

原油価格の低落と中国のドル準備の減少の中での 対米ファイナンス

— 国際マネーフローの変容についての覚書 —

奥 田 宏 司

はじめに

現在（小論執筆時の2016年3月）、原油価格の下落と中国の経済変調により世界各国の国際収支構造、国際マネーフローに大きな変化が生じている。サウジアラビア、中国等はもちろん、アメリカ、日本などの国際収支構造も変化してきている。

原油価格の急落は、シェール・オイル開発と中国の経済減速などによる原油需給の変化を根底的な要因としているが、需給関係の変化だけで2014年後半以降の原油価格の急落が生じるはずはない。アメリカ等の世界の過剰資金が大量に原油市場に流入していたのが流出していると考えざるを得ない。そこで、リーマン・ショック以後の過剰資金の残存、非伝統的金融緩和政策（量的緩和政策、QE政策）による新規資金の形成を見なければならぬ。

アメリカのリーマン・ショック以後の量的緩和政策（QE政策）は、本論で述べるようにマネタリー・ベースの大きな増加をもたらしたが、その数倍になるほどにはマネーストックを増加させず信用乗数の急激な低下をもたらした。しかし、アメリカの場合にはドル建の原油市場などの大規模な1次産品市場が存在するために、それらの産品へ投資する諸機関・諸企業への市中銀行等の貸付が一定程度増加し、それらの市場をほとんど持たない日本、規模の小さいそれら市場しか持たない欧州よりもマネーストックは少し多めに増加する可能性がある。米・欧・日の量的緩和政策を検討する際にはこのことを念頭に入れなければならない。また、ドルが基軸通貨としての優位性を確保しているのはこのことにもよる。

中国の経済減速の要因については小論では本格的な対象にできないが、リーマン・ショック後の中央政府・地方政府の丸となった成長率の維持政策が過剰投資、過剰インフラ状態を招来した結果と考えられる。そして、中国の経済減速も原油価格の大きな下落の一因になってい

る。

原油価格の急落に伴ってオイルマネーは急減し、さらに、中国の外貨準備も減少してきて国際マネーフローに変化が生じ、アメリカの経常赤字に対するファイナンスがきびしくなる可能性がある。オイルダラーと中国の外貨準備が14年まで米経常赤字のファイナンスのほとんどを担ってきたが、これらがその役割を担うことは当面なくなった。

本論でみるように、アメリカの石油関連・貿易収支はシェール・オイルの開発によって改善されてきているにもかかわらず石油関連以外の貿易収支赤字が増加して、アメリカの貿易収支は改善せず、そのために15年にも経常赤字は4000億ドル強の水準で推移してきている。今後、成長率の低下により経常赤字は幾分減少することがあっても、対米ファイナンスの必要は依然としてあるのである。

原油価格の急落は世界の経済成長を低くし、非産油の新興諸国、途上国の経常黒字もそれほど増大しないかもしれない。そうだとすれば、アメリカへのファイナンスはどのように進むのだろうか。1990年代後半には、対米ファイナンスにおいて重要な役割を果たしていた西欧、日本の外貨をドルに換えての対米投資が再び比重を高めるのであろうか¹⁾。FRBの「出口政策」が米と欧・日の金利格差とドル高をもたせればその可能性があろう。

最後に次のことも見落とせないかもしれない。シェール・オイル開発によって、これまで親密な関係にあったアメリカとサウジアラビアがライバル関係に移ったということである。そのことが中東地域においてどのような諸事態を生み出していくのか、注視していかなくてはならないだろう。

小論における多くの個々の事実、論点はよく知られているが、今後の動向がはっきりしない事柄が多い。それゆえ、現時点での覚書として論述したい。小論ではそれらの事実、論点を全体的に把握し、今後を展望しようとするものである。

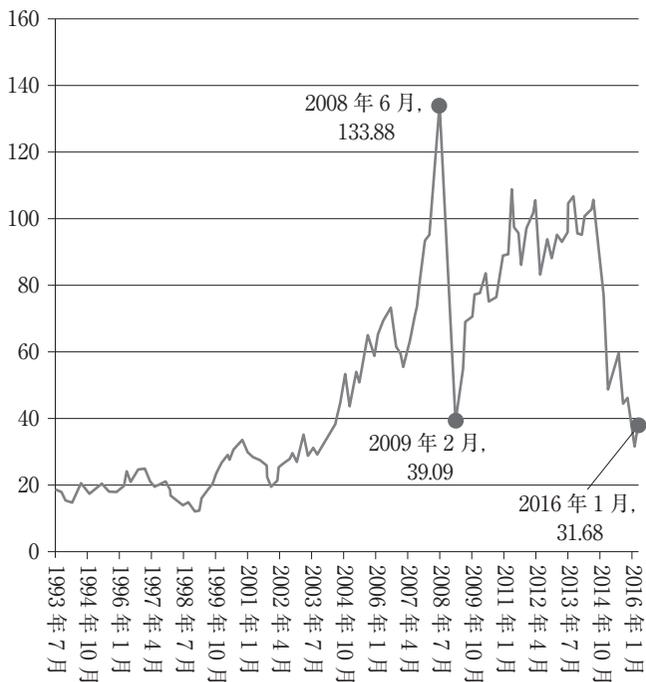
I, アメリカにおける過剰資金と原油価格の連関

第1図に示されているように、原油(WTI)先物価格が2004年ごろから上昇し始め、2008年6月に130ドルを超えるピークを記録したのち、リーマン・ショックを受けて09年2月にいったん底値を付けた。その後、再び上昇し始め11年後半から14年前半ごろまでは100ドル前後の水準で推移し、14年後半から16年初めにかけて急落している。

このような今世紀に入って以後の原油価格の大きな変動の要因は何であろうか。08年ごろまではBRICsの登場による原油需給関係の変化があろう。しかし、需給関係の変化だけで、原油価格が03年ごろの30ドルを少し超える水準から08年前半期の130ドルを超える水準までに上昇するものだろうか。また、需給変化だけで14年前半期の100ドルを超える水準から

第1図 原油先物(WTI)価格の推移

1 バレルあたりドル



出所：http://www.garbagenews.net/archives/1876659.html（2016年3月1日）

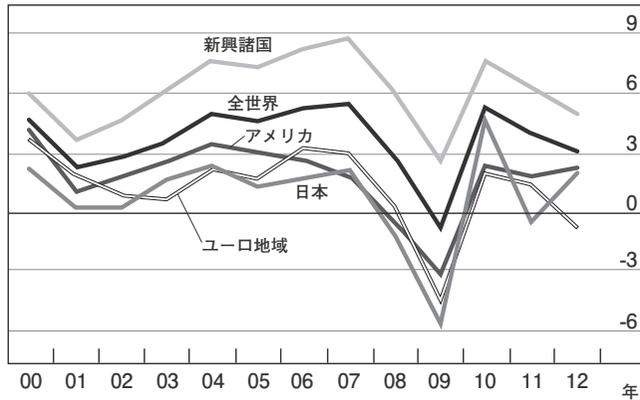
16年初めの32ドルまで急落するものだろうか。本節は、リーマン・ショック後の原油価格の推移とアメリカの非伝統的金融政策（量的緩和政策、QE政策）の連関を検討しようとするものである。

1) QE政策の導入による過剰資金の形成と原油価格（2009～14年）

リーマン・ショックにより世界の成長率は急落し（第2図）、先進諸国は軒並みマイナス成長、新興諸国の落ち込みも大きかった。この全世界の成長率の急落が原油の需給関係を変化させ、第1図に見られるように原油価格を、130ドルを超える水準から09年はじめに一気に40ドルまで落ち込ませた主要因であることは確かである。しかし、それにしても落ち込みの幅が大きすぎる。需給以外に落ち込みを加速させた要因を検討しなければならない。

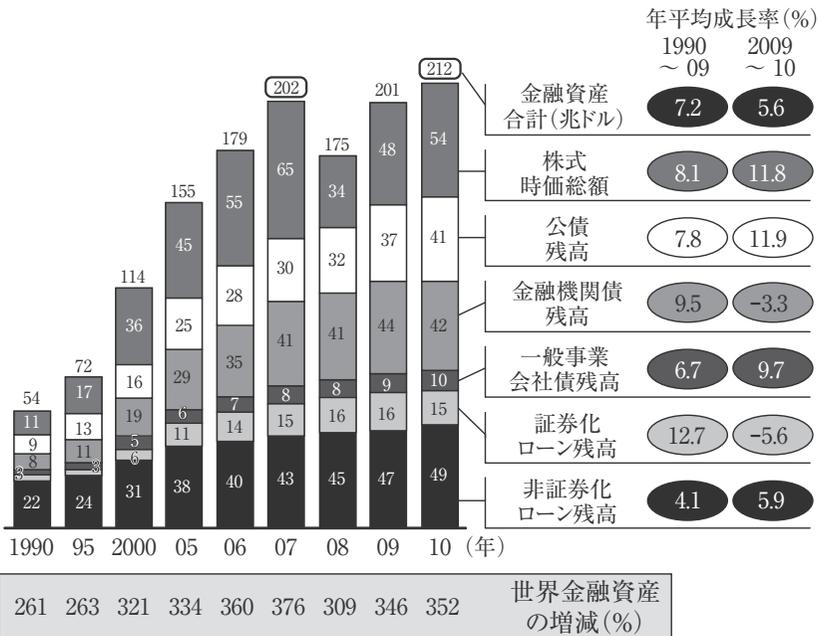
08年6月から09年2月にかけての急落は、リーマン・ショック以前にアメリカ金融市場に滞留していた過剰資金が原油市場に流れ込んでいたのが、リーマン・ショックにより逆流したことによる。つまり、リーマン・ショック以前にアメリカ金融市場に形成・滞留されていた資金はサブプライム・ローン関連にだけ向かっていたのではなく、BRICsの台頭と原油の需要

