

Discussion Paper #95 - DOJ - 66

対外証券投資にみる資本移動

谷地 正人

渋谷 稔

1995年7月

通商産業研究所 Discussion Paper Seriesは、通商産業研究所における研究成果等を取りまとめ、所内での討議に用いるとともに、関係の方々から御意見を頂くために作成するものである。この Discussion Paper Seriesの内容は、研究上の試論であって、最終的な研究成果ではないので、著者の許可なく、引用または複写することは差し控えられたい。また、ここに記された意見は、著者個人のものであって、通商産業省または著者が所属する組織の見解ではない。

要　旨

国際収支統計上の「資本収支」は、企業行動全体からみると水面上に現れた氷山の一部であり、本稿の視点は主に機関投資家の証券投資行動を切り口として資本移動を考えるところにある。

1980年代は金融勘定の赤字、特に為銀部門の赤字基調がほぼ継続していた。これは為銀が海外の銀行から巨大な資金を短期調達していたことを示す。1990年代に入ると、80年代とは逆に金融勘定の黒字が続き、為銀は短期調達していた資金を返済している。

かつて経常黒字以上の資本を金融勘定で短期的に賄った調達者は為銀であり、その運用者は機関投資家であった。証券投資の多くが含まれる長期資本収支の動きを把握するには、「短期の資本取引」を構成する短期資本収支と金融勘定とあわせてみる必要がある。

また、機関投資家の対外証券投資行動の背後には、例えば、株価の「含み」などが大きな要因として考えられる。「含み」は資産価格の変化であり、資産価格の変化が企業行動に対してさまざまな影響を与えたということである。

いわゆる「バブル」現象の後、内外の金利差が縮小しはじめ、かつ「含み」が減少し始めるると対外証券投資のインセンティブは低下した。海外でのエクイティファイナンスも減少し、その一環としての外債発行も急減するなどの現象が生じた。

資産価格の変動が非金融機関や金融機関の行動に影響を与えたと思われる現象は、国民経済計算のような比較的マクロ的なデータからもうかがえる。あるいは、生保では対外証券投資の運用資産にしめる比率を「株式の含み」と「為替レート」と運用規制の「緩和ダメー」などでかなり説明することもできる。ただし、この推計結果は近年の生保の投資行動が、上記の要因だけからみると慎重過ぎる傾向にあることを示唆することになる。推計で追えない部分をヒアリングなどで補うと、機関投資家内部での資金調達と運用のバランスが必ずしも適正でなかったのではないか、といった問題点などが浮かび上がってくる。

対外証券投資という切り口で機関投資家の行動をみていくと、結局、企業の行動がどのように決定されているかを明らかにすることが必要になるといえる。この点、さらに詳細に研究する余地が大である。

一連の議論で、為替レートは所与のものとして議論を進めた。逆に対外証券投資を含む資本収支から為替レートへの影響も検討する必要がある。ただし現行の国際収支表からそれを試行することには無理があり、合わせて新国際収支表による改善が求められる。

対外証券投資にみる資本移動

未定稿

谷地 正人 通商産業省通商産業研究所主任研究官

渋谷 稔 通商産業省通商産業研究所研究官

1995年7月

はじめに	1
1. 国際収支表での資本移動	2
(1)国際収支表の基本構成	2
(2)「広義の資本収支」	3
(3)1980年代の特徴	5
(4)1990年代の特徴	5
2. 資本収支項目中の証券投資	6
(1)長期資本収支	6
①本邦資本	7
②外国資本	8
(2)短期資本収支	10
(3)公的部門と為銀部門	11
①公的部門	11
②為銀部門	11
3. 証券投資をめぐる課題	13
(1)資本流出・流入のダブルカウント	14
(2)いわゆる両建て分を除去した資本収支	16

(3) いわゆる「バブル」現象との関係	17
①国民経済計算上の非金融法人	18
②国民経済計算上の金融機関	19
(4) 機関投資家の行動	20
①本邦機関投資家	21
<若干の計量的アプローチ>	22
②外国機関投資家	28
(5) 投資リスクの回避	29
4. 為替レートと資本移動	31
(1) 資本移動と内外資産の均等化	31
(2) 資本収支から為替レートを説明する試み	31
<若干の計量的アプローチ>	33
おわりに	35
注記	38
図表	46
参照文献	63

