



世界金融危機と国際資本フローの変化

小笠原, 悟
岩壺, 健太郎

(Citation)

国民経済雑誌, 208(3):87-103

(Issue Date)

2013-09

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/81008507>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/81008507>



世界金融危機と国際資本フローの変化

小 笠 原 悟
岩 壺 健 太 郎

国民経済雑誌 第 208 卷 第 3 号 抜刷

平 成 25 年 9 月

世界金融危機と国際資本フローの変化

小 笠 原 悟
岩 壺 健 太 郎

本稿では、グロスの国際資本フローに焦点を当て、世界金融危機発生前・危機時・危機後を通じて、主要な国・地域間の国際資本フローの規模や構造がどのように変化したのかを分析する。国際資本取引は危機前に流出・流入ともに急増し、対外資産・負債は両建てで拡大していたが、危機後に大幅に減少した。金融資産別では危機前に全体の約半分を占めていた株式が危機後に4割弱に縮小し、長期債が7割近くまで回復した。また、国・地域別では危機前にはエクスポージャーの小さかった日本のグロス証券投資が拡大する一方、最も投資活動が活発であった欧州の証券投資が危機以降、減少傾向にある。欧州投資家が海外から資本を引き揚げ、米国の対外証券投資が十分回復していない一方で、日本のリスクマネーが世界に流出し、欧米のグローバル資金供給者としての役割を代替している実態が明らかになった。

キーワード 金融危機、国際証券投資ポジション、グロス資本フロー、証券投資、IMF

1 は じ め に

1980年代以降、経済・金融のグローバル化や自由化が進展するにつれ、国際資本取引は急速に拡大してきた。2000年初めからは世界的な金融緩和と安定的な金融環境の下で、国際資本フローは高いリターンを求めリスク性商品へと流入していった。特に2004年以降は米国住宅バブルも追い風となり、世界的に金融資産価格の上昇を促した。最終的には住宅バブルの崩壊とともに資本フローは逆流し、金融危機をもたらし、世界経済は大不況に陥った。この間の巨額の資本フローの動きを分析したものには、1990年代後期のアジア通貨危機を契機とする新興アジア諸国の経常収支黒字化に起因する世界的過剰貯蓄説 (global saving glut hypothesis) に焦点を当てたものや (Bernanke 2005, Caballero and Krishnamurthy 2009, Bernanke, et al. 2011), 資本フローが流出・流入とともに大幅に増加した結果として、ストックとしての国際投資ポジションが拡大したことを重視するもの (Gourinchas, et al. 2011, Shin 2012, 岩本 2013) などがある。

世界的過剰貯蓄説はいわゆる「グローバル・インバランス」を説明するものであり、Bernanke (2005) によれば、経常収支不均衡拡大の主因が最大の資本輸入国である米国にあるとすれば、実質金利は上昇するはずだが、実際、長期金利は低下しており、その背景には世界的な貯蓄過剰があるというものである。他方、Shin (2012) や岩本 (2013) は世界的過剰貯蓄説で定型化されてきた経常収支黒字国（貯蓄超過国）である日本や新興アジア諸国から経常収支赤字国（貯蓄不足国）である米国へという資本フローはあくまでもネットの資本フローに注目したものであり、グロスの資本フローを重視すると、経常収支赤字国（ないしは均衡国地域）である欧州から経常収支赤字国である米国へという流れが現実であったと指摘している。

岩本 (2013) は金融危機に至るまでの数年間における欧州—米国間の資本フローが流出・流入ともにグロスで拡大した背景には、欧州の米国に対する「短期借り・長期貸し」があったとする。つまり欧州の銀行が米国の短期金融市場から調達した資金を、本国の親会社に送金する一方、バランス・シートの拡大によって貸出余力を高め、欧州域内のみならず、米国の民間貸出市場に参入したのである。こうした欧州銀行の行動が米国の住宅バブルを助長したのだが、最終的にはサブプライム危機を契機に欧州銀行の対米短期資金の借入れも長期資金の貸出しも大きく縮小した。また、Gourinchas, et al. (2011) はグロスの資本フロー構成に注目し、対外資産の多くをリスクが高く流動性が低い資産で保有している米国と、逆に対米資産の多くが長期国債という安全性の高い資産を保有している国々との間で、金融危機時に資産価格の変動により富の移転が生じていることを明らかにしている。

本稿では、グロスの資本フローに焦点を当て、2008-09年の世界金融危機を経て、国際証券投資フローの規模や国・地域間でどのような変化が生じているか検証するものである。具体的には主要国・地域間の証券投資フロー（株式、長期債、短期債）を金融危機前、金融危機時そして金融危機後に分け、金融危機時を挟んで主要国・地域間で証券投資フローの規模や構成にどのような変化が生じているか分析する。まず、はじめに金融危機前後の主要金融資産市場の動向を概観する。グローバル経済・金融のリンケージが強まる中、2000年以降主要国の株式、債券価格は同一化の様相をみせていた。しかし、金融危機後は景況格差や国家間の信用格差を背景に異なった動きをしている。次に、主要国・地域間のグロスの証券投資フローについて IMF の証券投資残高調査 (Coordinated Portfolio Investment Survey) を用いて分析する。金融危機前の国際証券投資ポジションは、欧米間の証券投資フローの増加を背景に、対外資産・負債両建てで拡大していた。金融危機時は資産、負債ともに大幅に縮小した後、ほぼ2年間で危機前の水準に回復したのだが、この過程でどのように証券投資フローの方向性や構成が変化したか、欧州、米国、日本およびアジアの4か国・地域別に検証し、最後にまとめる。

2 金融危機前後のグローバル金融資産市場の動向

ここでは比較的流動性が高い主な資産市場の動きを概観する。具体的には株式市場、債券市場、コモディティ市場そして為替市場について2004年以降の動向を観察する。

2.1 株式市場

MSCI (Morgan Stanley Capital International) が提供する MSCI ACWI FM Index (先進国23か国, 途上国25か国, および後発途上国19か国の上場企業で構成されている株価指数) によると, 世界の株価は2004年以降大幅に上昇し, ピークの2007年11月には2004年1月と比べて約3倍の水準となった。先進国で構成される MSCI World Index が59.5%上昇する中, 新興市場国の株価指数は2倍から4倍 (新興アジア諸国で構成される MSCI EM Asia は同175.4%, 新興ラテン・アメリカ諸国で構成される MSCI EM Latin America は363.9%) に上昇した。また, 先進国では欧州 (87.9%上昇), パシフィック (75.3%上昇) が米国 (39.9%上昇) をアウトパフォームした。(図1および図2)