第2図 各国・地域の成長率 %



出所：BIS, 83rd Annual Report, June 2013, p.14

第3図 世界の金融資産残高の推移



注1) データは79カ国のサンプルに基づく。数字は各期間の年末値、2010年の為替レートにて計算。

注2) 世界の金融資産の増減は世界の負債総額・株式時価総額の対世界名目GDP比率。

注3) 四捨五入の関係で数字の合計は必ずしも一致しない。

出所：『エコノミスト』2012年1月10日、36ページ、原資料はMcKinsey Global Institute。

増を背景に原油市場へも向っていたのであるが、その資金が原油市場から流出したのである。

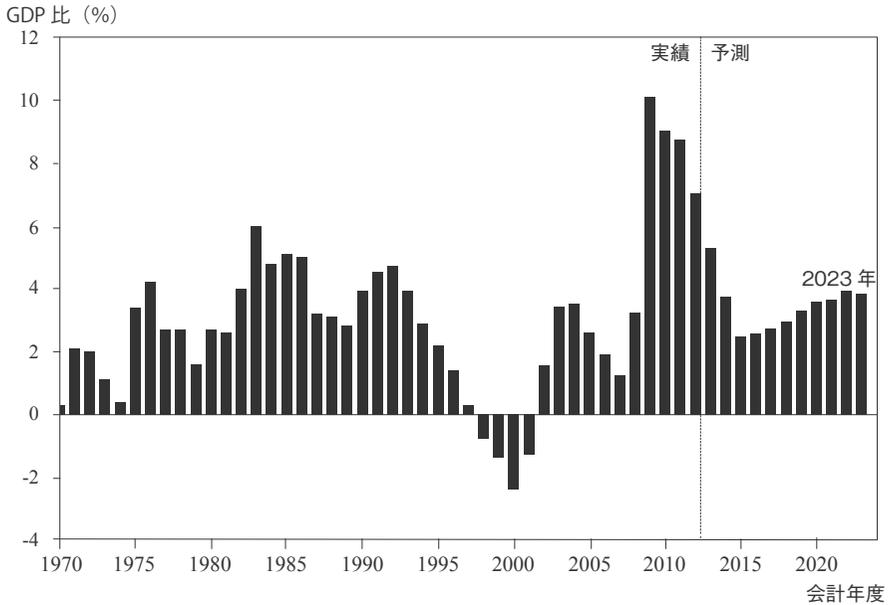
ところが、リーマン・ショックを受けてアメリカ当局は大規模な財政支出と非伝統的な金融政策（QE 政策）の導入を行ない、リーマン・ショックの危機からの脱出をはかろうとする。この財政・金融政策は、リーマン・ショックによって発生したはずの金融損失額²⁾を小さなものにした可能性が高い。第3図を見られたい。これはアメリカだけでなく全世界の金融資産残高を示したものであるが、08年には確かに、リーマン・ショックによって残高が減少している。しかし、09年にはショック前の水準を回復し10年には残高が増大している。内訳をみると、証券化ローン残高と金融機関債残高の成長率が落ち込みはしたものの残高がかなり残存し、他方、公債残高、株式時価総額、非証券化ローン残高の成長率が高まっている。つまり、リーマン・ショック後の危機対策はリーマン・ショック前に形成された過剰資金をかなり温存するとともに、新たな諸形態で過剰資金を創成したのである。

アメリカの財政状況は第4図を見られたい。金融機関等への救済支援と景気対策のために連邦財政赤字が一挙に膨らんだ。金融政策は、これからやや詳しく見ていくように新たな過剰資金を生み出すばかりでなく、金融緩和状況をつくりだして財政赤字を支えることにもなっていく。

アメリカにおいては量的緩和政策（QE 政策）が08年11月に導入される。その導入によって形成されるFRBの総資産が第5図および第1表に示されている。導入の初めには流動債の購入が大部分であったが、09年初めに不動産（モーゲージ）担保証券が増加し始め、10年末から財務省証券が増加している。13年末の4兆750億ドルにのぼる総資産の54%が種々の財務省証券で、37%がモーゲージ担保証券である。量的緩和政策が終了した14年末もほとんど比率が変わらない（総資産は4兆5500億ドル強）。FRBが財務省証券、モーゲージ担保証券を諸金融機関等から購入しているのである。これらの購入によって財務省による国債発行が容易になり長期金利を押し下げるとともに、不動産が担保になっている諸金融機関の貸付・証券等が不良債権化することがなくなり、リーマン・ショックまでの不動産投資に関連する過剰資金が温存されることになった。

それだけではない。FRBが銀行等から財務省証券、モーゲージ担保証券を購入することにより銀行等は多額の「FRB預け金」(Reserves of depository institutions)をもつことになる。そして、次にこの「FRB預け金」がマネタリー・ベースの大部分となり信用創造を発生させてマネーストックをどれぐらい増大させるかが検討されなければならない。第2表を見られたい。この表は、QE政策が導入される直前の08年10月からQE政策が終了（14年10月）した直後の14年12月末までのマネタリー・ベースとマネーストック（M2）の推移を示している。08年10月のマネタリー・ベースは1兆1300億ドル、マネーストック（M2）は7兆9300億ドル、信用乗数は7.02である。08年末にはマネタリー・ベースが1兆6500億ドルに急増し、

第4図 アメリカ連邦財政赤字(1970~2023年)

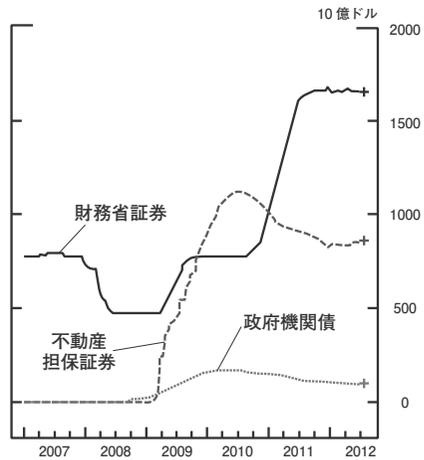
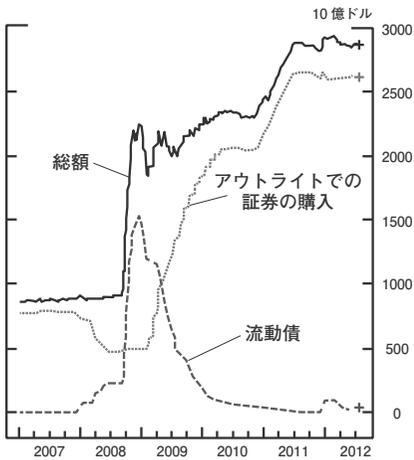


出所：『米国経済白書 2013』『エコノミスト』臨時増刊，97 ページ。

第5図 FRBの資産の状況

(A) FRBの資産と内訳

(B) アウトライイトでの証券購入の内訳



出所：FRB, *CLBS Report, Overview*, Aug. 2012, Fig 1 より。

一方 M2 は 8 兆 2000 億ドルにしか増加せず，信用乗数は 4.95 に落ち込んでいる。以後，12 年末にはマネタリー・ベースは 2 兆 7000 億ドル弱，M2 は 10 兆 4000 億ドルとなり，信用乗数は 3.89 に落ち込んでいる。QE 政策終了直後の 14 年末のマネタリー・ベースは 3 兆 9000 億ド

第1表 FRB資産の状況 (億ドル)

| | 2013 末 | 2014 末 | 2015 末 |
|------------|--------|--------|--------|
| FRB 信用 | 39,894 | 44,697 | 44,484 |
| 証券 | 37,630 | 42,475 | 42,420 |
| 財務省証券 | 22,088 | 24,614 | 24,616 |
| 連邦機関証券 | 572 | 387 | 329 |
| モーゲージ担保証券 | 14,969 | 17,474 | 17,475 |
| その他 | 2,264 | 2,222 | 2,064 |
| 外貨, 金, SDR | 400 | 373 | 360 |
| 政府紙幣発行残高 | 455 | 463 | 476 |
| 総 計 | 40,749 | 45,533 | 45,320 |

出所：Federal Reserve Statistical Release, H.4.1 (Factors Affecting Reserve Balances) より。

第2表 アメリカのマネタリー・ベースとマネーストック (億ドル)

| | マネタリー・ベース (A) | マネーストック (M2) (B) | (B) / (A) |
|-------------------|---------------|------------------|-----------|
| 2008.10 | 11,303 | 79,292 | 7.02 |
| 8.12 | 16,509 | 81,728 | 4.95 |
| 9.12 | 20,180 | 85,309 | 4.23 |
| 10.12 | 20,102 | 88,169 | 4.39 |
| 11.12 | 26,109 | 96,371 | 3.69 |
| 12.12 | 26,759 | 104,023 | 3.89 |
| 13.12 | 37,175 | 109,849 | 2.95 |
| 14.12 | 39,345 | 116,253 | 2.95 |
| 15.12 | 38,358 | 122,994 | 3.21 |
| ① 08.10~14.12 の変化 | 28,042 | 36,961 | |
| ② 変化の倍数 | 3.48 倍 | 1.47 倍 | |

