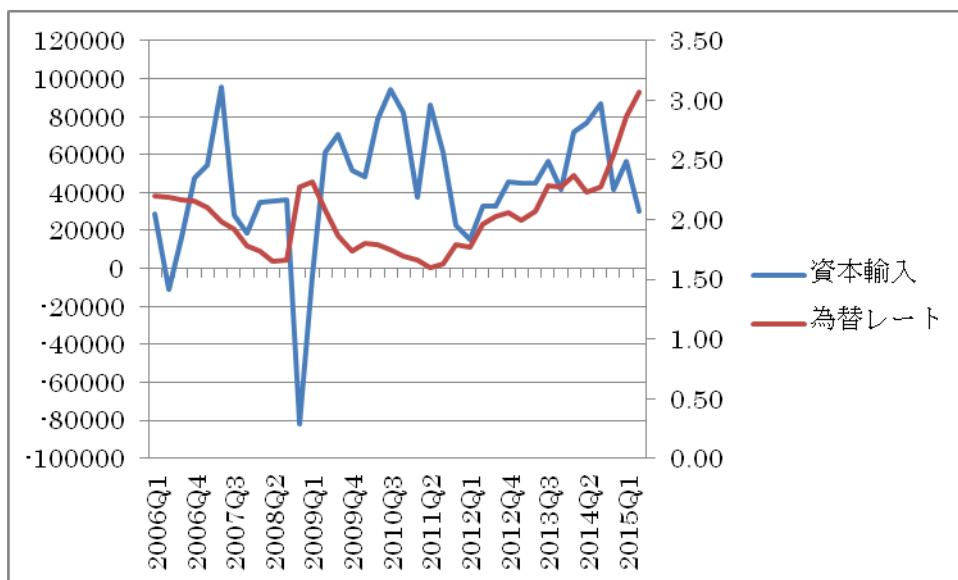


出所：ECB, 日本銀行の各 Website のデータより作成。



図 2 1 ブラジルの資本輸入と為替レート：四半期（2006 年第 1 四半期～2015 年第 2 四半期）

単位：左軸（資本輸入）は 100 万ドル、右軸（為替レート）はブラジル・リアル

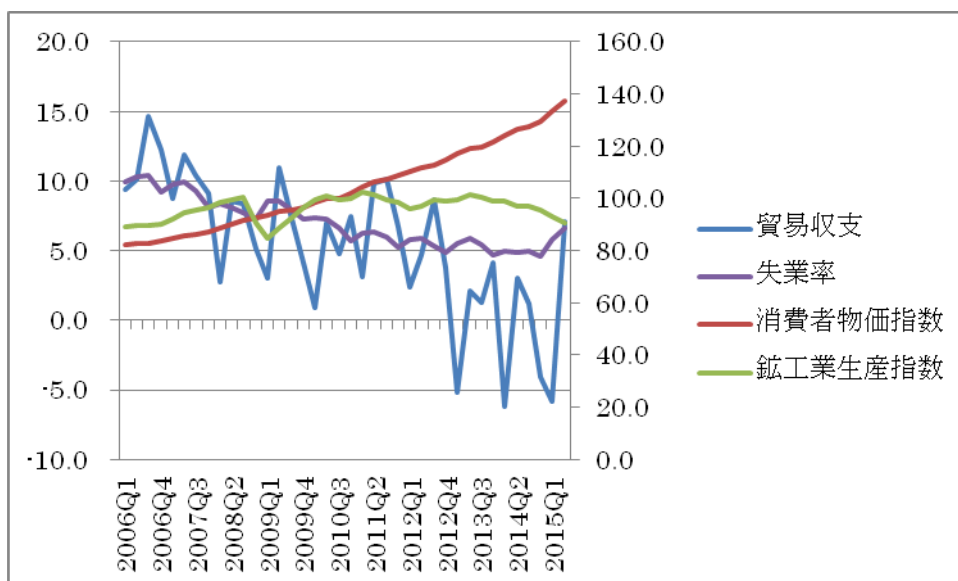


出所：IMF, International Financial Statistics, November 2015 のデータより作成。

注：為替レートは、1 ドル=リアル。

図 2 2 ブラジルの経済指標：四半期（2006 年第 1 四半期～2015 年第 2 四半期）

単位：左軸は 10 億ドル（貿易収支）と%（失業率）。右軸は 2010 年平均=100 の指数（消費者物価指数、鉱工業生産指数）。



出所：IMF, International Financial Statistics, November 2015 のデータより作成。

表1 アメリカの投資収益に占める各地域のシェア 単位：%

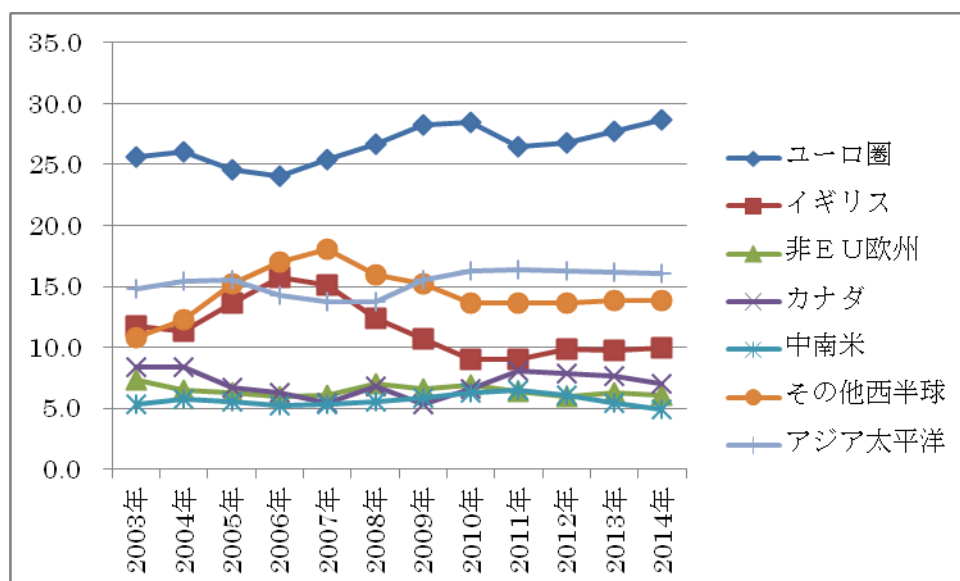
	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
ユーロ圏	25.6	26.0	24.6	24.1	25.4	26.7
イギリス	11.7	11.3	13.6	15.7	15.1	12.4