2008年9月のリーマン・ショック後の急落から2010年にかけて, ほとんどの株価指数は急速に持ち直したものの, その後の回復ペースはまちまちである。先進国では米国の株価が比較的堅調に回復してきたのに対し, 欧州およびパシフィック株式指数の回復が遅れ, 金融危機前の水準を下回っている。また, 新興国ではラテン・アメリカに比べてアジアの回復が遅れていたが, 2012年以降はラテン・アメリカ市場もやや足踏み状態にある。

図1 株価指数の推移

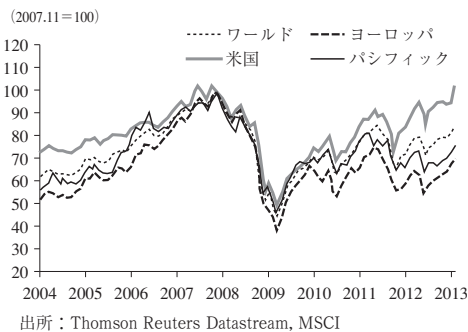
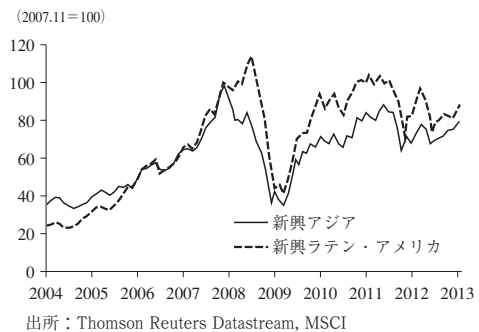


図2 株価指数の推移



2.2 債券市場

債券市場についてはシティ・グループが作成している世界 BIG 債券インデックスおよび Thomson Reuters 社の Datastream が作成している国別の Government Bond Index で債券価格の動きをみた (図3および図4)。世界 BIG 債券インデックスは米ドル, ユーロ, 円, 英

ポンドの4大通貨圏の公社債などが対象である。また、Government Bond Index は国別の国債が対象であるが、地域別あるいは新興国市場のデータに制限があるため主に先進国の国債市場が中心となる。

まず、2008年秋のリーマン・ショックまでの世界 BIG 債券インデックスをみると、2005年から2007年にかけては景気回復や各国中銀の利上げを背景に債券市場は弱含みで推移していた。サブプライム危機が深刻化すると各国中央銀行が金融緩和に動き始めたことで若干持ち直したが、リーマン・ショックをきっかけに再び急落し、その後の動きはまちまちである。Government Bond Index で国別の国債相場をみると、量的緩和政策、信用緩和政策などにより積極的な金融緩和に動いた米国、イギリスの国債価格は大幅に上昇する一方、ユーロ圏ではドイツ国債は大幅に上昇したが、スペイン、イタリア、ギリシャなど南欧諸国の国債価格は大幅に下落するなど債券相場は2010年終わりごろから不安定な状況が続いている。

図3 世界 BIG 債券インデックス

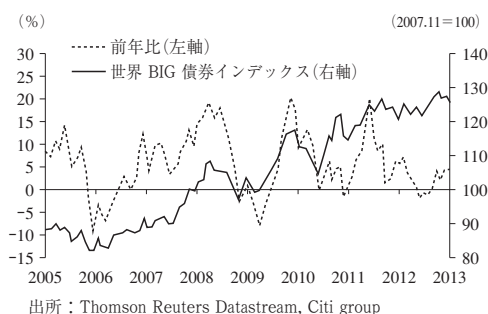
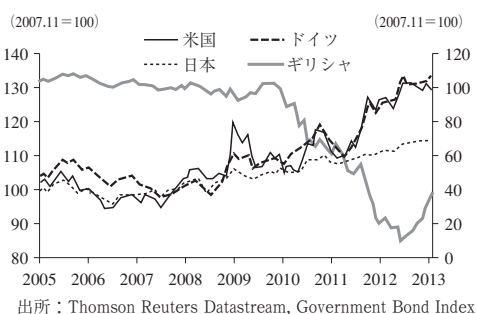


図4 国別国債価格の推移



2.3 コモディティ市場

コモディティ市場では代表的な CRB 指数および Thomson Reuters Datastream から入手した金、原油（ブレント）、銅、天然ガスについて観察した（図5および図6）。まず、CRB 指数は2000年代中ごろから世界的な景気回復を背景に緩やかに上昇してきた。2007年後半には景気は減速傾向を示し始めたものの、世界的な金融緩和を背景にした過剰流動性が商品市場に流入し2008年秋にかけて急上昇した。リーマン・ショックで一時的に急落した後緩やかに上昇傾向を辿ってきたが、商品ごとに動きはかなり異なる。金相場は金融危機時の下落幅が最も限定的であり、2009年から2011年中ごろまで急上昇した。また、原油および銅価格は回復傾向を辿ってきたものの、リーマン・ショック前のピークに戻っていない。一方、天然ガス価格はリーマン・ショックで急落した後、ほぼ横ばいで推移している。实体经济の回復の鈍さやシェールガスの開発による天然ガスの供給増が影響しているとみられる。

図5 CRB 指数の推移

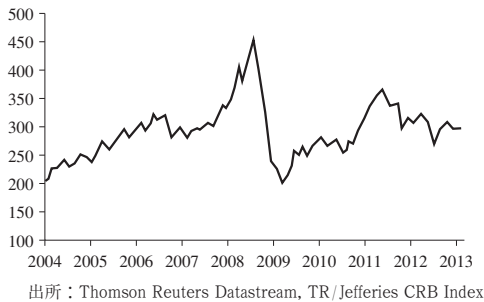
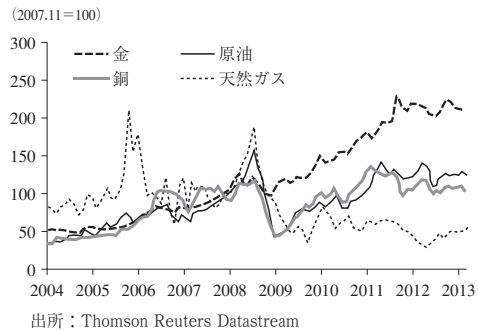