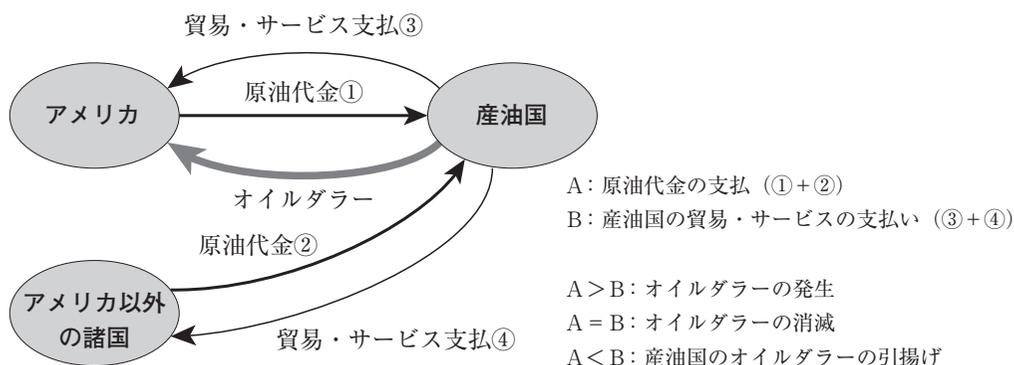
出所：Federal Reserve Statistical Release, H.3 (Aggregate Reserve of Depository Institutions and the Monetary Base) and H.6 (Money Stock Measures) より。

ル、M2は11兆6000億ドル強となり、信用乗数は2.95にまでに落ち込んでいる。

つまり、マネタリー・ベースはFRBによる国債（財務省証券）、モーゲージ担保証券の購入等によって08年10月から14年末の期間に3.48倍に増加し、その間に信用乗数は低下しているが、いく分かの信用創造が進行しマネーストックは7兆9300億ドル弱から11兆6000億ドル強に増加した（1.47倍）。具体的には、銀行等が「FRB預け金」を準備金として貸付を行ない、預金債務（M2の大部分）をつくりだし、新たな資金が創造されているのである。この資金が種々の金融市場、原油市場等へ運用されていく。

原油市場に流入した資金は、11年から14年前半まで1バーレル＝100ドル前後の原油価格の高位水準を維持していく。その間、中国経済も好調であり、シェール・オイルの開発もまだ

第6図 オイルダラーの発生と消滅



出所：筆者の作成。

途上（後掲第7図）にあって、原油の供給過剰に至っていなかったのである。

高位水準の原油価格は多額のオイルダラーを形成していく。しかも、オイルダラーの総額はアメリカの原油輸入額以上の規模になり、アメリカにおける過剰資金を追加していく。以下の過程が進行していくのである。第6図を見られたい。アメリカはもちろんアメリカ以外の諸国が産油国へ原油代金を支払う(①+②)。しかも、原油貿易はほとんどがドル建てで行われている。その結果、アメリカへはアメリカ以外の諸国が輸入した原油代金も含めてアメリカに還流する(オイルダラー)。したがって、原油価格が上昇するほどより多くのオイルダラーが生まれアメリカに還流する。QE政策で形成された過剰資金(M2)の一部が原油市場へ流れ込み原油価格が上昇すればより多くのオイルダラーがアメリカに流入して過剰資金が増加されるという循環が生まれるのである(「アメリカ過剰資金の循環」)。

なお、産油国の当局によるオイルマネーの運用は大半がイギリスやバハマ・ケイマンに所在する金融機関を通じるものになっている。それらの地域にある金融機関は産油国から委託(バハマ・ケイマンへの委託は実質的にはニューヨークの金融機関への委託)された資金の大半を対米証券投資、その他の形でドルのママ運用している³⁾。その結果、アメリカの国際収支表ではアメリカ民間部門の対外債務となり、アメリカ本土へのドル準備とは表示されない。

元に戻って、さらに次のこともいえる。原油などの大規模の第1次産品市場がアメリカなどにあること、しかもそれらの産品がドル建てで取引されていることが、アメリカでの投資対象を豊かにし、銀行の貸付を増加させマネーストック(M2, 過剰資金)を増大させていくことになる⁴⁾。これらの条件はアメリカ以外の先進諸国では乏しく、量的緩和政策が実行されてもアメリカほどのマネーストックの増加は進まないのである。リーマン・ショック以後の成長率においてアメリカのそれが相対的に高く推移してきた所以であろう(量的緩和政策の効果の差異)。ドルが基軸通貨であり続けるのはアメリカの経済規模が大きいだけでなく、原油などの

第3表 日本のマネタリー・ベースとマネーストック

(億円)

| | マネタリー・ベース(A) | M1 | 準通貨+CD | M1+準通貨+CD(B) | (B)/(A) |
|-------------|--------------|-----------|-----------|--------------|---------|
| 2012 | 1,384,546 | 5,062,789 | 5,884,242 | 10,947,031 | 7.91 |
| 13 | 2,018,742 | 5,592,370 | 5,995,928 | 11,916,298 | 5.90 |
| 14 | 2,758,739 | 6,187,253 | 6,025,526 | 12,212,779 | 4.43 |
| 15 | 3,561,336 | 6,460,515 | 6,062,525 | 12,523,040 | 3.52 |
| ① 12~15年の変化 | 2,176,590 | 1,397,726 | 178,283 | 1,576,009 | |
| ②変化の倍数 | 2.57倍 | 1.28倍 | 1.03倍 | 1.14倍 | |

出所：日本銀行調査統計局のマネタリーサーベイより。

大規模の第1次産品市場がアメリカなどにあること、しかもそれらの産品がドル建てで取引されており、アメリカでの投資対象を豊かにしていることに由来していると言えよう。

非基軸通貨国の日本において量的緩和政策がアメリカほどに効果がなかったのは以上の条件の差があることに注目する必要がある。米日の比較の意味で第3表を示しておこう。この表は、日本の「異次元の金融政策」が導入される直前の12年末から15年末までのマネタリー・ベースとマネーストック（M1+準通貨+CD）の変化を示している。この間、マネタリー・ベースは217兆円以上増加しているのにマネーストックは158兆円弱しか増大していない。信用乗数は7.91から3.52に落ち込んでいる。日本の場合、量的緩和政策をかなりのテンポで進めてもマネーストックはそれほど増加していない。マネタリー・ベースの増加よりもマネーストックの増加の方が小さい。アメリカの場合はマネタリー・ベースの増加額以上にマネーストックが増加しているのを先ほど確認した。また、QE政策の期間にアメリカではマネーストックが1.47倍になっているのに反し、日本の場合には「異次元の金融政策」が始まる直前の12年末から15年末までの期間にマネーストックは1.14倍しか増加していない。このように、日米の差異が出ている。

なお、FRBは14年10月に量的緩和政策を終了させ、15年12月に金利を引上げる「出口政策」を実施していく。その意図は、本来の金融・財政政策の「有効性」を取り戻すということである。BISは「83回年報」（2013年6月）において、量的緩和政策の持続不可能なことを論じ、それからの脱却を提案していた⁵⁾。そして、次のように述べていた。「過度の国債残高は国債に対する市場の信用と信頼を失わせる。・・現在の債務水準を引き下げることにより、政府は次の金融・経済危機が勃発したときに再び対応力をもちうるのである」⁶⁾。そのうえで、次のような趣旨を記している。政府の借入は低金利政策によって可能となっており、低金利政策は財政収支の改善を遅らせている⁷⁾。「現在の事態は金融的刺激策だけでは対応できない。問題の根本は金融的事象ではないから」⁸⁾。

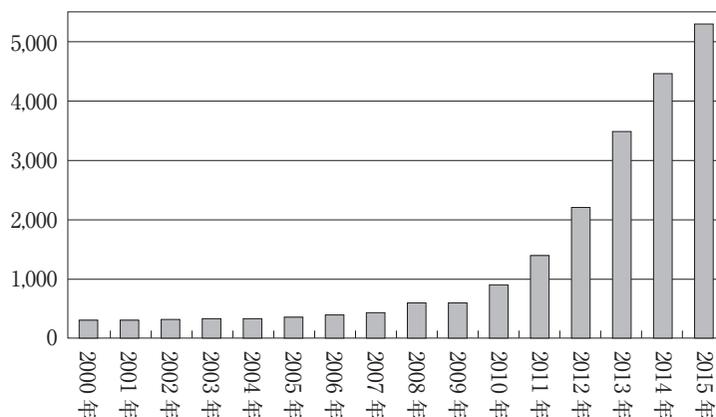
2) シェール・オイルの開発と原油価格

さて、アメリカにおけるシェール・オイルの開発によって世界の原油の需給関係が変化しているのであるが、シェール・オイルの産出量は第7図に示されている。この産出量の増大が世界的な原油過剰状態をゆるやかに作っていった。それに中国の経済減速の影響が加わり原油需給関係が変化していく。しかし、この需給の変化だけで14年後半以後の原油価格の急落は説明できないだろう。確かに、シェール・オイル開発と中国などの経済状況によって需給に変化してきたことが根本であるが、投資家がそれに大きく反応し原油市場から資金を引き揚げるといふ事態が14年後半以後の原油価格の急落を引き起こしているのである(16年1月には1バレル=32ドルへ)。ひるがえって、16年1月現在の原油価格は、過剰資金が流出したあとの原油の実際の需給関係をほぼ反映したものになっていよう。