非EU欧州	7.3	6.5	6.3	6.0	6.1	7.0
カナダ	8.4	8.4	6.7	6.3	5.4	6.8
中南米	5.3	5.7	5.5	5.2	5.3	5.5
その他西半球	10.8	12.3	15.2	17.0	18.1	16.0
中国	0.8	1.0	0.9	1.0	1.0	1.2
日本	4.6	4.5	4.2	3.7	3.4	3.3
中東	1.2	1.4	1.3	1.2	1.3	1.4
アフリカ	1.8	1.3	1.2	1.3	1.0	1.3
アジア太平洋	14.8	15.4	15.5	14.3	13.7	13.7

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
ユーロ圏	28.3	28.5	26.5	26.8	27.7	28.7
イギリス	10.7	9.0	9.0	9.8	9.7	10.0
非EU欧州	6.6	6.9	6.4	6.0	6.3	6.1
カナダ	5.3	6.6	8.1	7.8	7.6	7.0
中南米	5.8	6.3	6.5	6.1	5.4	4.9
その他西半球	15.2	13.6	13.6	13.6	13.8	13.8
中国	1.5	1.6	1.5	1.1	1.6	1.7
日本	4.4	3.1	3.2	3.3	3.4	3.7
中東	1.2	1.7	2.4	2.4	2.3	2.2
アフリカ	1.1	1.3	1.5	1.4	1.3	1.0
アジア太平洋	15.5	16.3	16.4	16.3	16.2	16.1