はじめに

現代は、国際収支を財・サービスの交換に伴う「実需」面からだけでなく、さまざまな「資本移動」面と併せて捉えなくてはならない時代である。また、国際収支統計上に記された「資本収支」は、ある期間の資本の入と出の差をとらえたものであり、資本を移動させる企業行動全体からみると水面上に現れた氷山の一角をみているに過ぎない。したがって資本移動を論じるにもできるだけ水面下から企業行動をみる視点が必要である。ここでの企業行動の主体は為銀や機関投資家であり、本稿の視点は主に機関投資家の証券投資行動を切り口として資本移動を考えるところにある。

今般、国際収支統計の内容が変更されるようになったのは、当局の想定した範囲を超えて縦横無尽に企業が行動するようになり、既存の統計項目の範疇では資本移動を的確に把握しきれなくなってきたからであろう。現状の国際収支統計にさまざまな調整をおこなって実際の資本の流れを把握しようと試みた先行研究がこれまでにいくつか存在するが、それは実体の厳密な把握という点では、ある種の限界を感じざるを得ない作業である。ただし、その調整のプロセスなどは現行の国際収支統計の構造を理解するうえでも一度サーベイしておく価値はあると思われる。

また「資本移動」を論じるとすれば「資本移動の自由」と「金融政策の自主性」と「為替レートの安定化」という鼎立困難な三つの関係をどう考えるかという課題につき当たる。金融政策について本稿では論じないので、残りは為替レートと資本移動ということになる。為替レートの急激な変動は広く世間の注目を浴びやすい現象であるが、結論からいうと本稿では「為替レートの安定化」の優先順位は低くせざるを得ないという立場をとる。また機関投資家の行動分析においても暗黙のうちに為替レートの変動を与件とみなしている。

本稿では、例えば現状の国際収支表の組み替え等によって資本移動を把握し、そこから為替レートを推計する類の実証研究にはネガティブな見方を持っているが、新しい国際収支統計の方式が過去にさかのぼって必要なデータを提供するようになれば、それをもとに分析してみる価値はあるかもしれない。

本稿の基本姿勢は、巷間言われている事柄を素朴に分析し率直に述べてみようとするところにあり、本稿に対する批判的検討から、より生産的な議論が喚起できれば研究目的は十二分に達せられるように思う。

1. 国際収支表での資本移動

国際収支表は、居住者と非居住者の財貨・サービス・資本の一定期間における各取引の流れを示したものであり、資本の動きを把握する際にも基本となる資料である。その原表は複式簿記の原理にしたがって各取引を貸方と借方に分けて記載するIMF方式に基づいて作成されている。IMF方式は国際的に共通のフォーマットであるが、日本では国内向けに編集した国際収支表を作成し、日本銀行国際局発行の『国際収支統計月報』に掲載している。われわれが通常目にする国際収支表はこの国内向けのものである。証券投資の動きを示す詳細な項目等を論じる前に、まず国際収支表の主たる収支項目から述べていく。

(1) 国際収支表の基本構成

輸出と輸入の差額は「貿易収支」を構成し、これに「貿易外収支」と「移転収支」を加えたものが、いわゆる「経常収支」である。資本の流れに着目した項目として「長期資本収支」と「短期資本収支」があり、統計上の不突合を調整する「誤差脱漏」がある。「経常収支」と「長期資本収支」の合計は「基礎的収支」と呼ばれ、これに「短期資本収支」と「誤差脱漏」を加えたものが「総合収支」である。

以上は最も基本的な収支項目であり、国際収支統計月報の総括表に記載されている。また現状の総括表は円表示とドル表示の2種類あり、またドル表示の場合は「金融勘定」を並べて掲載している。本稿での記述はドル表示によっている。「金融勘定」は、自発的な取引の収支尻と考えられている「総合収支」を調整的にファイナンスしている勘定ととらえられており、両者は逆符号の関係において一致する。