原油価格の急落は、オイルダラーを急減させた。サウジアラビアの国際収支表を見られたい(第4表)。13年まで経常収支は大きな黒字(12年には最高額の1650億ドル弱)を記録していたが、14年には経常黒字が740億ドルに半減し、15年に入ると赤字に転落している。第1図の原油価格は先物価格であるので、原油輸出額に反映するのは数か月遅れる。そのために、14年におけるサウジアラビアの輸出額の落ち込みはそれほど大きくはない。大きく落ち込むのは15年に入ってからである。15年第1四半期の輸出額は年換算で2000億ドルと14年の輸出額の60%にすぎない。輸入額は15年にもほぼ同じ水準で推移しているから、15年第1四半期の貿易収支黒字は年換算で14年の25%にまで落ち込んでいる。第1次所得収支黒字、サービス収支の赤字、第2次所得収支赤字は13年から15年にかけてほぼ同じ水準で推移しているから、

第7図 米国のシェール・オイル生産量

(単位:千 b/d)



出所: 岩間剛一「中東産油国と米国シェール・オイル攻防の行方」『中東協力センターニュース』2015年2月3日, 37ページ, 原典は米国エネルギー省エネルギー情報局統計。

第4表 サウジアラビアの国際収支 (億ドル)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | | |
|-----------------------|-------|-------|-------|------|------|------|
| | | | | Q1 | Q2 | Q3 |
| 経常収支 | 1,648 | 1,354 | 739 | -128 | -101 | -111 |
| 貿易収支 | 2,466 | 2,226 | 1,840 | 117 | 180 | 116 |
| 輸出 | 3,884 | 3,759 | 3,425 | 513 | 584 | 494 |
| 輸入 | 1,418 | 1,533 | 1,584 | 395 | 405 | 378 |
| サービス収支 | -624 | -648 | -880 | -172 | -219 | -177 |
| 第1次所得収支 | 110 | 136 | 165 | 31 | 42 | 47 |
| 第2次所得収支 ¹⁾ | -304 | -359 | -387 | -103 | -104 | -98 |
| 金融収支(外貨準備を除く) | 64 | 574 | 574 | 197 | 166 | 112 |
| 誤差・脱漏 | -424 | -86 | -86 | -12 | 7 | 49 |
| 外貨準備 | 1,158 | 691 | 75 | -337 | -261 | -175 |

注1) 2014年以後は負債額のみを示す。

出所：IMF eLibrary Data, BOP and IIP Data by Country より。

結局、経常収支の変化を規定しているのは輸出額の変化であると言える。

経常収支の悪化は、サウジアラビアの場合、外貨準備の増加テンポの落ち込み（14年）、減少（15年）となっている。外貨準備の増加が12年には1200億ドルであったのが、13年には700億ドル弱に、14年には75億ドルになり、15年第1四半期には337億ドル、第2四半期に261億ドル、第3四半期は175億ドルの減少となっている。オイルダラーが引き揚げられているのである。

第6図を見られたい。産油国にはアメリカとそれ以外の国から原油代金（①+②=A）が入るが、他方、財・サービスの輸入のために支払い（③+④=B）が必要で、 $A > B$ の場合、 $(A - B)$ がオイルダラーとなってイギリス、パハマ・ケイマンの金融機関を通じるか、直接的にかは別にしてアメリカに還流する。しかし、 $A < B$ になればアメリカから資産の引き揚げとなる。

2015年からは $A < B$ の事態になってオイルダラーは消滅し、アメリカから資産が引き揚げられ一時アメリカ株価の下落を引き起こした。また、後述するが、オイルダラーの消滅によってアメリカ経常赤字の今後のファイナンスに困難が予想される。前述した「アメリカの過剰資金の循環」は、対外的な要因を出発点として鈍い回転になっていると考えられる。さらに、FRBのQE政策の終了、金利引き上げ（「出口政策」）によって、過剰資金の発生テンポはやや抑制気味になっていよう。第2表を再度見られたい。15年にはマネタリー・ベースが少し減少し、M2の増加のテンポも前年と同じ程度になっている。「アメリカの過剰資金の循環」がアメリカの先進諸国のなかでの相対的に高い成長率を実現してきたのであるが、オイルダラーの消滅によってこの「循環」のこれまで以上の進行がなくなり、「循環」の停滞が生じは

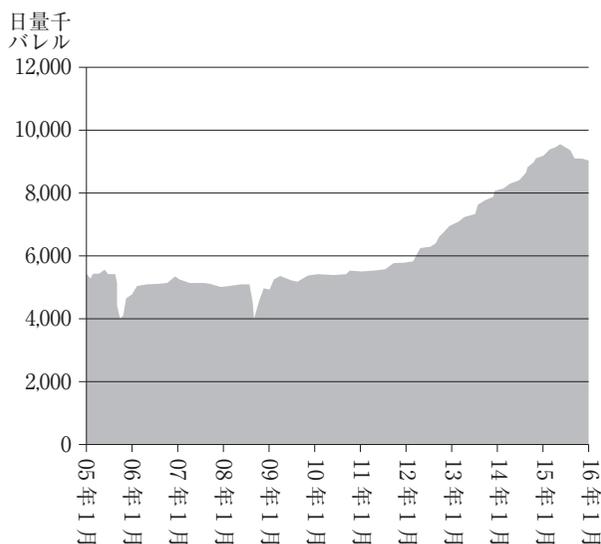
じめると、アメリカの相対的に高い成長率もこれまでのような率の達成が困難になることが予想される。「出口政策」のアメリカの対外収支、経常赤字のファイナンスにとっての影響を論述しながら、それについて再度後述しよう。

3) アメリカとサウジアラビアがライバル関係に

2016年1~2月の原油価格は先に記したように、原油の実際の需給をほぼ反映したものであろうが、その需給を左右している要因はさまざまである⁹⁾。第1にシェール・オイル開発が考えられる（中国の要因については後述）。第8図、前掲第7図に示されているようにアメリカの原油生産量が伸びており、その増産の大部分がシェール・オイルである。この開発が原油の世界的な需給関係を変化させたことは間違いないし、1970~80年代には密接な協力関係の下で「密約」もあったとされる¹⁰⁾アメリカとサウジアラビアの関係をライバル関係に転化させた。この関係の変化により、サウジアラビアは原油の減産に踏み込むことが出来なくなった。減産を行なって原油価格が上昇すればシェール・オイルの開発がさらに進み、原油供給においてアメリカの地位を高め、サウジアラビアの地位を低めることになるからである。

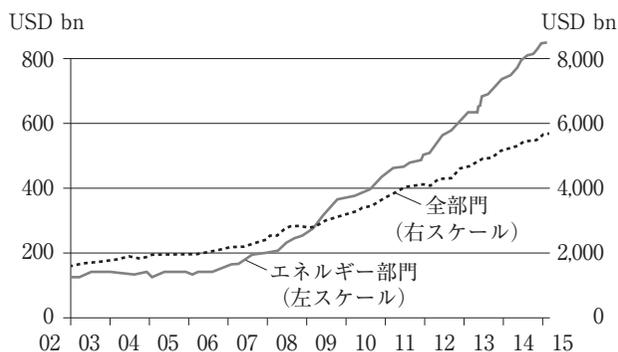
シェール・オイルの生産コストがサウジアラビアの生産コスト（1バーレルあたり4~10ドルとみられている¹¹⁾）よりもかなり高く、1バーレルあたり30~50ドルと考えられている¹²⁾。そのために、原油価格が30ドル台で推移していけば、シェール・オイルの開発企業の経営悪化が予想される。アメリカの石油関連企業の債務残高は、全産業部門の債務残高よりも

第8図 2005年以降の米国原油生産量



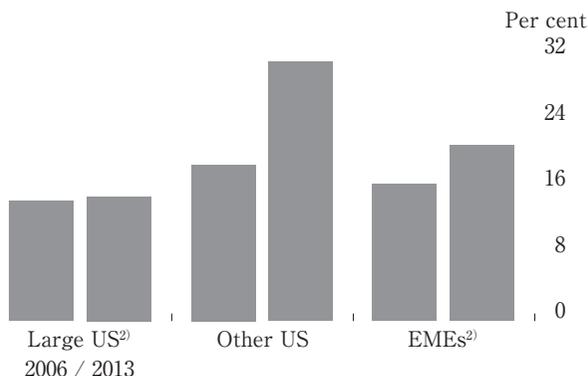
出所：『週刊原油』2016年2月25日より。

第9図 米企業の社債発行残高



出所：BIS, *Quarterly Review*, March 2015, p.58.