図6 主要商品価格の推移



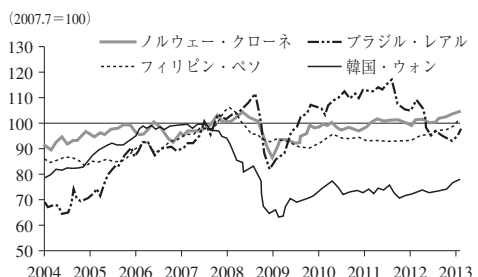
2.4 為替市場

為替相場については IFS (International Financial Statistics) の名目実効指数を用い、主要通貨の動きをみた。具体的には米ドル、ユーロ、円、英ポンド、スイス・フランなど主要通貨に加え、豪ドル、ノルウェー・クローネ、スウェーデン・クローナ、メキシコ・ペソ、ブラジル・レアル、ロシア・ルーブル、南アフリカ・ランド、韓国・ウォン、フィリピン・ペソ、タイ・バーツ、マレーシア・リンギット、中国・人民元である。これらの通貨を金融危機発生前後の期間に分けると、①サブプライム危機が深刻化する2007年後半まで上昇トレンドを辿り、その後下落した通貨、②危機発生まで緩やかな下落傾向にあったものの、危機後に急上昇した通貨、③その他の通貨に大別することができよう。

2007年夏にかけて上昇基調だったのは、高い期待成長率、資源価格の上昇、そして比較的高い金利に支えられた新興国通貨¹⁾（ブラジル・レアル、フィリピン・ペソ、タイ・バーツなど）やいわゆるコモディティ関連通貨（豪ドル、ノルウェー・クローネなど）であり、金融危機発生後こうした通貨は急落した（図7）。一方、米ドル、スイス・フラン、円はサブプライム危機が深刻化する以前は緩やかながらも下落基調にあったが危機発生後上昇した（図8）。これらの通貨はキャリー・トレードにおける調達通貨としてみなされ、高金利通貨や他の金融資産で運用された。こうした取引が金融危機で巻き戻されたということになる。米ドルについては2004年末の利上げ開始後政策金利は5%台まで引き上げられていたものの、グローバル投資家、特に欧州やアジアの外貨準備運用者の米国長期債に対する需要の高さから長期債金利は低位で推移しており、それが米国内投資家の対外リスク資産への資本流出を促しドル指数の下落に寄与したと考えられる²⁾。

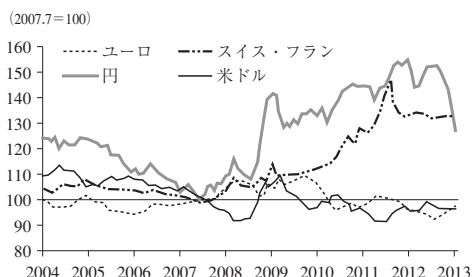
金融危機後の為替市場の特徴は2008年10月から2009年3月にかけての米ドルの急騰である。リーマン・ショックの影響でカウンター・パーティ・リスクを意識した米国金融機関が短期金融市場でのドル資金の供給を抑制したため、同国短期金融市場でドル資金を調達していた

図7 新興市場・コモディティ関連通貨の推移



出所：Thomson Reuters Datastream, International Financial Statistics

図8 主要先進国通貨の推移



出所：Thomson Reuters Datastream, International Financial Statistics

グローバル金融機関（主に欧州系銀行）のドルの資金繰りが悪化するなど国際的にドル資金が急速に不足したことが背景にある。その後 FRB が各国中央銀行とスワップ取極めを締結しドル資金を供給したことから、金融市場は落ち着きを取り戻した。しかし、国際投資家のリスク回避姿勢は根強く、安全資産として円やスイス・フランは上昇傾向を辿った。

3 世界的金融危機前後のグロスの国際資本フロー

3.1 分析の方法

本稿では、IMF がまとめた証券投資残高共同調査（以下、Coordinated Portfolio Investment Survey, CPIS）の証券投資残高の前年差を資本フローの代理変数とし、2008-09年に発生した世界的金融危機前後の主要国の国際証券投資フローの動きを分析する。国際資本フロー分析では一般に国際収支統計を用いることが多いが、国際収支統計は各当該国と海外部門との一定期間の資本の流れを集計したもので、日本や米国など一部の国を除き、投資先相手国との双方向での資本フローを把握することはむずかしい。他方、CPIS は証券投資残高の保有状況を示したものであり、毎期の証券投資フローと資産価格の変化を足したものが翌期末の残高となる。つまり前年差ではどの部分が実際のフローでどの部分が価格の変動によるものか区別することができない。ただ、CPIS では国家間の証券保有状況が債権国、債務国双方の立場から示されており、クロスカントリー分析が可能になる。世界的金融危機前後のグローバル資本フローの拡大と縮小の規模を踏まえれば、残高の変化でも、この期間の国・地域間の資本フローの方向や構造変化をある程度把握することは可能だろう。

分析では2008-09年の2年間を世界的金融危機時とし、前後2年間を加えた6年間について国際証券投資残高（合計、株式、長期債および短期債）の前年差を投資フローの代理変数とした。次にそれぞれ2年間の平均を求め、金融危機前、金融危機時、金融危機後のフローとして分類した。また、投資国、投資先国ごとに欧州、米国、日本、アジア、中南米、タックス・ヘブン⁵⁾およびその他（各国の外貨準備基金・国際機関および主要地域の分類に含まれ

ない国々)の7か国・地域に分け、さらに欧州をユーロ圏、中東欧、その他主要欧州に整理した。本稿では、対外資産、負債全体の約8割を占めている欧州、米国、日本、アジアの4か国・地域間の資本フローを中心に分析した。