「貿易収支」をより細かくみるとすれば、主要商品別の輸出入額をみることになる（ただし、国際収支表での輸出入は、通関統計にいくつかの調整がなされて算出される）。また「貿易外収支」は、「運輸収支」、「旅行収支」、「投資収益収支」、「その他収支」からなる。さらに「運輸収支」は「貨物運賃」、「旅客運賃」、「港湾経費」、「用船料」に、「投資収益」は「直接投資収益」、「その他の利子・配当金」に、「その他収支」は「公的取引」と「民間取引（特許使用料、事務所経費、手数料等）」に分類されて掲載されており、さらにそれぞれ受取と支払に分けて掲載されている。

また「移転収支」は、対価を伴わない取引勘定であり、民間部門と公的部門に分けてか

つ受取と支払に分けて掲載されている。

ただし国際収支統表の取引を細かくみていくとかえって分かりにくくなるかもしれない
ので、本稿で議論するポイントに合わせて1980年以降の数値をまとめたものが表1である。
われわれの関心は長期資本収支と短期資本収支の一部を構成する証券投資にあり、証券投
資がどの項目に含まれているかを示したものである。なお、株式や債券は取得額と処分額
までみることができるが、ここでは取得・処分の差額である収支を掲載している。

(表1)

(2) 「広義の資本収支」

国際収支表では、統計上の調整項目である「誤差脱漏」を除けば、「経常収支」と「長
期・短期資本収支」と「逆符号の総合収支（＝金融勘定）」の合計はゼロになるが、この
ことを日本の1991年の国際収支を例にして説明すると以下のようになる。

1991年は資本収支という点からみると、1980年代ほぼ一貫して流出を続けていた「長期
資本収支」が流入に転じたことが注目を集めた年であった。この現象は、国際収支の各項
目間の関係と構造を理解する好例であるとともに、機関投資家等の投資スタンスの変化に
よる日本からの資本移動の転換点をイメージすることができる。

まず、「経常収支」は729億ドルの黒字であった。「長期資本収支」は371億ドルの黒字、
「短期資本収支」は258億ドルの赤字であり、「長期・短期資本収支」は113億ドルの黒字
であった。ちなみに「誤差脱漏」は78億ドルの赤字であった。この場合、逆符号の総合収
支は赤字とならなければバランスしない。実際、「総合収支」は764億ドルであったので、
「逆符号の総合収支」は-764億ドルとなり、「経常収支」と「長期・短期資本収支」と
「逆符号の総合収支」に「誤差脱漏」を加えると、 $729 + (371 - 258) - 764 - 78 = 0$ となる。

これは「長期資本収支」+「短期の資本取引（＝短期資本収支+金融勘定の逆符号）」
+「誤差脱漏」=「逆符号の経常収支」とも書けるので、上記の例では、 $371 - 258 - 764 - 78$
 $= -729$ となる。左辺はそれぞれのチャネルによる資本の流入出を示す概念である「広義の
資本収支」(注1)であり、これは「逆符号の経常収支」に一致する。当然のことともいえるが「経常収支」の黒字は「広義の資本収支」としてみると必ず海外に流出していること
を意味している。

「逆符号の総合収支の赤字（＝金融勘定の黒字）」のような状態は、対外支払いポジションの「改善」と呼ばれる。これは、通貨当局の外貨準備と為銀の短期資産負債残高（対外ポジション、為銀ポジションなどと呼ばれる）の双方、あるいは少なくとも片方が対外資産を増やすか对外負債を減らしたことを意味する。1991年は、長期資本収支は黒字に転じたが、金融勘定のなかの為銀がそれまで短期調達していた資本（負債）を返済、つまり資本を流出させることでバランスをとっている。

なお「改善」は、国際収支統計において通常に使われている言葉ではあるが、その意味は資産の増加および負債の減少を意味するだけであり、為銀あるいは日本の経済全体に好影響を与えたという「評価」ではなく、また「より望ましい状態への変化」を指すわけでもない。