第10図 石油・ガス企業の資産に対する負債の比率¹⁾



注1) BISの図の1部カット。

注2) 2013年時点で250億ドル以上の資産を保有する企業。

出所：同上。

09年を境に伸び率が高まってきており（第9図）、とくに中堅企業の資産に対する債務の比率が高くなっている（第10図）。今後、シェール・オイル企業の債務不安が高まりかねない。中堅企業の倒産によって金融不安がアメリカの金融市場の全体に及ぶ可能性もないことはない。

他方、シェール・オイル企業の倒産が増加しシェール・オイルの減産が起ると、原油の需給関係は改善し原油価格が上昇に向かうことも考えられるが、シェール・オイルの生産コストは日々低減してきているという¹³⁾から、サウジアラビア等は減産を行ないにくい。それゆえ、原油価格が14年以前のように高位水準を維持することは当面考えられない。むしろ、シェール・オイルの生産コストの低減に左右されながらのシェール・オイルの生産量次第で30~50ドルの変動幅で推移していくのではないだろうか。また、アメリカとサウジアラビアが原油をめぐるライバル関係に入っていく（アメリカの15年12月の原油輸出解禁はライバル関係をより厳

しいものにしたであろう) ことによって, 中東地域の政治的不安定が増す危険性もある¹⁴⁾。さらに, 長期的には産油国の一部はアメリカとの対抗上, 欧州への原油輸出をユーロ建に変えていく可能性も考えられる。欧州で消費される原油の取引がユーロ建になれば, ドルの基軸通貨としての優位性が低下しよう¹⁵⁾。

II, 中国の経済減速と外貨準備の減少

1) 中国の外貨準備の減少

以上に述べてきた要因以外に, 国際マネーフローと米経常赤字のファイナンスに大きな影響を与えるのは中国の経済減速に伴う外貨準備の減少である。

中国の国際収支を示した第5表を見よう。15年においても経常収支は年換算でなお2500億ドル以上の数値が示されているが, 金融収支(外貨準備を除く)が15年に入ってプラス(資金流出)に転換し, とくに第3四半期の流出が大きくなっている。金融収支の内訳をみると, 「その他投資」の負債がマイナス(海外資金の流出)になっていることが目立っており, 年換算では3000億ドル以上になる。また, 居住者による資金の持ち出しを反映していると考えら

第5表 中国の国際収支

(億ドル)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015Q1 | 2015Q2 | 2015Q3 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 経常収支 | 2,378 | 1,361 | 2,154 | 1,482 | 2,197 | 756 | 732 | 603 |
| 貿易収支 | 2,464 | 2,287 | 3,116 | 3,590 | 4,350 | 1,189 | 1,377 | 1,599 |
| サービス収支 | -234 | -468 | -797 | -1,236 | -1,510 | -451 | -494 | -663 |
| 第1次所得収支 | -259 | -703 | -199 | -784 | -341 | 17 | -121 | -275 |
| 第2次所得収支 | 407 | 245 | 34 | -87 | -302 | 0 | -32 | -59 |
| 資本移転等収支 | 46 | 54 | 43 | 31 | 0 | 2 | 1 | 0 |
| 金融収支(外貨準備を除く) | -2,822 | -2,600 | 361 | -3,430 | -383 | 983 | 276 | 1,491 |
| 直接投資 | -1,857 | -2,317 | -1,762 | -2,179 | -2,087 | -714 | -415 | -68 |
| 資産 | 580 | 484 | 650 | 730 | 804 | 236 | 293 | 324 |
| 負債 | 2,437 | 2,801 | 2,412 | 2,909 | 2,891 | 740 | 708 | 392 |
| 証券投資 | -241 | -196 | -460 | -529 | -824 | 82 | 160 | 171 |
| 資産 | 76 | -62 | 64 | 53 | 108 | 252 | 321 | 0 |
| 負債 | 317 | 134 | 542 | 582 | 932 | 170 | 101 | -171 |
| 金融派生商品 | — | — | — | — | — | 8 | -1 | 14 |
| その他投資 | -724 | -87 | 2,601 | -722 | 2,528 | 1,398 | 533 | 1,373 |
| 資産 | 1,163 | 1,836 | 2,317 | 1,420 | 3,030 | 227 | 405 | 337 |
| 負債 | 1,887 | 1,923 | -284 | 2,142 | 502 | -1,171 | -128 | -1,036 |
| 誤差・脱漏 | -530 | -138 | -871 | -629 | -1,401 | -577 | -325 | -717 |
| 外貨準備 | 4,717 | 3,878 | 966 | 4,314 | 1,178 | -802 | 131 | -1,605 |

出所: IMF eLibrary Data (BOP and IIP Data by Country) より。

れる「誤差・脱漏」が15年の9月末までに1600億ドルを超えている。以上の結果、外貨準備に大きな変化が現われている。10年から14年までの平均額では3000億ドルに近い増加であったのが、15年の第1四半期に800億ドル、第3四半期に1600億ドルの減少となっている。15年に入って中国の国際収支構造が大きな転換点にあることを確認できよう。それが中国のどのような国内経済の変容によるものかは小論では対象外となるが、リーマン・ショック後の中央政府・地方政府による財政を使った景気対策が過剰投資・過剰インフラを発生させていることに起因していることは確かであろう。

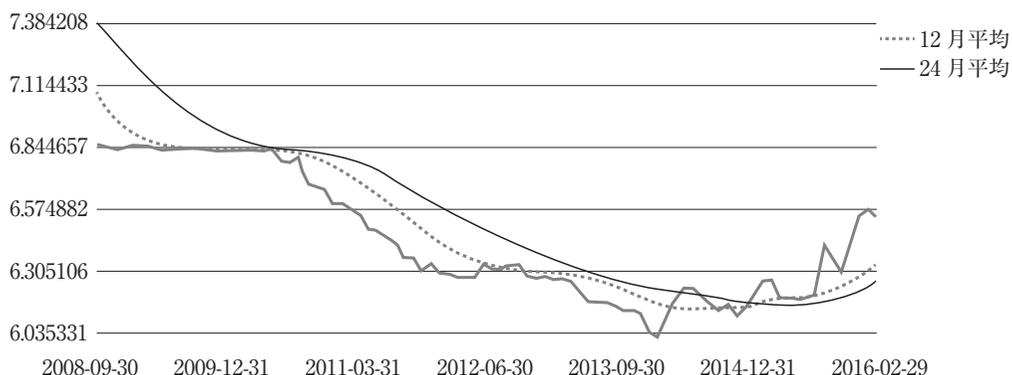
この海外資金の流出、国内資金の逃避は1990年代後半のアジア通貨危機と似た性格をもつものである。前の拙稿¹⁶⁾で示したように、中国当局はリーマン・ショック以後、内外の証券投資を管理のもとおきながら認可してきた。つまり、中国当局は海外の諸金融機関にライセンスを与え認可された金額内で対内投資を認め（QF II）、本土内の諸金融機関にもライセンスを与え認可された金額内で対外証券投資を認めてきた（QD II）。また、ライセンスと運用枠を設定した下での中国本土と香港等のオフショア市場との間のクロスボーダー人民元建証券投資（RQF II, RQD II）、さらに、上海と香港との間での「相互株式投資制度」（上海・香港ストックコネクト、投資枠の設定がある）を新設してきた（14年11月）。これらの事態は人民元の「管理された国際化」といわれる事態である。詳細はまだ不明であるが、これらの内外資本投資の認可後、いったん中国本土内に投資された資金が大量に流出したと思われる。ただ、中国の場合、経常黒字が大きく、また、多額の外貨準備を保有しており、15年の資金流出が中国経済に決定的な打撃を与えるという事態にはなっていない（この点でアジア通貨危機とは異なる）。

2) 人民元相場の下落の影響

中国からの資金流出を受けて、第11図に示されているように人民元相場が低下してきている。13年秋には1ドル＝6.035元の最高値を記録したのち、人民元相場はゆるやかに低落し、16年2月末には6.57元にまで低落している。中国当局は15年8月には為替レートの基準値の改定に踏み切ったと報じられているし¹⁷⁾、15年秋以来、当局による為替市場介入（ドル売・元買）が連続して実施されたという報道が伝わってくる¹⁸⁾。

人民元相場の低落は、いくつかの面に影響が現われてくるだろう。対外的な面に絞って以下にみよう。第1は、人民元の「国際化」である。人民元の「国際化」は人民元相場の上昇を前提に進んできたものである。中国当局は資本取引の自由化に強い規制をとっていたので、リーマン・ショック前には人民元の海外流出はほとんど起こらなかった。ところが、リーマン・ショック後、当局は香港における人民元建債券の発行、人民元による経常取引の対外決済、QF II、QD II、RQF II、RQD II、「上海・香港相互株式投資制度」などの人民元の「管理の下」で

第 11 図 米ドルー人民元 (CNY) 2008-09-30～2016-02-29 月足チャート (90 月)



出所: http://stock.searchina.ne.jp/exchange/fx_chart.cgi?code=USDCNY&type=month (2016年3月4日)

の国際化措置を進めてきた。それらを可能にしたものは、「一国二制度」にある香港の居住者による香港ドルの人民元への転換の認可（1日当たり2万元、14年11月に上限の撤廃）、各国との通貨スワップ協定などであるが、人民元の流出の主流は香港居住者の人民元への転換を通じてのものである。しかし、この転換は人民元相場が上昇しているときには香港居住者にとって有利であるが、人民元相場が下落すると為替損が発生し香港居住者による転換が抑制され、香港における人民元資金が減少して人民元の諸取引が減少していく。人民元の「国際化」が進まなくなるのである¹⁹⁾。

次に中国の外貨準備による対米ファイナンスが減少するという事態である。中国の経常黒字の大半はドル建である。中国当局は、09年にクロスボーダー人民元決済を認めるが、それ以前は国際取引のほとんどすべてがドル建であり、09年以後も約75%が外貨建であり、そのほとんどはドル建だと考えられる。また、第5表で示されていたように金融収支（外貨準備を除く）も14年までは資金流入（赤字）で、経常黒字とあいまって膨大な外貨準備が形成された。そのほとんどがドル建であるからユーロダラー市場において保有される部分も含め、結局はアメリカに流入してアメリカの経常赤字をファイナンスすることになる²⁰⁾。ところが、15年になって海外から中国へ流入していた資金が流出し、中国のドル準備が減少しているのである。15年には中国による対米ファイナンスは行われていない。