3.2 グロスの資本フローの定義

次に本稿で用いる資本フローについて定義しよう。国際資本取引においては居住者原則に基づき、居住者による外国資産の購入あるいは非居住者による国内資産の売却を資本流出、居住者による外国資産の売却あるいは非居住者による国内資産の購入を資本流入と定義される。そのためネット資本フロー（資本流出マイナス資本流入）とした場合、資本フローが居住者の対外投資によって生じたものか、非居住者の対内投資によるものか区別できない。また、ネット資本フローでは、対外資本フローと対内資本フローが拮抗していた場合、実際のフローの規模を過小に評価してしまう可能性がある。本稿では、金融危機前に対外資本フローの急増と、その結果としてストックとしての対外資産、負債の両サイドに拡大がみられたことを重視して、グロスの資本フローという概念を用いた。⁹⁾グロスの資本フローは次のように定義される。

グロスの資本流出＝(居住者による外国資産の購入)－(居住者による外国資産の売却)

グロスの資本流入＝(外国人による自国資産の購入)－(外国人による自国資産の売却)

なお、一般に国際収支に基づくと、グロスの資本流出はマイナスに、グロスの資本流入はプラスの符号になるが、本分析では対象となる4か国・地域間の双方向での国際資産取引データを入手できないためストック統計で対応しており、便宜上、対外資産、負債の増加をプラス、減少をマイナスとし、グロスの資本フローの代理変数としている。つまり対外資産の増加（居住者による外国資産の購入＞売却）をプラス、減少した場合（居住者による外国資産の購入＜売却）をマイナスに、また、対外負債の増加（外国人による自国資産の購入＞売却）もプラス、減少（外国人による自国資産の購入＜売却）もマイナスとしている。

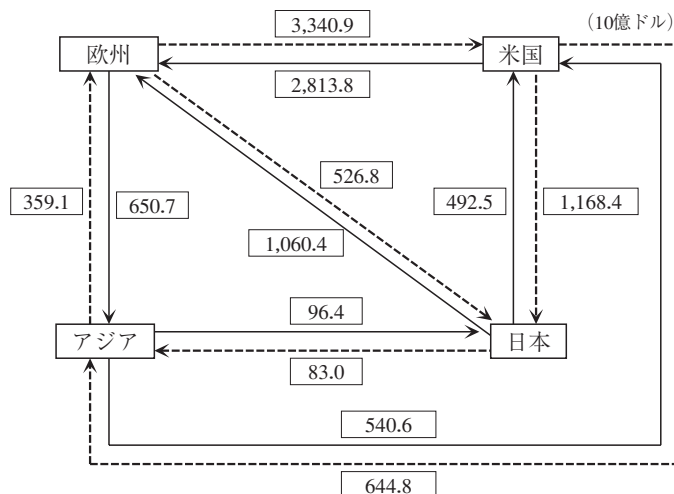
3.3 オーバービュー

CPISの統計によれば、2011年末の国際証券投資残高（株式＋長期債＋短期債）は39兆4,670億ドルと10年前の調査が始まった1997年末の12兆7,200億ドルの約3倍に拡大した。この間グローバルGDPは約2.2倍、国際銀行貸出残高は2.7倍増加しており、経済の拡大とともに金融取引も増加してきたことがわかる。また、証券投資残高のうち各国の外貨準備基金および国際機関など公的部門の保有残高を除くベースでは34兆5,625億ドルとなっている。

内訳をみると、株式は全体の41.8%（14兆4,498億ドル）、長期債は52.3%（18兆883億ドル）、短期債は5.9%（2兆253億ドル）である。地域別では欧州が19兆2,784億ドルと全体の55.8%を占め、そのほとんどがユーロ圏（39.7%）である。次いで米国が19.9%、日本が7.0%、そしてアジアが4.1%となっている。

図9は CPIS から2011年末の4か国・地域間の証券投資の保有状況をまとめたものである。欧州—米国間、アジア—米国間および日本—アジア間ではそれぞれの資産残高のギャップ（相手国資産の保有残高の差）は20%以下にとどまっているが、日本—米国間および日本—欧州間では50%以上のギャップがある。日米間のデータには外貨準備高が含まれていないことからすれば、日本の対米資産残高の少なさはある程度理解できるが、対欧州では日本側が欧州の約2倍の対外資産を保有しており、極めて興味深い。

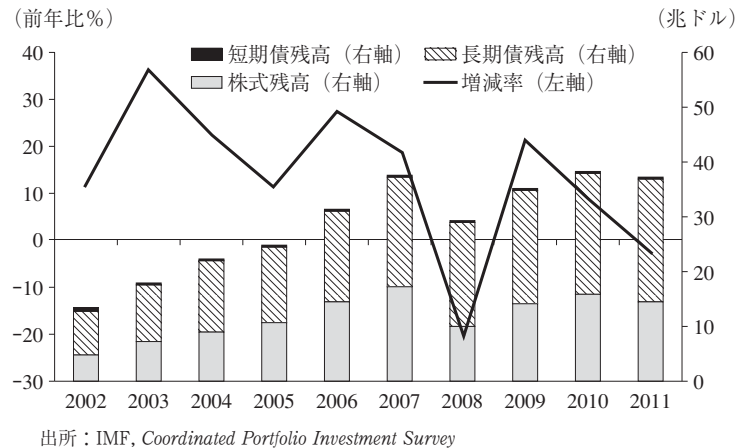
図9 4か国・地域間の証券投資の保有状況（2011年末）



出所：IMF, “Coordinated Portfolio Investment Survey” を基に著者作成。

さて、2000年代初期からの動きをみると、2007年までの6年間に証券投資残高は年平均18.5%のペースで増加した後、2008年には金融危機で前年比20.0%減少した（図10）。翌年には21.2%増と急反発したものの、2010年にはピークを打ち2011年は再びわずかながらも減少している。金融資産の内訳をみると、金融危機発生前の2007年に全体の47%を占めていた株式は、危機後の株価急落もあり一旦31%まで低下、その後回復しているものの2011年には36%にとどまっている。他方、長期債は株式のシェアの上昇に伴い2007年には50%を割り込んだが、金融危機後は再び上昇している。国別では従来から欧州、米国のシェアが高く、金融危機後に若干低下したものの、全体の4分の3を占めている。他方、アジアが2001年の2.9%から5.2%へ拡大した。1990年代後半のアジア通貨危機後、各国の経常収支の黒字化を