同様に「赤字」、「黒字」という言葉がしばしば誤解を招いているように思われる。企業決算等で「経常赤字」という言葉が使われるためだろうか、国際収支表上の表現でも赤字は良くないこと、というイメージが先行するのかも知れない。前述の通り、経常黒字は必ず広義の資本収支の赤字を意味する。経常黒字の「儲け（マクロ的には貯蓄投資差額に過ぎないが）」は、広義の資本収支の赤字として「儲け」を国内資産ではなく对外資産として保有することを意味する。つまり、経常黒字は日本の他国への債権になり、他国は日本に債務を負うことになる。ややミクロ的にみると、債権を持つ主体のほとんどは民間の経済主体であり、機関投資家などを通じて債権を持つ。そのこと自体は、即「儲け」あるいは「損」を意味しない。

ここでの債権債務関係を銀行融資とのアナロジーで言えば、銀行を媒介として貯蓄超過の経済主体から預かった資金を自己資金の範囲以上の投資を行いたい企業に融資することによって生じる債権債務関係を思い浮かべれば良いかも知れない。投資をする主体はその調達コストとして銀行に金利を払う。通常に取引がなされていれば、両者はともに「相互依存」の関係にあり、また、それぞれにメリットを享受することができる。貯蓄超過の経済主体は債権という資産から金利を得る。投資をする主体は、投資を充実させることで生産量を増加させることができ、そのことから生じる利益が金利負担以上であれば債務を抱えることはなんら問題でない。国同士の場合でも経常黒字を資本収支赤字で還元する（貯蓄額が投資額より大きい）側と経常赤字を資本収支黒字で賄う（投資額が貯蓄額より大きい）側のそれぞれにメリットがある関係として捉えることが可能である。

しかし、資本を受け入れる側が、受け入れた資本を投資ではなくもっぱら消費に振り向

け続ける場合は別の問題が生じうる。経常赤字国が「サステナブル」かどうかという問題提起は、まさにこの点を議論しているのであり、要はそうした自転車操業状態には「破断界」があるのではないかという話である。

(3) 1980年代の特徴

1980年代においては金融勘定の赤字、特に為銀部門の赤字基調が継続していた（1983年を除く）。これは為銀が海外の銀行から巨大な資金を短期調達していたことを意味する。

長期資本収支の絶対額は、時に経常収支黒字額を上回る額に達していた。さらに長期資本収支の内訳をみると証券投資が大勢を占めている。直接投資もこの間ほぼ増加基調にはあったが、証券投資と比べるとそのウエイトは相対的に小さかった。

経常黒字額以上の水準で長期資本収支の流出が続いたことは、経常収支の黒字によってもたらされるルートとは別の資本調達ルートが存在する（注2）ことを意味する。

この時期の日本の資本収支の動きを「短期借りの長期貸し」という言い方で呼ぶことがある。とりわけ米国のドル証券、財務省証券を購入する運用形態が増加していたことから、いわゆる「ジャパンマネー」が流入することで、米国の財政赤字がファイナンスされたといわれていた（注3）。このことをより具体的なイメージに即していえば、日本の為銀がロンドンやニューヨーク、あるいはユーロ市場から短期ドル資金を調達し、生命保険や損保、信託銀行等の機関投資家が米国への証券投資を中心とした長期の資産運用をしていた構図になる。この場合、こうした資本移動が安定的かどうかということが問題となってくる。

(4) 1990年代の特徴

1990年代（正確には1991年以降）は、1980年代とは逆に金融勘定の黒字が続いていることが分かる。つまり、為銀が短期調達していた資金を今度は返していることを意味する。

1991年の現象を、再び銀行融資とのアナロジーにあてはめると以下のようになろうか。企業からの長期資金に対する需要が強く、増加預金からの資金供給では十分に応えられない銀行はコール市場から資金を調達して融資していた。しかし、企業は調達した長期資

金を設備投資ではなく主に金融資産に振り向けていた。この「財テク」でさほど収益があがらなくなつたので金融資産への投資を引き揚げ銀行にまとめて返済することにした。銀行は長らくコール市場等から続けて調達していたが、まとまった資金が企業から返済されたので、コール市場等にまとめて資金を戻した、という構図である。一連の資金の流れは企業の「長期資金」需要から生じた。しかし、この場合、長期資本≠設備資金でなかったゆえに、資金が固定化しておらず、急激な変化を招いたことになる。