さらに、中国の世界戦略への影響が考えられる。中国は、リーマン・ショックによってドル準備の一部の損失を蒙ったが、ドル準備のこれ以上の累積を避けるために、人民元の「国際化」のための諸措置を実行し、また、ドル準備をアフリカ、南アジア等への援助資金に使ったり、アジア・インフラ投資銀行への資金拠出に使うなど、中国の世界戦略に使用することを進めてきた。しかし、ドル準備が減少する事態になってきて、これまでのように潤沢にドル準備を使うことが出来なくなってきた。とはいっても、ドル準備残高はまだ多額であり、ドル準備を世

界戦略に利用しようとする中国の路線は基本的には変わらないと思われる。人民元相場の下落がもたらす影響を、以上の3点の対外的な面に集中して論じてきた。

Ⅲ、アメリカへの資金流入の減少と米経常赤字のファイナンス

1) アメリカへの資金流入の減少

さて、オイルダラーの消滅、中国の外貨準備の減少によってアメリカに流入する海外資金は大きく減少し、また引き揚げられていく。アメリカの経常赤字が継続していくと、その赤字のファイナンスは難しくなる。シェール・オイルの開発と原油価格の急落によって、確かにアメリカの石油関連の貿易収支は改善している（第12図）。13年第4四半期に石油関連の貿易収支は約500億ドルの赤字であったが、15年の第3四半期にはその赤字は200億ドルほどに減少している。しかし、非石油関連収支の赤字は13年第4四半期の1200億ドルぐらいから15年の第3四半期の約1700億ドルに増加して貿易収支赤字全体は微増している。

アメリカの国際収支全体をみよう。第6表である。経常収支赤字は13、14年に4000億ドル弱で15年は4000億ドルを超えるであろう。したがって、経常赤字はやはりファイナンスされなければならない。そこで金融収支の概要であるが、大きな構造変化が生じている。金融収支は13年に4000億ドルの赤字（資金流入）であり経常赤字をファイナンスしているが、負債項目を見ると、在米外国公的機関に対する負債（ドル準備）が3100億ドル弱と金融収支赤字（資

第12図 石油関連貿易収支と非石油関連貿易収支



出所：Survey of Current Business, Jan. 2016. U.S. International Transactions, chart 5 より。

第6表 アメリカの国際収支¹⁾

(億ドル)

| | ライン ⁴⁾ ① ② | 2013 | 2014 | | | | 2014 I~IV | 2015 | | |
|------------------|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|
| | | | I | II | III | IV | | I | II | III |
| 経常収支 | 30,101 | -3,768 | -964 | -920 | -979 | -1,031 | -3,895 | -1,183 | -1,111 | -1,241 |
| 貿易収支 | 32,103 | -7,026 | -1,843 | -1,881 | -1,831 | -1,860 | -7,415 | -1,922 | -1,892 | -1,900 |
| サービス収支 | 33,104 | 2,242 | 589 | 594 | 572 | 576 | 2,331 | 579 | 561 | 563 |
| 第1次所得収支 | 34,105 | 2,245 | 583 | 579 | 617 | 600 | 2,380 | 497 | 528 | 461 |
| 第2次所得収支 | 35,106 | -1,229 | -293 | -213 | -338 | -348 | -1,192 | -338 | -308 | -366 |
| 金融収支 | | -3,980 | -1,202 | -441 | -49 | -160 | -1,853 | -201 | -631 | -254 |
| 資産 ²⁾ | 19,61 | 6,439 | 1,517 | 2,391 | 3,596 | 417 | 7,921 | 3,202 | 1,142 | -900 |
| 負債 ³⁾ | 24,84 | 10,420 | 2,719 | 2,833 | 3,645 | 577 | 9,774 | 3,403 | 2,043 | -646 |
| 在米外国公的機関 | Table 9.1 | 3,095 | 204 | 441 | 508 | -149 | 1,004 | 447 | 792 | -1,594 |
| その他 | | 7,325 | 2,515 | 2,392 | 3,137 | 726 | 8,770 | 2,956 | 1,251 | 949 |
| 直接投資収支 | 20) 62 25) 85 | 1,120 | 1,605 | 829 | -72 | 602 | 2,254 | -1,228 | -50 | 271 |
| 証券投資収支 | 21) 65 26) 88 | -257 | -1,436 | 1,065 | -780 | -519 | -1,670 | 1,324 | -891 | 282 |
| その他投資収支 | 22) 70 27) 93 | -4,813 | -1,361 | -1,633 | 811 | -218 | -2,401 | -256 | 319 | -804 |
| デリバティブ取引 | 28,99 | 22 | 61 | -45 | -243 | -317 | -544 | -401 | 18 | 7 |
| 統計上の不一致 | 29,100 | -187 | -176 | 434 | 687 | 554 | 1,499 | 580 | 498 | 995 |

注1) 2014年からの新形式。2) 準備資産を含む。3) 在米外国公的機関に対する負債はTable 9.1のライン1, 「その他」はTable 1.1 (Table 1.2)のライン24 (84) から在米外国公的機関に対する負債を差し引いたもの。4) ①はTable 1.1のライン, ②はTable 1.2のライン。

出所: Bureau of Economic Analysis より (S.C.B, July 2015, Jan. 2016にも掲載)。

金流入)の大部分になっている。負債項目のうち、在米外国公的機関に対する負債を除く「その他」負債はオイルダラーの流入、ドル建黒字諸国のアメリカへの投資＝「債務決済」、さらに米のドル建投資の「代わり金」より形成された諸投資であろう。後述するように、ユーロ諸国、日本はドル建経常黒字をもっていないし、アメリカへのユーロ、円をドルに換えての投資を、あっても少額しか行っていないからである。オイルダラー、「債務決済」、「代わり金」による諸投資及び在米外国公的機関に対する負債を合計すると、負債総額は1兆ドルの赤字となっている。

ところが、14年から金融収支の構造は大きく変化してくる。第4四半期に在米外国公的機関に対する負債(ドル準備)は引揚げとなり、負債の「その他」も少額となって負債全体が577億ドルにとどまり、金融収支全体の赤字(ネットの資金流入)は160億ドルときわめて少ない額になっている。この期の経常赤字は「統計上の不一致」とデリバティブ取引による資金流入によって埋め合わされるという異常なかたちをとっている(デリバティブ取引の(-)は資金流入、「統計上の不一致」の(+)は資金流入)。このパターンは15年の第1四半期、第2四半期にややゆるむが、第3四半期により大きな規模で生まれている。ドル準備は1600億ドルの引揚げとなり、金融収支の「負債」がマイナス(海外資金の引揚げ)となっている。他

原油価格の低落と中国のドル準備の減少の中での対米ファイナンス（奥田）

方、アメリカの対外投資が900億ドルもの引揚げとなり、これが金融収支のマイナス（ネットの資金流入）を生み出し経常赤字の一定部分をファイナンスしている。しかし、これではファイナンスしきれず、経常赤字の埋め合わせの大部分が「統計上の不一致」²¹⁾によるものとなっている。

2) 米経常赤字のファイナンスの変容

以上のように、14年後半からの原油価格の急落、中国の外貨準備の減少によってアメリカの金融収支は大きな変容を余儀なくされ、経常赤字のファイナンスの問題が厳しくなってきたと言える。他方、原油価格の急落によって非産油諸国の原油代金の支払が少なくなり、ドル建対外収支は改善しているかもしれない。国際諸取引の大部分をドル建で行っている諸国のドル建収支の改善から、その一部が「債務決済」などの形をとってアメリカに流入している可能性がある。つまり、産油国が保有しているドルの非産油のドル建国際取引を行なっている諸国への移転と対米投資の増加である。

しかし、第6表を見ても金融収支の負債項目のうち在米外国公的機関に対する負債を除く「その他」負債は14年第3四半期までは大きな額であったが、それ以後、かなり減少している。14年第3四半期までは「その他」負債は大部分がオイルダラーであったが、以後、それが減少して代わりに国際取引の大部分をドル建で行っている非産油諸国のドル建収支の改善から形成された「債務決済」が増大しているという統計値は出ていない。「その他」負債が大きく減少しているのである。「統計上の不一致」のなかにその「債務決済」部分が含まれている可能性がないわけではないが、現時点ではそれら諸国のドル建収支が改善しているという明確な証は確認できない。というよりも、原油価格の急落と中国の経済減速によって、それら諸国の経済状況も悪くなり、経済成長が落ち込んでいる可能性の方が大きいであろう。アメリカの金融収支の資産の数値が小さくなり、15年第3四半期のように引揚げとなっているのは、アメリカの「出口政策」によって新興諸国、途上国からアメリカへ資金が逆流していることを示すもので、これらの諸国の経済成長が停滞し対米投資も伸び悩む可能性が大きい。

他方、ユーロ地域、日本はドル建の黒字を保有していないから²²⁾、原油支払額の減少²³⁾はユーロ、円をドルに替えての原油支払額が少なくなるだけであり、これらの諸国のドル建収支の改善が対米投資に直結する（「債務決済」になる）ものではない。日本の通貨別貿易収支を第7表に示しておこう。13年下半期に12兆3300億円にものぼっていたドル建赤字は15年上半期に7兆7300億円に改善している。この改善のほとんどは「その他地域」に対するもので、「その他地域」は中東、中南米、オセアニアなどであるから、原油価格の急落によるものであることがはっきりしている。