出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

注：アジア太平洋は日本と中国を含む。

図 2 3 アメリカの投資収益に占める各地域のシェア 単位：%

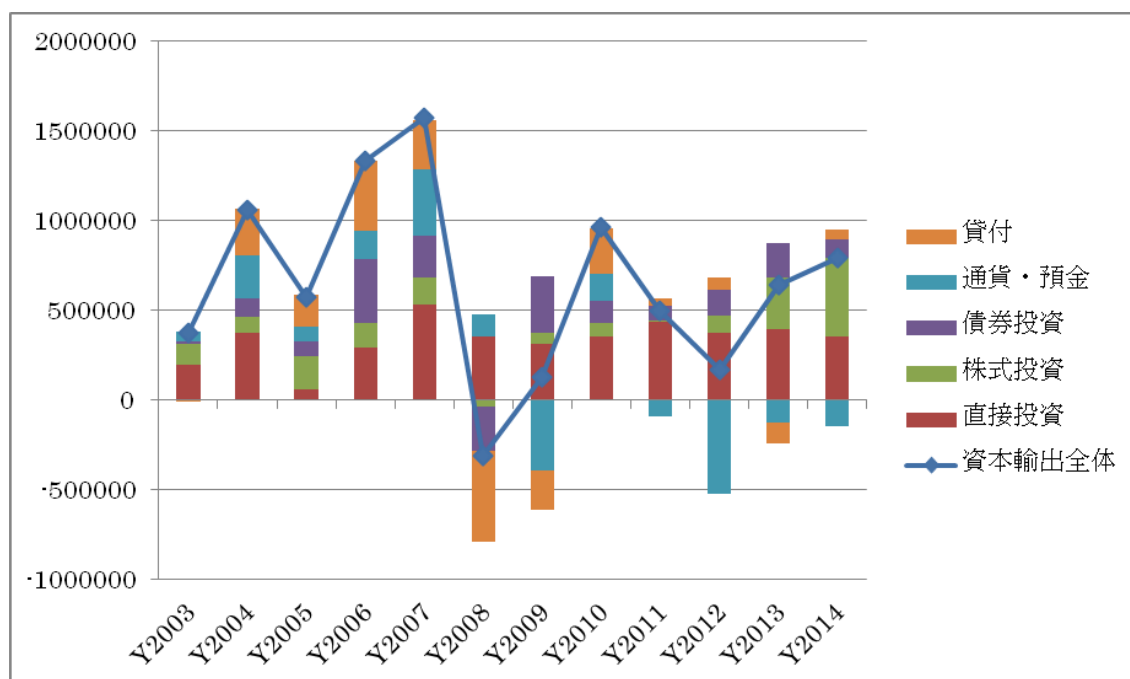


出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

注：表 1 よりシェアの大きい国・地域を取り出したもの。日本と中国はアジア太平洋に含まれる。

図 2 4 アメリカ資本輸出：投資形態

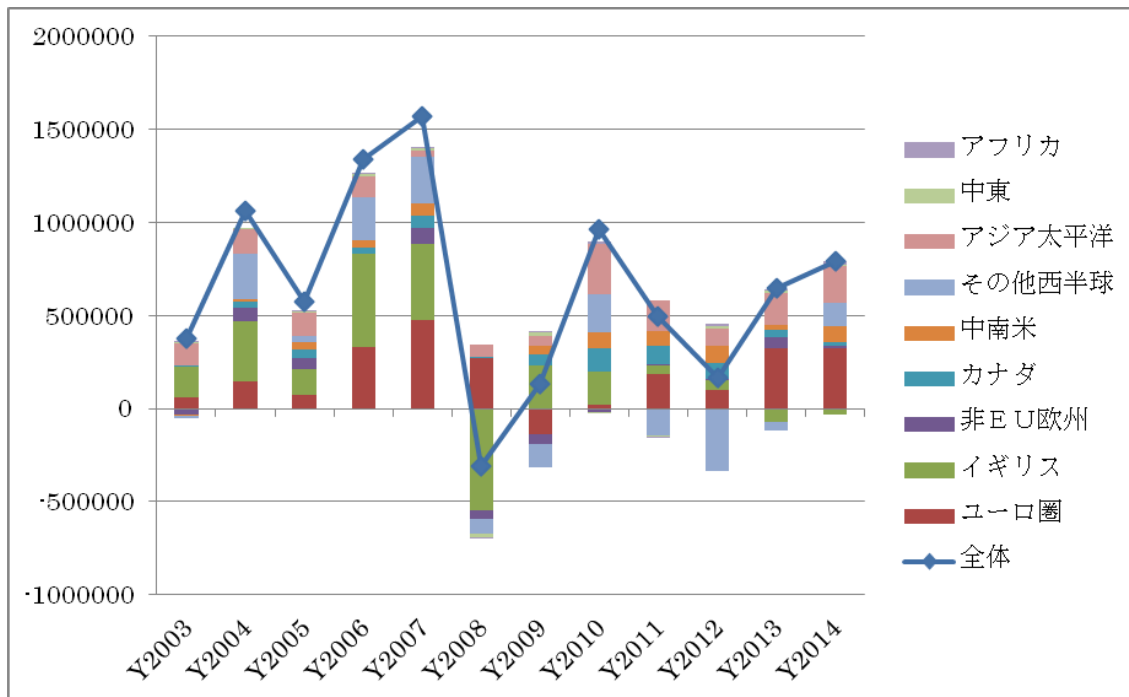
単位：100 万ドル



出所：出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

図 2 5 アメリカ資本輸出：地域別

単位：100 万ドル