ややまわりくどくなつたが、国際収支表における長期資本収支も、実はその名の通りの長期資本供給を必ずしも意味しない。投資家のスタンス次第で資本の引き揚げ等が行われると、短期資本取引も巻き込んで大きく変動する。それは国際経済に広く影響を与える。しかもそれは、日本側からのみ決定されるのではなく、相手（=外国資本）の動きにも大きく左右される。このことをもう一段詳しく論じるために、以下では国際収支表を各項目ごとに検証した後に、機関投資家の行動について分析していく。

2. 資本収支項目中の証券投資

(1) 長期資本収支

1980年代の長期資本収支は1981年を除き、継続して流出超となつていて、1991年になると、この長期資本収支に大きな変化が起きたことはすでに述べた。

長期資本収支は日本から海外への資本の流れを示す本邦資本の流出部分と、海外から日本への資本の流れを示す外国資本の流入部分の差引であり、本邦資本と外国資本の動きは図1のようになつていた。

(図1)

1980年代半ば以降しばらくは、本邦資本の流出額が拡大傾向にあったのに比べ、外国資本の流入は相対的に規模が小さく長期資本収支の流出は拡大していた。1988年からは外国資本の流入が増加し始め、同時期の本邦資本の流出は依然拡大していたが、差額としての長期資本収支は縮小に転じた。1990年には本邦資本、外国資本ともに前年比で縮小したが、本邦資本の縮小幅の方が大きかつたため、収支額はさらに縮小した。1991年には外国資本

の流入が急増し、長期資本収支全体が流入超に転じた。1992年以降は再び流出超に戻ったが、本邦資本と外国資本の流出入額は1989～1991年頃と比べて縮小している。

このように長期資本収支を把握するためには、主体が基本的に異なる本邦資本と外国資本の動向をさらに細かくみなくてはならない。

①本邦資本

本邦資本の勘定は、「直接投資（流入－流出の差額）」、「延払信用（流入－流出の差額）」、「借款（供与、回収）」、「証券投資（株式、債券、外債の各取得、処分）」という項目から構成されている。

直接投資は、1990年にピークの480億ドルに達したのち3年連続で減少しており、1994年は179億ドルであった。直接投資のシェアは1990年には4割近く占めたが、基本的には証券投資ほど高くはない。直接投資に関しては、単に資金の移動とはいえない側面（例えば、経営資源の移転など）があり、それ自体、興味ある対象ではあるが、本稿ではこれらの議論については省略し、資金の流出入の側面だけを述べていく。

延払信用は1988年に69億ドルとピークを示した。1990年から減少に転じ、1994年には38億ドルの減少となった。

借款は1989年にピークの225億ドルに達したのち、1994年には77億ドルとなった。この間に供与額は拡大しているが、回収額も拡大しており、収支額は低下している。

証券投資の流出は、取得と処分の差で論じられる。取得－処分はほとんどプラスなので純「流出」と呼ぶが、ときには処分額が取得額よりも大きくなり、資本の流入が起こることもある（1987、1988年の円建外債等や1992年の株式など）。流出のピークは、1989年の1132億ドルであった。1986年の1020億ドルがこれに続く。1992年にはピーク時の3分の1以下の344億ドルにまで縮小したが、1994年には836億ドルまで再び増加した。

証券投資の構成項目である株式、債券、円建外債等はそれぞれ以下のとおりである。株式投資の流出のピークは1989年の179億ドルであり、1987年の169億ドル、1993年の153億ドルが続く。1992年には30億ドルの流入を示している。債券投資の流出のピークは1989年の941億ドルであり、1986年の930億ドルがこれに次ぐ。円建外債等投資の流出のピークは、1994年に54億ドルとなっている。