アメリカの地域別国際収支を示す第8表を見ると、アメリカからユーロ地域への投資額が

第7表 日本の通貨別貿易収支 (兆円)

| | 輸 出 | | 輸 入 | | 取 支 | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2013年 下半期 | 2015年 上半期 | 2013年 下半期 | 2015年 上半期 | 2013年 下半期 | 2015年 上半期 |
| 世界 | 35.83 | 37.81 | 42.46 | 39.53 | -6.63 | -1.72 |
| ドル | 19.13 | 20.38 | 31.46 | 28.11 | -12.33 | -7.73 |
| 円 | 12.76 | 13.38 | 8.75 | 8.93 | 4.01 | 4.45 |
| ユーロ | 2.19 | 2.08 | 1.49 | 1.46 | 0.70 | 0.02 |
| その他 | 1.76 | 1.97 | 0.72 | 1.03 | 1.03 | 0.94 |
| アメリカ | 6.71 | 7.54 | 3.53 | 4.13 | 3.18 | 3.42 |
| ドル | 5.83 | 6.59 | 2.79 | 2.26 | 2.04 | 3.33 |
| 円 | 0.87 | 0.93 | 0.71 | 0.83 | 0.16 | 0.10 |
| ユーロ | 0.01 | 0.01 | 0.03 | 0.03 | -0.03 | -0.02 |
| その他 | 0 | 0.01 | 0 | 0 | 0 | 0.01 |
| EU | 3.72 | 3.89 | 4.02 | 4.04 | -0.32 | -0.15 |
| ドル | 0.54 | 0.61 | 0.48 | 0.45 | 0.05 | 0.16 |
| 円 | 1.09 | 1.21 | 2.13 | 2.20 | -1.04 | -0.99 |
| ユーロ | 1.92 | 1.85 | 1.28 | 1.23 | 0.64 | 0.62 |
| その他 ²⁾ | 0.17 | 0.23 | 0.15 | 0.17 | 0.03 | 0.06 |
| アジア | 19.49 | 20.23 | 19.03 | 19.09 | 0.46 | 1.14 |
| ドル | 10.45 | 10.66 | 13.93 | 13.84 | -3.48 | -3.18 |
| 円 | 8.32 | 8.68 | 4.66 | 4.49 | 3.66 | 4.19 |
| ユーロ | 0 | 0 | 0.07 | 0.15 | -0.08 | -0.15 |
| その他 | 0.74 | 0.89 | 0.40 | 0.61 | 0.34 | 0.28 |
| その他 ³⁾ | 5.92 | 6.34 | 15.87 | 12.38 | -9.95 | -6.04 |
| ドル | 2.32 | 2.52 | 14.27 | 10.56 | -11.95 | -8.04 |
| 円 | 2.47 | 2.56 | 1.25 | 1.41 | 1.23 | 1.15 |
| ユーロ | 0.26 | 0.22 | 0.10 | 0.05 | 0.16 | 0.17 |
| その他 | 0.84 | 1.04 | 0.17 | 0.36 | 0.67 | 0.68 |

注1) 四捨五入のために若干の誤差がある。

2) ボンドが輸出で2000億円, 輸入で1100億円(2015年上半期)。

3) 中東, 中南米, オセアニアなどを含む。

出所: 財務省「貿易取引通貨別比率」「貿易統計」(速報)より。

15年第2四半期から減少しあるいは引揚げとなり, 逆に, ユーロ地域の対米投資が減少しながらも第2四半期以後も継続している。ユーロ地域がドル建貿易・サービス収支黒字をもっていないから, しかも, アメリカの対ユーロ地域へのドル建投資が一部あっても, それ以上にユーロ地域の対米投資があるから, ユーロ地域の対米投資はユーロをドルに替えての投資となる。一方, この表には日本の対米投資はアメリカの対日投資を下回っているように示されているが, 日本の地域別国際収支表では15年第1四半期から対米投資が増加している²⁴⁾。対米・金融収支のネット額(日本からの流出)で, 15年第1四半期4兆4400億円, 第2四半期1兆600億円,

原油価格の低落と中国のドル準備の減少の中での対米ファイナンス（奥田）

第8表 アメリカの地域別国際収支¹⁾

(億ドル)

| | ライン ²⁾ | EU | | | | | | ユーロ地域 | | | | | |
|------------------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|-------|--------|--------|--------|---------|----------|
| | | 2013 | 2014 上 | 2014 下 | 2015 I | 2015 II | 2015 III | 2013 | 2014 上 | 2014 下 | 2015 I | 2015 II | 2015 III |
| ①米の民間対外投資 | 61 | 2,993 | 2,088 | 843 | 1,906 | -461 | -545 | 3,395 | 2,063 | 1,191 | 1,832 | 85 | -639 |
| ②外国の対米投資 ³⁾ | 84 | 4,531 | 2,911 | 2,364 | 546 | 921 | 380 | 2,948 | 2,617 | 1,503 | 1,407 | 987 | 352 |
| ③①-②(収支) | | -1,538 | -823 | -1,521 | 1,360 | -1,382 | -925 | 447 | -554 | -312 | 425 | -902 | -991 |
| ④経常収支 | 1,31 | -84 | 84 | -7 | 88 | -26 | -119 | -116 | 20 | -127 | 4 | -137 | -138 |

注1) 2013年は旧形式のもの。ただし(+)(-)は新形式で表示。

2) ラインは新形式のもの。2013年の①はライン50, ②は55, ④は77。

3) 在米外国公的資産を含む。

| | イギリス | | | | | | その他西半球 | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|
| | 2013 | 2014 上 | 2014 下 | 2015 I | 2015 II | 2015 III | 2013 | 2014 上 | 2014 下 | 2015 I | 2015 II | 2015 III |
| ①米の民間対外投資 | -540 | -224 | -135 | 125 | -624 | 57 | -644 | -312 | 1,565 | 274 | 51 | 659 |
| ②外国の対米投資 ³⁾ | 1,461 | 102 | 811 | -798 | -173 | -58 | -96 | -223 | 11 | 970 | -33 | -131 |
| ③①-②(収支) | -2,001 | -326 | -946 | 923 | -451 | 115 | -548 | -89 | 1,554 | -696 | 84 | 790 |
| ④経常収支 | 145 | 119 | 201 | 116 | 158 | 62 | 599 | 300 | 303 | 125 | 134 | 129 |

| | 中国 | | | | | | 日本 | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|------|--------|--------|--------|---------|----------|
| | 2013 | 2014 上 | 2014 下 | 2015 I | 2015 II | 2015 III | 2013 | 2014 上 | 2014 下 | 2015 I | 2015 II | 2015 III |
| ①米の民間対外投資 | 231 | 169 | 189 | -52 | 174 | -228 | 602 | 433 | 161 | 89 | 412 | 370 |
| ②外国の対米投資 ³⁾ | 2,148 | 932 | 32 | 446 | 33 | -1,638 | 318 | 127 | 236 | 228 | 77 | 140 |
| ③①-②(収支) | -1,917 | -763 | 157 | -498 | 141 | 1,410 | 284 | 306 | -75 | -139 | 335 | 230 |
| ④経常収支 | -3,269 | -1,565 | -1,869 | -817 | -908 | -1,009 | -915 | -404 | -408 | -197 | -229 | -191 |

| | 中東 | | | | | |
|------------------------|------|--------|--------|--------|---------|----------|
| | 2013 | 2014 上 | 2014 下 | 2015 I | 2015 II | 2015 III |
| ①米の民間対外投資 | 30 | 1 | 120 | -1 | 29 | 11 |
| ②外国の対米投資 ³⁾ | 58 | 335 | 165 | 167 | -245 | -132 |
| ③①-②(収支) | -28 | -334 | -45 | -168 | 274 | 143 |
| ④経常収支 | -332 | -183 | -69 | 5 | 18 | 41 |

出所：S.C.Bの各号より。

第3四半期6兆8400億円となっている²⁵⁾。このすべてが、円をドルに替えての対米投資ではないであろうが、一定部分は円をドルに替えての投資であろう。

今後、FRBの「出口政策」に伴い米と欧州・日本の金利差が大きくなり、ドル高が進めばユーロ、円をドルに替えての対米投資（「債務決済」とは異なる対米投資）が増加する可能性はあるだろう。もし今後もこのような投資が進むのであれば1990年代後半期までに見られた欧州、日本の外貨をドルに替えての対外投資による対米ファイナンスのかたち²⁶⁾が「復活」する。とはいえ、ユーロ、円をドルに替えての対米投資は、金利差、為替相場に強く影響されるので、それらが今後どのように推移していくかを注視しなければならない。新興諸国・途上国の「債務決済」のかたちでの対米ファイナンスの地位が低下してきているから、EU、日本の対米投資が伸びなければアメリカ経常赤字のファイナンスが困難をきたし、米の対外投資の引揚げがファイナンスの一部を担うことになろう。

IV, むすび

以上、みてきたように種々の要因が複雑に絡みながら、2014年以後、国際マネーフローと対米ファイナンスの様相が変化してきており、これらが世界、アメリカの成長率にも影響を与えかねない状況になりつつある。本論で述べてきたことからいくつかの主要点が以下のように指摘できよう。