出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

表2 アメリカの資本輸出に占める各国・地域のシェア 単位：%

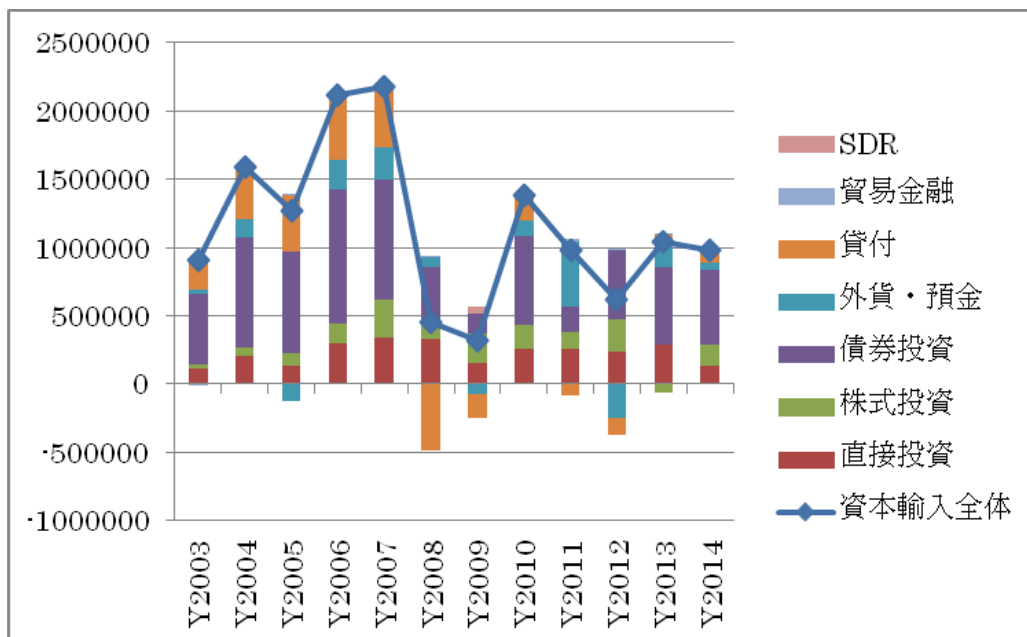
	Y2003	Y2004	Y2005	Y2006	Y2007	Y2008
ユーロ圏	16.4	13.6	12.4	24.6	30.0	-88.4
イギリス	43.1	30.8	24.9	37.8	26.1	176.1
非 EU 欧州	-9.6	6.8	9.6	-0.5	5.6	15.7
カナダ	2.6	3.0	8.2	2.2	4.3	-2.1
中南米	-0.4	1.2	6.9	3.2	3.9	1.1
その他西半球	-3.9	22.9	6.3	17.1	16.1	25.2
アジア太平洋	32.5	12.2	21.2	8.5	2.0	-19.7
中東	0.1	0.1	1.3	0.8	0.9	5.8
アフリカ	0.7	-0.3	0.9	0.4	0.6	0.6