図2 のとおり、ほとんどの年で債券投資は証券投資の多くを占めている。また、差額の「収支」だけでなく、取得と処分の規模と比較すると債券投資で動く資本の大きさがわか

る（図3）。例えば、株式と債券の取得・処分の規模を比較すると株式で動く規模は債券のそれの数%程度規模にとどまっている。逆にいふと、長期資本に区分されており、長期間保有されるイメージのある債券が、実はかなり頻繁に取得や処分がなされるものであることを示唆している。

（図2）

（図3）

以上の「直接投資」、「延払信用」、「借款」、「証券投資」が合成された結果、本邦資本の流出は1994年には1,102億ドルの流出となった。

この間の本邦資本の流出と証券投資の流出は図4のように、ほぼ同じパターンで動いており、証券投資→本邦資本への単回帰をとると変動の8割以上を説明できる。間接的な関係として債券投資が証券投資を左右し、証券投資が本邦資本の流出入を左右していることになり、債券投資→本邦資本の単回帰をとるとやはり8割以上説明できるが、1980年代後半はギャップが少し広がっていた。

（図4）

②外国資本

外国資本の構成項目は、「直接投資（流入－流出の差額）」、「延払信用（流入－流出の差額）」、「借款（借入、返済）」、「証券投資（株式、債券、外債の各取得、処分）」から構成されている。本邦資本と外国資本とその差額の長期資本収支であるが、本邦資本に比べ外国資本の流出入の変動は一段と激しい。

「直接投資」は時にマイナスとなることもあるが、1994年で89億ドルであった。外国資本全体に対するウエイトは比較的低い。「延払信用」は1986年以降流出となっているが、そのウエートは微々たるものであり、特筆すべきことはさほどない。

「借款」は1989年に入ってから急増し1990年に391億ドルのピークを示したが、1993年になると43億ドルに縮小し、1994年には96億ドルの流出に転じた。1989年に一般企業のユーロ円建ての中長期インパクトローンの取り入れが認められたが、これが「借款」に分類されているからである。

外国資本においても大宗を占めるのはやはり「証券投資」である。本邦資本と異なった特徴は「債券投資」よりも「株式投資」のウエイトが高いことである。

「株式投資」は1984～1987年は売り越しによる流出超となっていた。1988～1989年は流入に転じたが、1990年に入って株価が大きく値を下げる度再度流出超となつた。その後、1991年には468億ドルの流入を記録した後、1994年には490億ドルとなつた。

「債券投資」は、1986年、1988年、1992年、1993年は流出超となつた。1994年には5億ドルほどの流入となつた。

「外債」は、ユーロドル債、ユーロ円債も含み、これらの発行によって資金の流入が起つた。外債の発行はピークの1989年には884億ドルに達し、償還との差額で757億ドルの純流入となつた。背景には、国内外でエクイティファイナンスによって行われた資金調達がある（図5）。1987～1989年度のわが国のエクイティファイナンス額は約56兆円であり、そのうち約21兆円弱（4割弱）がロンドンやルクセンブルクを中心にワラント債、転換社債などの形で海外から調達されていた。起債のあとには償還が生じる。1993年は822億ドルの償還があつたことから308億ドルの流出超となつた。1994年は149億ドルの流出となつたが、今後とも償還による流出超が見込まれる。

（図5）

「直接投資」、「延払信用」、「借款」、「証券投資」の合計は、1991年に1585億ドルのピークを示し、1993年には47億ドルのマイナスつまり流出が起つたが1994年には282億ドルの流入に戻つた。外国資本の収支は、株式投資と外債によってその動きの大半が説明される。この間の外国資本の流出と証券投資の流出は図6のように、ほぼ同じように動いており、証券投資→本邦資産への回帰で、変動の9割以上を説明できる。また、外国資本の収支は、株式投資と外債の和によってその動きの大半を説明することができる。この間の3者の動きを見たものが図7である。

（図6）

（図7）

先の議論に戻ると、1991年に長期資本収支が大きく転換した理由は、大幅な外国資本の

流入があり、それが本邦資本の流出額を上回るものであったためであった。また長期資本収支の変動は本邦資本、外国資本とも証券投資に左右されるということができる。

すでに述べた通り、経常黒字以上の資本を短期的に賄った調達者は為銀であり、運用者は機関投資家である。機関投資家の行動についての分析は後述することにして、こうした長期資本収支の動きを可能にした背景にある「短期の資本取引」を構成する短期資本収支と金融勘定もあわせてみる必要がある。それらの動向は次のとおりであった。