図10 国際証券投資残高の推移



背景に対外証券投資を活発化させてきたとみられる。アジアの対外証券投資のほとんどは外貨準備（公的資金）によるものと考えられるが、民間ベースでも増加傾向にあることを示している。表1～3は、金融危機前、金融危機時、そして金融危機後の4か国・地域間のグロスの証券投資フローを示したものである。この表に従って、それぞれの期間における4か国・地域間の証券投資フローの動きを分析する。

3.4 金融危機前（2006-07年）の国際証券投資フロー

2006-07年の国際証券投資残高は年平均6兆6,300億ドル増加した。株式が3兆2,850億ドル、長期債が3兆34億ドル、株式と長期債がほぼ同額増加している。国・地域別では、欧州の証券投資フローが3兆6,415億ドル（全体の約55%）と最も多く、次いで米国が1兆3,000億ドル、アジアが3,556億ドル、日本が2,043億ドルとなっている。もっとも、欧州からの投資の64%が欧州域内向け投資である。

金融危機前の国際証券投資フローの特徴は、欧州—米国間の証券投資が最も活発であり、米国の対欧州投資の方が欧州の対米投資を若干上回っている。資産別にみると、欧州の対米投資では60%が長期債であったのに対し、米国からの対欧州投資は株式（全体の70%）が主流であった。一見、両地域間の証券投資フローは米国側のほうがよりリスクの高い商品に投資している構図となっているように見えるが、欧州の対米債券投資の多くは安全資産である米国債よりも社債や政府機関債（モーゲージ債）などのリスク性商品の比率が高かったことに留意が必要である。¹⁰⁾

アジア—米国間では米国側の大幅な流出超となっているが、アジア諸国の対米投資のほとんどは外貨準備資金によるものであり、統計上「外貨準備基金および国際機関」（本稿では

表1 金融危機前(2006-07年)のグロス証券投資フロー

合計

(10億ドル)		投資国・地域						
		欧州	米国	日本	アジア	中南米	タックス・ヘブン	その他
投資先国・地域	欧州	2,316.7	644.9	92.0	64.5	2.4	33.5	400.6
	米国	532.8	—	32.8	39.0	1.2	60.1	352.1
	日本	25.8	31.1	—	12.9	0.0	0.8	28.0
	アジア	179.2	152.7	22.1	132.4	1.9	3.6	66.7
	中南米	41.5	61.1	3.3	2.7	-0.1	0.3	9.3
	タックス・ヘブン	174.3	211.7	28.5	71.6	1.6	4.1	41.8
	その他	371.2	198.8	25.7	32.5	1.0	4.5	114.7
	合計	3,641.5	1300.3	204.3	355.6	8.1	107.0	1013.1
								6630.0

株式

(10億ドル)		投資国・地域						
		欧州	米国	日本	アジア	中南米	タックス・ヘブン	その他
投資先国・地域	欧州	972.4	455.8	31.8	37.0	0.2	9.0	146.2
	米国	184.6	—	14.6	22.0	0.2	15.4	102.8
	日本	9.4	17.9	—	6.6	0.0	2.3	8.9
	アジア	153.6	147.4	18.5	110.2	0.0	3.4	60.0
	中南米	34.6	65.8	3.0	2.7	0.0	0.1	7.7
	タックス・ヘブン	95.3	127.1	3.5	68.3	1.6	2.5	27.6
	その他	105.1	151.1	11.1	14.5	0.2	0.2	32.8
	合計	1,555.0	965.1	82.4	261.4	2.2	32.9	386.0
								3,285.0

長期債

(10億ドル)		投資国・地域						
		欧州	米国	日本	アジア	中南米	タックス・ヘブン	その他
投資先国・地域	欧州	1,270.5	156.2	60.6	15.7	0.9	15.4	226.0
	米国	317.7	—	17.2	16.4	1.9	35.8	250.3
	日本	-10.2	11.7	—	4.3	0.0	-1.4	1.6
	アジア	22.1	4.6	3.4	16.8	0.3	0.1	8.6
	中南米	4.5	-4.9	0.3	0.1	-0.1	0.2	1.9
	タックス・ヘブン	78.0	78.9	25.8	3.1	0.2	0.7	14.6
	その他	220.1	41.3	14.5	13.3	0.6	2.5	61.2
	合計	1,902.7	287.8	121.9	69.6	3.9	53.3	564.3
								3,003.4

短期債

(10億ドル)		投資国・地域						
		欧州	米国	日本	アジア	中南米	タックス・ヘブン	その他
投資先国・地域	欧州	93.1	32.9	-0.3	12.0	1.3	9.2	31.3
	米国	31.6	—	0.9	0.5	-0.9	8.9	1.1
	日本	16.7	1.5	—	2.0	0.0	0.0	15.4
	アジア	1.5	0.7	0.2	5.2	1.6	0.0	1.0
	中南米	1.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
	タックス・ヘブン	-0.3	5.7	-0.8	0.1	-0.2	0.8	0.4
	その他	39.9	6.4	0.1	4.6	0.2	1.7	16.8
	合計	183.8	47.4	0.0	24.5	2.0	20.8	65.9
								344.6

出所：IMF “Coordinated Portfolio Investment Survey” を基に筆者作成。

「その他の投資」)に分類されている。また、多くのアジア諸国では資本規制によって、民間部門の対外証券投資が限定的なことも影響していると考えられる。米国の対アジア投資の96%、アジアの対米投資の56%が株式であるが、アジアからの投資の多くが外貨準備であり、米国債や政府機関債に投資されているということを鑑みれば、米国はアジアから低い金利で資金を調達し、アジアでリターンの高い株式で運用しているという構造になる。アジア—欧州との関係でも対米ほどのギャップはないものの、ほぼ同じパターンであった。