	Y2009	Y2010	Y2011	Y2012	Y2013	Y2014
ユーロ圏	-103.9	2.1	37.5	58.3	50.2	41.1
イギリス	173.5	18.4	9.6	31.8	-11.6	-4.5
非 EU 欧州	-39.8	-2.2	1.1	5.7	8.9	1.3
カナダ	46.2	12.9	20.2	51.1	6.5	2.7
中南米	36.4	8.8	15.6	63.6	4.2	10.6
その他西半球	-94.5	21.2	-29.3	-202.6	-7.0	15.8
アジア太平洋	40.8	28.1	32.9	55.7	26.6	24.7
中東	11.6	-0.5	-0.8	7.1	1.7	1.5
アフリカ	4.0	1.5	-0.3	6.7	0.4	2.4

出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

図26 アメリカ資本輸入：投資形態

単位 100 万ドル



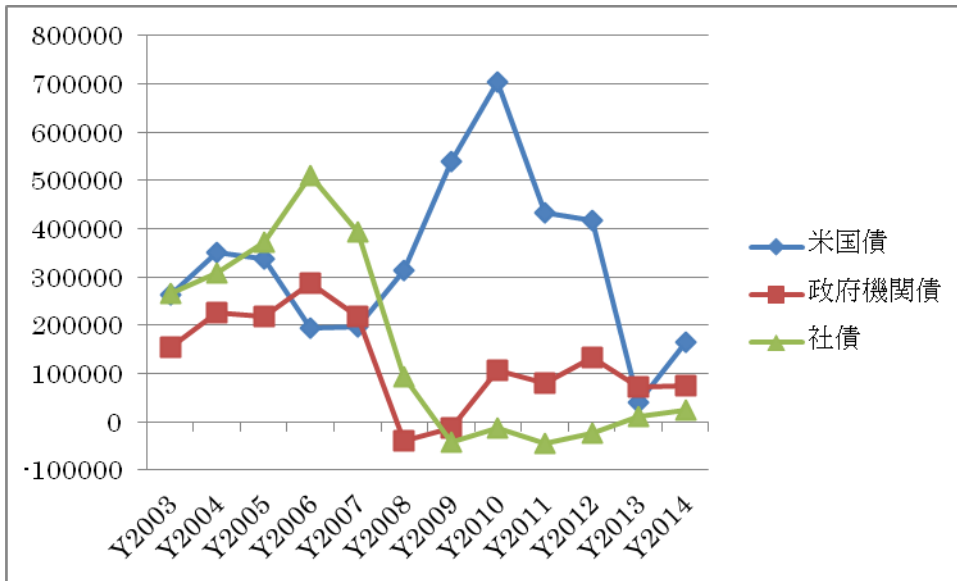
出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

表3 資本輸入：各期間の形態別シェア 単位：%

	2003-07	2008-09	2010-14
直接投資	13.5	63.0	23.4
株式投資	7.5	44.8	12.6
債券投資	48.6	69.3	49.2
外貨・預金	6.2	0.0	12.0
貸付	23.6	-84.9	1.4
貿易金融	0.5	1.7	1.5
SDR	0.5	6.2	0.0