第1に、アメリカ、ヨーロッパ、日本で量的緩和の金融政策が導入されてきたが、改めて、中央銀行はマネタリー・ベースを直接左右させることはできるが、マネーストックを左右させることはなかなかむずかしいということが確認できよう。しかし、量的緩和政策が米日の間では少し異なる事態を生み出している。それは、アメリカ国内はもちろん世界の各地にドル建の原油などの一次産品市場等があり、それらの市場への投資のためのドル資金需要があって、アメリカのQE政策は日本の「異次元の金融政策」よりも少し多めのマネーストックを創出させることができ、そのことが日米間の成長率の差をも生み出した（基軸通貨国の有利さ）。

第2に、2014年後半までの原油価格の高水準とそれ以後の急激な下落は、シェール・オイル開発などの原油の需給関係の変化だけでなく、リーマン・ショックにもかかわらず、アメリカなどの財政・金融政策により残存した過剰資金と、QE政策により新たに創出された過剰資金の動向によるものである。

第3に、シェール・オイルの開発によってアメリカとサウジがライバル関係に転化したことにより、原油価格が14年前半期以前のような高水準に戻ることはかなりの期間予想できないし、中東地域の政治的関係にも影響が出てくる可能性がある。また、OPECの一部には原油取引のユーロ建化を指向する諸国も出てくる可能性があるだろう。

第4に、中国の外貨準備の減少と人民元相場下落は、人民元のSDR構成通貨化にもかかわらず、リーマン・ショック後に当局が進めてきた「人民元の国際化」を遅らせ、豊富な資金を散布しながら中国の世界戦略を進めようとする政策もテンポを遅らせることになるだろう。

第5に、アメリカの「出口政策」は、新興諸国・途上国から資金を逆流させ（アメリカの金融収支の資産が15年第3四半期に大きなマイナスになり、これが米経常赤字のファイナンスにつながっている）、それらの地域の経済成長を低下させ、危機につながる危険性もありうる。また、「出口政策」はドル高と米と欧・日間の金利差を生み出し、ユーロ、円をドルに替えての投資が有利になり、対米ファイナンスにおける欧・日の比重がやや高まっていく可能性があるだろう。しかし、それは今後の「出口政策」の進展如何にもよろう。

(2016年3月15日、脱稿)

注

- 1) 拙書『円とドルの国際金融』ミネルヴァ書房, 2007年, 第5章, とくに, 130~142ページ参照。
- 2) 損失額については, 神澤正典「危機後の世界への波及と基軸通貨のゆくえ」, 奥田・神澤編『現代国際金融第2版』法律文化社, 2010年, 250~251ページ参照。
- 3) オイルマネーの運用は, 一部はユーロなどに向かっている。やや古いがECBの次の文書の記述を見られたい。「2002年以来, OPEC諸国は原油からあがる富をドル建から一部ユーロ建に移し替えている。01年の第3四半期は12%であったのが, 04年の第2四半期には25%に上昇し, 逆にドル建は01年の第3四半期に75%であったのが, 04年の第2四半期に61.5%になっている」(E. Mileva and N. Siegfried, *Oil Market Structure, Network Effects and the Choice of Currency for Oil Invoicing*, Dec. 2007, p.12, ECB Occasional Paper Series No.77)。
- 4) 原油などの一次産品市場がロンドンなどのアメリカ以外の地域に存在していてもドル建で取引されていけば, それらの市場にドル資金の流出入があり, ドルのマネーストックの増減に影響が出てくる。
- 5) BIS, *83rd Annual Report, June 2013*, pp.5-12. 拙稿「アメリカの量的緩和政策と新たな国際信用連鎖の形成についての覚書」『立命館国際研究』26巻3号, 2014年2月を参照されたい。
- 6) *Ibid.*, p.8.
- 7) *Ibid.*, p.8.
- 8) *Ibid.*, p.12. パーナンキ前FRB議長が13年5, 6月に「出口問題」を発言するのはこうしたことを受けてのことであったと思われる。
- 9) シェール・オイルの開発とアメリカの原油輸出の解禁, 中国の経済減速, イランへの制裁の解除等が考えられる。
- 10) 「密約」については, 拙書『多国籍銀行とユーロカレンシー市場』同文館, 1988年, 80~87ページを見られたい。
- 11) 岩間剛一「中東産原油と米国シェール・オイルの攻防の行方」『中東協力センターニュース』2015年2月3日, 39ページ。
- 12) 同上, 40ページ。
- 13) 同上, 37ページ。
- 14) 16年2月にサウジアラビア, ロシア, カタール, ベネズエラの4か国は原油生産を過去最高に近い16年1月の水準で凍結することに合意した (<http://jp.reuters.com/article/oil-output-jdJPKCN0CP0YA> (2016年3月4日))。サウジアラビアがロシアなどと合意したことは, アメリカとのライバル関係が無視できない事態になってきていることではないだろうか。
- 15) ECBのいくつかの文書は, 原油取引のユーロ化について検討している。以下の文書である。E. Mileva and N. Siegfried, *Oil Market Structure, Network Effects and the Choice of Currency for Oil Invoicing*, Dec. 2007, ECB Occasional Paper Series No.77, B. Eichengreen, L. Chitu and A. Mehl, *Network Effects, Homogeneous Good and International Currency Choice: New Evidence on Oil Markets from an Older Era*, March 2014, ECB Working Paper Series No.1651. しかし, ユーロ化は例外的にしか行われていず, とくに, ギリシャ危機後にはユーロ化はほとんど進んでいない。
- 16) 拙稿「人民元の現状と「管理された国際化」」『立命館国際地域研究』第43号, 2016年3月。
- 17) http://www.jiji.com/jc/foresight?p=foresight_15401&r=y (2015年8月25日)。
- 18) http://headlines.yahoo.co.jp/hl?a=20151031-00000000-reut-bus_all (2015年10月31日)。朝日新聞(16年2月7日)によると, オフショア市場でのドル売・元買の介入も繰り返され, 15年12月までの1

- 年半に中国の外貨準備高は約 6600 億ドルも減少したという。
- 19) IMF 理事会は 15 年 11 月に人民元を SDR の構成通貨にすることを決定したが、もともと人民元は他の SDR 構成諸通貨のような資本取引の自由化が十分な通貨ではない。
 - 20) 中国による対米ファイナンスの日本のそれとの差異については、次の拙稿を参照されたい。「グローバル・インバランス論と対米ファイナンスにおける日本と中国のちがひ」『立命館国際研究』28 巻 1 号、2015 年 6 月。
 - 21) 国際収支表の作成には種々の表を必要としており、それらの間には齟齬が伴い、どうしても「統計上の不一致」が生まれるのであるが、捕捉困難な流動・短期資金の流出入に起因する部分もあろう。しかし、2014 年以降の「統計上の不一致」の額がきわめて大きいという事態は国際収支表への信頼を損うものであろう。
 - 22) ユーロ地域の域外貿易とサービスに占めるユーロ建の比率は 14 年に輸出が 67.3%、輸入が 48.8%で、サービスの輸出で 64.4%、同輸入で 53.1%である (ECB, *The International Role of the Euro*, July 2015, p.75)。ドル建比率はわからないが、14 年の輸出額が約 1 兆 9500 億ユーロ、輸入額が約 1 兆 7100 億ユーロで、収支は約 2400 億ユーロの黒字 (ECB, *Economic Bulletin*, April 2015) で、故にユーロ建貿易収支は 4800 億ユーロの黒字であるから、ドル建は赤字であろうと考えられる。日本の貿易のドル建比率は、輸出で 53.9%、輸入で 71.1%である (15 年上半期、財務省「貿易取引通貨別比率」より) から、ドル建では貿易収支は赤字である。
 - 23) ユーロ地域の石油輸入額は 2013 年第 4 四半期に 815 億ユーロであったのが、15 年第 1 四半期に 581 億ユーロ、第 2 四半期に 569 億ユーロに減少している (ECB, *Economic Bulletin*, 各号の Statistics のそれぞれ 3.9 より)。日本については第 7 表を見られたい。
 - 24) アメリカの国際収支表では、日本のロンドン、パハマ・ケイマンを経由する対米投資は日本の対米投資とならない。他方、日本の国際収支表では「現地主義」がとられており、例えば、ロンドンから米証券を購入した場合も対米投資となる。
 - 25) 財務省の地域別国際収支状況より。
 - 26) 拙書『現代国際通貨体制』日本経済評論社、2012 年、第 3 章、前掲拙稿「グローバル・インバランス論と対米ファイナンスにおける日本と中国のちがひ」214~218 ページ参照。

(奥田 宏司, 立命館大学国際関係学部教授)

On the Financing of the U.S. Current Account Deficit in 2014~15

The plunge in the price of crude oil which resulted in the disappearance of oil dollars together with the decrease of Chinese foreign reserve assets after 2014 have changed international money flows and the pattern of financing the U.S. current account deficit.

The fall of crude oil prices after 2014 was due not only to supply-demand imbalance but also to the outflows of money from oil markets. The former was caused by the development of shale oil resources and economic stagnation in emerging countries such as China.

The Chinese foreign reserve assets that has played the role of financing the U.S. current account deficit, decreased from 431 billion dollars in 2013 to 118 billion dollars in 2014 and changed to a negative quantity in 2015.

The purpose of this paper is to consider the changing patterns of the financing of the U.S. current account deficit after 2014.

(OKUDA, Hiroshi, Professor, College of International Relations, Ritsumeikan University)