この時期の日本の国際証券投資フローはそれほど活発ではなかった。日本の対アジア投資額は221億ドル、アジアの対日投資額は129億ドルにとどまっている。日本—米国間では日本の対米投資は328億ドル、米国の対日投資は311億ドルと拮抗している。日本—欧州間では日本の対欧州投資が920億ドルだったのに対し、欧州の対日投資は258億ドルにとどまり、日本側の大幅流出超であった。日本の対欧州投資は35%が株式であり、対米投資と比べて債券投資が多い。欧州の対日証券投資も債券投資の比率が大きい¹¹⁾が、日本からの対欧州投資では長期債が中心だったのに対し、欧州の対日投資の中心は短期債であった。

3.5 金融危機時（2008-09年）の国際証券投資フロー

米国発サブプライム危機の深刻化とリーマン・ショックを背景に、世界的に金融市場は大混乱に陥った。投資家のリスク資産からの逃避が始まり、2008-09年には国際資本フローは資産価格の急落を伴いながら逆流し、グローバル証券投資残高は年平均8,218億ドル減少した（なお、単年ベースでは2008年に8兆2,525億ドルが債権国に回帰した後、2009年には6兆6,088億ドルが再び投資先国へ流出している）。ただ、金融資産別では株式が減少した一方で、長期債および短期債は増加した。また、国・地域別にみると、米国（-6,195億ドル）と欧州（-5,108億ドル）では自国への大幅な資本回帰があったものの、日本（1,612億ドル）および、アジア（228億ドル）はいずれもグロスで資本流出だった（単年ベースでは、2008年に日本、アジアともに減少しているが、2009年には減少分を相殺する形で増加している）。

欧州—米国間では双方向とも資本回帰がみられたものの、欧州では対米投資の減少額が金融危機前の流出額の約5分の1にとどまったのに対し、米国では流出額の約半分が米国内に還流している。欧州からの資本の回帰がそれほど多くなかったのは、安全資産としての米国債へ資金が流出したことが背景にあると考えられる。アジア—米国間、アジア—欧州間の証券投資フローは、株式を中心に米国および欧州への資本回帰となった。一方、アジアの対米投資は株式投資の増加が寄与し、全体で131億ドルの流出となった。これに対し対欧州投資は短期債の回収で全体として2億ドルの流入超となった。

金融危機時の日本の証券投資フローは対アジアでは株式の売却で流入超となったものの、対米、対欧州ともに長期債投資が増加し、全体では資本は流出超となった。これに対して株

表2 金融危機時(2008-09年)のグロス証券投資フロー

合計

(10億ドル)		投資国・地域						
		欧州	米国	日本	アジア	中南米	タックス・ヘブン	その他
投資先国・地域	欧州	-39.6	-327.4	43.7	-0.2	-2.0	-23.1	90.2
	米国	-103.6	—	53.0	13.1	2.0	-46.2	75.4
	日本	-82.4	-88.6	—	2.0	0.0	-5.3	22.1
	アジア	-69.5	-52.1	-3.8	-2.4	-1.5	7.4	12.2
	中南米	9.4	1.0	10.1	-0.3	0.1	0.9	-0.9
	タックス・ヘブン	-139.6	-163.8	26.3	7.7	0.2	5.0	-26.1
	その他	-85.5	11.5	31.9	2.9	2.9	1.8	9.2
	合計	-510.8	-619.5	161.2	22.8	1.8	-59.5	182.2

株式

(10億ドル)		投資国・地域						
		欧州	米国	日本	アジア	中南米	タックス・ヘブン	その他
投資先国・地域	欧州	-573.9	-307.1	-8.7	-2.9	-0.2	-3.6	-61.1
	米国	-145.7	—	4.2	9.5	-0.4	-5.2	-35.3
	日本	-77.8	-79.2	—	-1.5	0.0	-4.9	-13.4
	アジア	-59.2	-54.9	-4.8	-16.0	0.0	7.0	12.7
	中南米	5.2	-6.3	2.3	-0.4	0.1	-0.1	0.2
	タックス・ヘブン	-64.6	-125.6	14.8	9.9	0.1	7.2	-8.4
	その他	-38.0	-53.3	2.5	-0.1	0.4	-5.9	4.2
	合計	-954.0	-626.3	10.3	-1.5	0.0	-5.5	-101.1

長期債

(10億ドル)		投資国・地域						
		欧州	米国	日本	アジア	中南米	タックス・ヘブン	その他
投資先国・地域	欧州	418.7	-26.6	48.1	9.7	-0.6	-3.8	48.3
	米国	35.5	—	50.6	0.6	2.3	-26.9	27.3
	日本	-11.8	-11.3	—	1.9	0.0	-0.4	15.0
	アジア	-3.5	3.3	1.3	9.8	0.2	0.4	-3.5
	中南米	4.6	7.5	7.8	0.2	0.0	0.7	-1.3
	タックス・ヘブン	-71.2	-22.0	12.3	-2.1	-0.1	0.0	-18.1
	その他	-30.5	40.7	29.7	5.5	2.5	10.1	43.4
	合計	341.9	-8.4	150.0	25.5	4.3	-19.8	111.1

短期債

(10億ドル)		投資国・地域						
		欧州	米国	日本	アジア	中南米	タックス・ヘブン	その他
投資先国・地域	欧州	110.6	6.4	4.3	-6.8	-1.1	-15.6	90.2
	米国	6.3	—	-1.9	3.0	0.1	-14.1	83.4
	日本	17.0	1.8	—	1.6	0.0	0.0	21.2
	アジア	-0.2	-0.6	-0.3	4.1	-1.7	0.0	0.6
	中南米	-1.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2
	タックス・ヘブン	-1.3	-16.2	-0.9	0.0	0.2	-2.2	-0.2
	その他	-30.0	24.0	-0.3	-3.2	0.0	-2.5	-23.2
	合計	101.3	15.3	0.9	-1.2	-2.6	-34.2	172.2

出所：IMF “Coordinated Portfolio Investment Survey” を基に筆者作成。

式投資が多かった米国、欧州は株式の売却で対日投資は自国への資金還流となった。米国、欧州とも金融危機前2年間に購入した以上に対日株式は減少しており、2005年以前に購入していた分も含めて売却されたということになる。