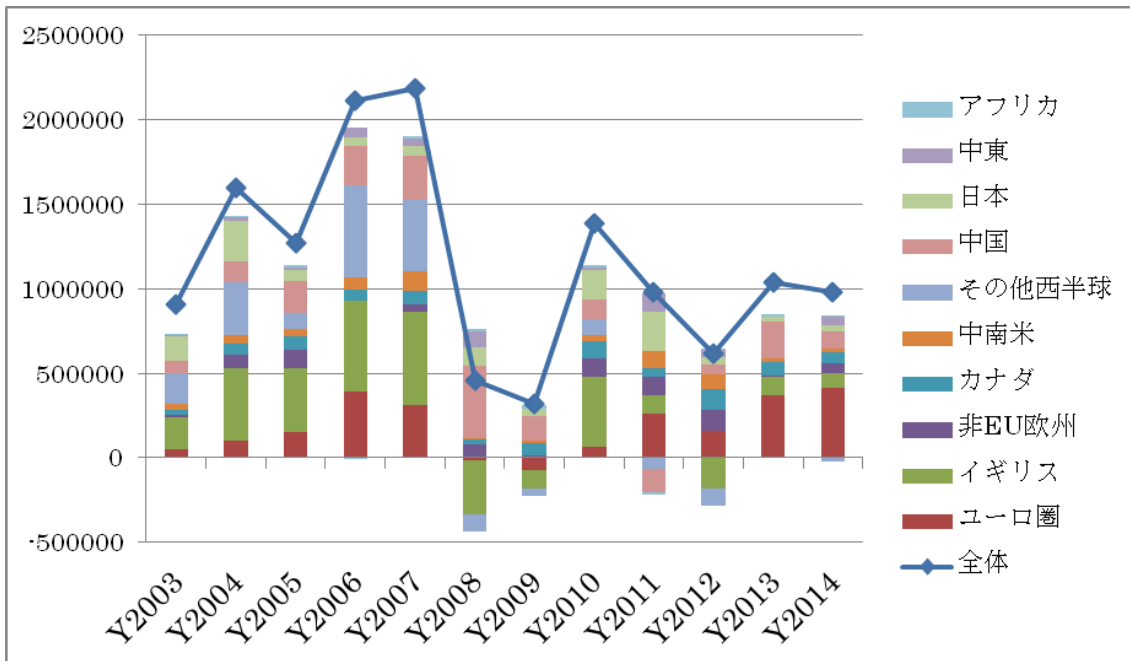
出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

図 2 7 アメリカ資本輸入：債券投資の投資形態 単位：100 万ドル



出所：Treasury International Capital System, Website のデータより作成。

図 2 8 アメリカ資本輸入：地域別 単位：100 万ドル



出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

表4 対米投資：年平均額 単位：100 万ドル

	2003-07	2008-09	2010-14
全体	1,614,779	386,201	999,702
ユーロ圏	200,964	-45,712	251,404
イギリス	416,143	-210,717	109,703
非 EU 欧州	49,903	47,058	81,258
カナダ	64,740	49,727	83,640
中南米	62,413	11,156	54,340
その他西半球	311,721	-77,679	-18,336
中国	176,248	287,820	68,806
日本	110,044	76,065	104,738
中東	20,049	49,258	43,076
アフリカ	5,645	13,916	2,787

出所：Bureau of Economic Analysis, Website のデータにより作成。

注：各期間の対米投資総額の年平均。

表5 米国債投資国・地域：年平均額 単位：100 万ドル

2003-07		2008-09		2010-14	
国・地域	金額	国・地域	金額	国・地域	金額
イギリス	109,197	イギリス	71,929	イギリス	131,469
日本	52,102	中国	41,639	日本	86,448
中国	23,867	日本	27,125	中国	68,823
ブラジル	23,380			フランス	66,622
カリブ海	13,282			カナダ	30,947
カナダ	12,041			ブラジル	16,716
				スイス	13,945

出所：Treasury International Capital System, Website のデータより作成。

注：各時期の年平均対米投資額が 100 億ドル以上の国・地域を抽出。



表6 米国債保有残高：上位10カ国 単位：10億ドル

	Y2007	Y2008	Y2009	Y2010
中国	467.7	618.2	938.3	1151.9
日本	591.9	617.5	747.9	860.8
ベルギー	14.6	15.4	17.2	33.8
産油国	137.1	171.2	201.3	215.4
カリブ海	99.1	169.3	116.6	157.8
ブラジル	110.5	148.3	153.6	181
アイルランド	16.3	32.9	37	51.5
スイス	37	49.7	82.7	110
イギリス	120.3	115.7	126.8	190.5
台湾	39.9	63	115.1	153.3