(2) 短期資本収支

短期資本収支は、資本取引のうち期間が1年以内の取引の収支戻であり、「貿易信用」、「借款」、「証券投資」から構成されている。

「貿易信用」は、商品代金に係る短期の延払信用の供与・享受や輸出前渡金・輸入前払金の受払であり、1980年、1983年、1990年を除き、もっぱら流出している。

「借款」による資本流入が、1980年代後半に増加しているのは、1985年に解禁となった短期のユーロ円インパクトローン（非居住者金融機関からの使途制限のない円建て貸付）がここに分類されるからである。1990年には296億ドルの流入となっている。しかし翌1991年には142億ドルの流出に転じた。短期のユーロ円インパクトローンは、資金調達コストをベースに決定される新短期プライムレートが1989年に導入されると、それまでのメリットは薄れた。その影響が1991年から出たとみられる。

「証券投資」は、満期1年以内の短期債券（米国T B等）や、現先取引であり、1985年と1992年を除き、流出傾向にある（なお、この三つの合計と、短期資本収支は一致していない。「その他」の項目に相当するものと思われるが、国際収支表には記載がないので、差額を「その他」として処理した）。

全体の動向は借款と証券投資の変動でほぼ説明できる（図8）。1987年には238億ドルの流出のピークがあり、1991年には258億ドルの流出のピークがあったが、1994年には、89億ドルの流出と相対的に変動幅は縮小した。後述するように短期・長期の区分の形骸化があるなかで、短期資本収支だけを単独で捉えることに余り意味はなく、ユーロ円インパクトローンが縮小した現在、短期資本収支についてこれ以上細かく言及する必要はあまりないともいえる。

(3) 公的部門と為銀部門

「金融勘定」は、「外国為替銀行部門」（以下、為銀部門）と「公的部門」からなっている。「為銀部門」の貸借勘定（注4）は、主に海外の銀行間との短期（1年以内）の貸借関係である。

短期資本取引においても重要なのは、短期資本収支よりも金融勘定である。金融勘定を構成する公的部門（主に外貨準備）と為銀部門は残高ベースとフローベースの増減の両方でみることができる。

① 公的部門

残高ベースでみると、日本の外貨準備高（注5）は、1988年の977億ドルを記録した後、1991年には690億ドルまで減少したが、1994年には再び1,228億ドルまで増加した。

フローベースでみると、1980年代の外貨準備増減額は1982年、1989～1992年には減少している。逆に大幅に増加したのは、1987年392億ドル、1993年269億ドル、1994年273億ドルなどとなっている（これに対し為銀部門は1984～1989年に減少し、公的部門と為銀部門の合計である金融勘定としては1982年、1984～1990年に減少した）。外貨準備増減が介入、例えば円高時に他の通貨（主にドル）を買い支える行動の結果を示す（注6）とすれば、その時期に外貨準備は増加することになる。逆にいうと、外貨準備が増加しているときは、ドル安に動いているということになるが、80年代半ばの為銀ポジションと外貨準備高はカウンターサイクルに動いているように思えるが、1991年に入ると為銀ポジションが大きく転換したため、金融勘定は為銀ポジションとは同じような動きとなっている。

② 為銀部門

残高ベースの為銀の純資産は1993年に至るまでマイナスであった。つまり、対外負債が対外資産を上回っていたことを意味し、マイナス額は1989年にマイナス2668億ドルと最大になった。1990年以降は、フローベースで1990年136億ドル、1991年935億ドル、1992年730億ドル、1993年150億ドルと負債が減少しており、1994年3月に純資産は530億ドルのプラスへと転じた。先ほどとは逆に考え方で、為銀ポジションと外貨準備増減とはカウ

ンターサイクル的に動くことがとおりあえず考えられるが、実際はどうであったか。図9は両者の動きをみたものである。

(図9)