3.6 金融危機後（2010-11年）¹²⁾の国際証券投資フロー

主要国の積極的な金融緩和と財政支出策の恩恵を受け、2010年の世界経済は急速に持ち直した。金融市場も落ち着きを取り戻し、2010-11年の国際証券投資残高は年平均9,035億ドル増加した。もっとも、2011年には南欧諸国の債務危機発生で再び市場は不安定化しており、単年ベースでは2010年の3兆706億ドル増から、2011年には1兆2,636億ドルの減少に転じている。金融危機前には安定的な経済動向と金融環境を背景に増加傾向を辿っていた国際証券投資であったが、金融危機後は景気回復ペースのばらつきや金融市場の不安定化を背景に、国際証券投資フローの構造に変化が生じている。

地域別では欧州の対外証券投資が金融危機時に続き5,557億ドルの流入超となっている。そのほとんどがユーロ圏内の投資資金の回帰であり、域外ベースでは2,360億ドルの流出超である。その他の地域については米国の対外証券投資は流入超から流出超に転じ、日本およびアジアについては引き続きグロス流出超となっている。

欧州—米国間では欧州の対米証券投資は流出超に転じたものの、米国の対欧州投資は引き続き流入超となっている。特徴的なのは金融危機前には欧州の対米投資全体の60%を占めていた長期債が大幅に鈍化する一方、株式の比率が高まっている。金融危機前に大量に購入していた米国の社債や政府機関債への投資が大きく後退したことが背景にある。他方、米国の対欧州投資は逆に金融危機前の株式中心から長期債へとシフトしている。

アジアの対米証券投資は金融危機前、金融危機時、金融危機後と流出超が続いている（単年では2008年に456億円の流入超を記録している）。資産別では株式比率が危機前と比べ上昇している（56%から80%へ）のが特徴的である。他方、米国の対アジア投資は流出超に転じたものの、金融危機前に全体の96%を占めていた株式投資が53%にとどまっている。アジア—欧州間ではさらに資金回帰の動きが高まり、51億ドルのグロス流入超となった。

全体として国際証券投資フローの動きが鈍い中、日本の対外証券投資取引は双方向ともに金融危機前の水準を上回っている。主要国・地域間では対米投資は株式、長期債を中心に堅調に回復しているが、対欧州、対アジア投資は金融危機前を下回っており、その分、タックス・ヘブン向けやその他向け投資が拡大している。その結果、投資国側からみた日本のグロス資本フローは金融危機前の全取引額の3%から金融危機後には約30%に拡大した。株式が3.5%から10.4%へ、長期債が4.1%から37.5%へ上昇しており、日本のマネーが動き始めたことを示唆している。

表3 金融危機後（2010-11年）のグロス証券投資フロー

合計

(10億ドル)		投資国・地域						
		欧州	米国	日本	アジア	中南米	タックス・ヘブン	その他
投資先国・地域	欧州計	-791.7	-20.7	6.3	-5.1	1.4	2.2	188.8
	米国	91.6	—	124.5	34.2	16.8	-10.9	316.1
	日本	35.4	43.7	—	16.3	0.0	-1.0	30.2
	アジア	50.0	42.6	6.7	63.9	-0.4	-13.3	-30.3
	中南米	45.5	2.1	4.4	-0.2	0.2	4.3	-1.1
	タックス・ヘブン	-49.4	180.4	80.9	3.0	1.4	-19.4	2.6
	その他	62.6	183.4	41.9	11.8	1.7	2.1	147.7
	合計	-555.7	431.4	264.7	124.0	21.2	-36.1	654.1

株式

(10億ドル)		投資国・地域						
		欧州	米国	日本	アジア	中南米	タックス・ヘブン	その他
投資先国・地域	欧州	-109.0	-13.2	-5.7	4.3	1.9	-11.0	27.7
	米国	55.1	—	26.8	27.1	1.1	-18.7	70.3
	日本	-6.1	10.2	—	4.7	0.0	-1.0	6.2
	アジア	13.7	22.6	-0.6	11.0	0.0	-14.9	-38.5
	中南米	-1.8	-15.7	-2.6	-0.7	0.0	0.2	-1.9
	タックス・ヘブン	-8.1	182.0	15.6	3.8	1.0	-20.1	4.2
	その他	14.5	67.1	2.3	17.2	0.3	-4.3	20.2
	合計	-41.8	253.1	35.9	67.3	4.4	-69.7	88.1

長期債

(10億ドル)		投資国・地域						
		欧州	米国	日本	アジア	中南米	タックス・ヘブン	その他
投資先国・地域	欧州	-584.6	53.6	12.9	-9.3	-0.4	13.8	151.7
	米国	8.1	—	98.6	5.1	14.8	12.1	300.7
	日本	40.2	7.3	—	4.1	0.0	-0.1	22.4
	アジア	24.0	15.3	7.1	15.0	-0.5	1.6	5.1
	中南米	44.5	15.9	7.0	0.3	0.1	4.3	1.2
	タックス・ヘブン	-38.8	1.0	65.4	-1.2	0.3	0.7	-1.3
	その他	46.1	98.6	38.5	-5.4	1.2	6.0	109.8
	合計	-460.6	191.8	229.5	8.6	15.5	38.4	589.6

短期債

(10億ドル)		投資国・地域						
		欧州	米国	日本	アジア	中南米	タックス・ヘブン	その他
投資先国・地域	欧州	-88.3	-61.0	-0.9	-0.1	-0.1	-0.6	8.0
	米国	28.7	—	-0.9	2.0	0.9	-4.3	-54.9
	日本	1.4	26.1	—	7.5	0.0	0.0	2.1
	アジア	9.0	4.6	0.2	37.8	0.0	0.0	1.7
	中南米	1.7	1.8	0.0	0.1	0.2	-0.3	-0.7
	タックス・ヘブン	-1.4	-2.6	-0.1	0.4	0.1	0.0	-0.2
	その他	-4.6	17.7	1.1	0.4	0.2	0.4	20.4
	合計	-53.4	-13.4	-0.7	48.1	1.3	-4.8	-23.6