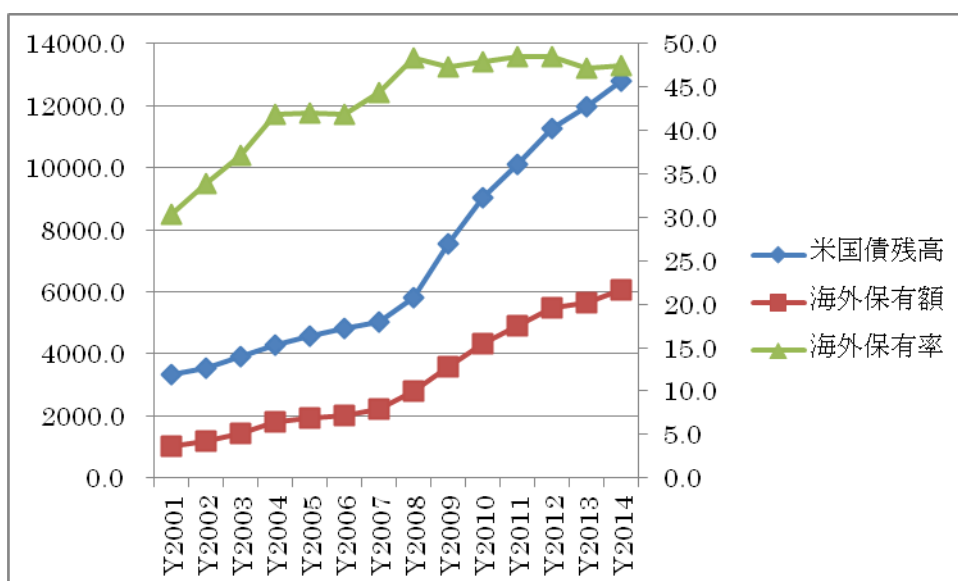
	Y2011	Y2012	Y2013	Y2014
中国	1270.2	1153.6	1293.8	1266.3
日本	984	1128.5	1178.1	1221.8
ベルギー	132.1	133.2	172.5	353.9
産油国	252.4	267.2	245.7	279.4
カリブ海	210.9	265.4	300.9	250.2
ブラジル	226.4	251.2	249.3	262.3
アイルランド	62.9	94.3	111.3	178.8
スイス	158.3	193.5	177.2	186.2
イギリス	117.5	137.9	158.3	167.8
台湾	166.6	201.7	185.9	173.4

出所：US Department of Treasury, Website のデータより作成。

注：2014年の上位10カ国。各年9月末の残高。

図 2 9 米国債の海外保有比率

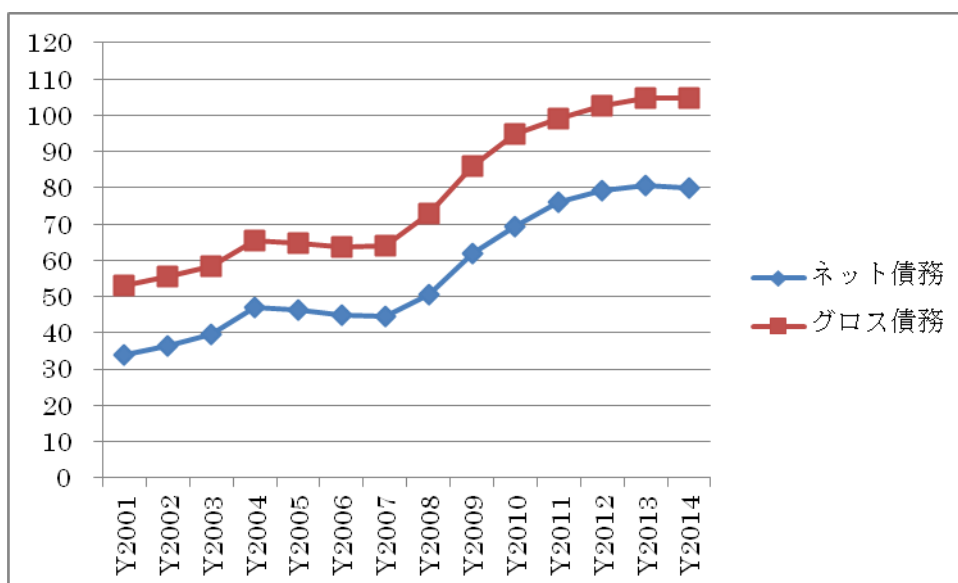
単位：左軸（米国債残高、海外保有額）は 10 億ドル、右軸（海外保有率）は%



出所：Board of Governors of Federal Reserve System, Website のデータより作成。

図 3 0 アメリカの政府債務対 GDP 比

(単位：%)



出所：IMF, World Economic Outlook, April 2015, Website のデータより作成。

注：ネット債務は、グロス債務より政府保有の金融資産等を差し引いたもの。