出所：IMF “Coordinated Portfolio Investment Survey” を基に筆者作成。

こうした日本のマネーの動きの変化は、米国の国際証券投資統計（“Treasury International Capital System, TICS”）からもうかがわれる。同統計によると、日本のグロス対米証券投資フロー（米国債＋政府機関債＋社債＋株式）の全体に占める割合は、2005年の7.9%から2011年には40.0%まで拡大した。2012年には16.2%まで低下しているが、2011年からの平均では28.2%と2009-10年の平均21.1%を上回っている。これに対して欧州からの対米証券投資フローは金融危機前の50%強から金融危機後には40%を割り込んでいる。金融危機前に潤沢に資金を供給していた欧州やアジアからのフローが鈍化する一方、日本からの資金供給が増加しているのである。

4 結 語

2008-09年の世界的金融危機後、主要国の積極的な財政・金融政策の効果もあり、金融資産価格は比較的早い段階で持ち直してきた。しかし、国際資本フローは規模、構成ともに危機前から大きく変化している。本稿では CPIS のデータを用い、投資国と投資受け入れ国を主要国・地域別にまとめ、そのうち全体の80%以上を占める欧州、米国、日本およびアジアについてそれぞれの国・地域間のグロスの資本フローについて分析した。国際資本取引は金融危機前に流出・流入ともに急増し、対外資産・負債は両建てで拡大していたが、金融危機で大幅に減少した。その後回復しているものの危機前の7分の1程度にとどまっている。金融資産別では金融危機前には全体の約半分を占めていた株式が4割弱に縮小し、長期債が7割近くまで拡大した。また、国・地域別では金融危機前にはエクスポージャーの小さかった日本のグロス証券投資が拡大する一方、最も投資活動が活発だった欧州の証券投資は金融危機以降、減少傾向にある。世界的に金融資産価格が急回復する状況下で対外ポジションが縮小傾向を続けているのは、欧州投資家が海外から資本を引き揚げていることを示している。このことは、欧州投資家が海外から資本を引き揚げたり、米国の対外証券投資の回復が遅れている一方で、日本のリスクマネーが世界に流出し、欧米のグローバル資金供給者としての役割を代替している可能性を示唆するものである。

なお、本稿では証券投資取引を中心に金融危機後の国際資本フローの動きを分析したが、欧米の国際資金仲介機能が低迷している状況下で、日本がその役割を代替しているかどうかは、今後改めて、銀行セクターを含めて検討する必要があると考えている。

注

- 1) 新興市場国通貨でも南アフリカ・ランドの上昇局面はより早くから続いており、2006年初めにすでにピークアウトしていた。
- 2) この間米ドルは高金利通貨に対しては下落し、円、スイス・フラン、ユーロに対しては上昇傾

向にあった。

- 3) 香港, マカオ, 中国本土, インド, インドネシア, 韓国, マレーシア, フィリピン, シンガポール, 台湾, タイの11か国・地域
- 4) ブラジル, メキシコの2か国。
- 5) バミューダ, ケイマン諸島, オランダ領アンチルの3地域。なお, 資産総額と負債総額のギャップの大きさからすると, 資産には海外から流入した投資資金は含まれていないと理解される。
- 6) 欧州はユーロ圏, 中東欧およびその他主要欧州を加えたもの。
- 7) ベルラーシ, ブルガリア, ハンガリー, ポーランド, ルーマニア, ロシア, ウクライナの7か国。
- 8) ノルウェー, スウェーデン, スイス, 英国の4か国。
- 9) Turner (2009), Forbes and Warnock (2011), 岩本 (2013) などと同様。
- 10) Gourinchas, et al. (2011) は, 欧州銀行は米国の短期金融市場で資金を借入れ, 米国の ABCP や ABS といった民間債への投資を拡大させていたと指摘している。
- 11) 米財務省の国際証券投資統計によれば, 欧州 (ユーロ圏および英国) からの2007年までの対米債券投資のほとんどが社債であったが, 金融危機後は社債が減少し, 長期国債への投資が急増していることが確認できる。
- 12) 2011年のデータは速報値。

参 考 文 献

- Bernanke, Ben S. (2005) “The Global Saving Glut and the U. S. Current Account Deficit”, Speech at the Homer Jones Lecture, St. Luis, Missouri, April 14th
- Bernanke, Ben S., Carol Bertaut, Laurie P. DeMarco, and Steven Kamin (2011) “International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003–2007”, International Finance Discussion Papers No. 1014, Board of Governors of the Federal Reserve System
 <<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2011/1014/ifdp1014.pdf>> 2013.6.1
- Bertaut, Carol, Laurie P. DeMarco, Steve Kamin, and Ralph Tryon (2011) “ABS Inflows to the United States and the Global Financial Crisis”, International Finance Discussion Papers No. 1028, Board of Governors of the Federal Reserve System
 <<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2011/1028/ifdp1028.pdf>> 2013.6.15
- Caballero, Ricardo J. and Arvind Krishnamurthy (2009) “Global Imbalance and Financial Fragility”, NBER Working Paper Series, No. 14688
- Forbes, Kristin. J. and Francis F. Warnock (2011) “Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment”, NBER Working Paper Series, No. 17351
 <<http://www.nber.org/papers/w17351>> 2013.5.28
- Fratzcher, Marcel (2011) “Capital Flows, Push Versus Pull Factors and the Global Financial Crisis”, Working Paper Series No. 1364, European Central Bank
 <<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1364.pdf>> 2013.6.15
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Helene Rey, and Kai Truempler (2011) “The Financial Crisis and the Geography of Wealth Transfers”, NBER Working Paper Series, No. 17353

<<http://www.nber.org/papers/w17353>> 2013.5.29

Shin, Hyun Song (2012) “Global Banking Gult and Loan Risk Premium”, Mundel-Fleming Lecture, presented at the 2011 IMF Annual Research Conference, Princeton University, November 10-11, 2011.

<http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mundell_fleming_lecture.pdf> 2013.6.15

Tumer, Phillip (2009) “Financial globalisation and emerging market capital flows”, *BIS Paper* No. 44

<<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap44a.pdf>> 2013.6.5

岩本武和 (2013) 「グロスの資本フローと国際投資ポジションからみた世界の構造転換」(内閣府経済社会総合研究所 [ESRI] 平成24年度国際共同研究プロジェクト「世界経済の構造転換が東アジア地域に与える影響」報告書)

<http://www.esri.go.jp/jp/prj/int_prj/2013/prj2013_01.html> 2013.6.10