1980年代後半は予想どおりに動いているが、1990年代に入ると外貨準備の増減はあまりこうした動きを見せず、金融勘定の動きは為銀ポジションの動きとほぼ一致するようになる。印象としては、1980年代半ばは、為銀が放出した外貨を当局が購入して外貨準備を増やしたが、1991、1992年には、為銀が外貨建ての資産負債とも縮小させる調整局面に入り、結果的に資産－負債差額としての純資産は大幅な増加となった。これに対してはこの時期通貨当局はスクエアな立場をとっていた。1993～1994年に入ると、通貨当局は外貨を買入れているが、今度は為銀側が調整後のスクエアな状態にあったとも考えられる。

為銀部門の短期対外債権（資産）と短期対外債務（負債）の動きを分けてみてみると、1991～1993年はともに減少傾向にあるが、対外債務の減少がより大きかったため、全体として流出超となっている。その理由として以下の二つが指摘されている（注7）。

第一に、為銀の外貨ディーリングの圧縮である。為銀には持高規制があるため、一定額以上の為替ポジションを持つことはできないが、その範囲内では自己勘定による為替取引（ディーリング）を行うことができる。これは買い相場と売り相場との間の差で鞘を稼ぐものであるため、外貨建て債権と債務の両建てで計上される。しかし、BIS規制の下で極力資産を圧縮する必要に迫られ、この為替ディーリングを圧縮したので債権と債務の双方が減少したとするものである。

第二に、非居住者の資産（為銀の負債）の取り崩しである（注8）。具体的には1990年末から1992年末にかけて、資産は446億ドル減少しているが、負債は2142億ドル減少しているために、純資産が1696億ドル増加（改善）した。1991～1992年に外貨建て資産は974億ドル増え、邦貨建て資産は528億ドル増えた。一方外貨建て負債は1210億ドル減少、邦貨建て負債は932億ドルの減少であった。差引で、外貨建て純負債は236億ドル改善し、邦貨建て純資産は1460億ドル増加したことが、「非居住者が資産（為銀の負債）を取り崩した」動きを意味している。

為銀の短期資産負債残高の外貨建て・邦貨建て資産負債の構成比をみたものが図10であ

る。1980年代初めには、為銀部門の短期対外資産の大半が外貨建てであったが、1987年にはほぼ拮抗し、1991年以降は外貨建て・円建ての比率は4：6程度になっている。一方、外貨建て・邦貨建て負債の構成比は、1986年以降、ほぼ8：2～7：3となっている。この傾向が続くと為銀の短期資産負債は、邦貨建て資産が増加するのに対し外貨建ての負債は横ばい、ないし減少していくことになる。

(図10)

為銀の短期対外資産負債をみると、為銀の行動がどこまで自律的なものかという話になる。為銀は基本的に顧客の通貨への需要を賄う意味に置いては受動的な立場である。確かに為銀は通常の為替業務の他にユーロ市場から短期資金を調達し、中長期現地貸しや対外証券投資を行うといった長短ポジション操作を実行することも可能ではあった。

この点、国際収支表における為銀部門が短期資産負債のみを表しており、為銀の長期資産が入っていないことから、為銀自体のポートフォリオとして把握するという観点からは不十分という指摘があるかもしれない。

しかし、為銀の場合、生損保などの機関投資家と異なり、国内の貯蓄を海外に持ち出すという役割は原則的に果たしておらず、あくまでも外貨建て短期資金の調達を行い、外貨建ての中・長期証券に運用するという「外・外型」の金融仲介・満期変換を行っていたと考えられる(注9)。その意味で、最近の為銀ポジションが、先の第一の理由によって為銀自身のポートフォリオ部分を圧縮したものであるとすれば、現在の外貨建て・邦貨建て資産負債のバランスは為銀以外の機関投資家や事業法人の行動の結果を映す「鏡」として理解できるのではなかろうか。

もっとも、ここで確認したいことは、長短の資本収支には計上されない為銀部門の動きと長短の資本収支をワンセットで理解する必要があるということであり、上記の見方の適否についてこれ以上言及はしない。

3. 証券投資をめぐる課題

日本の対外証券投資は1960年代には基本的に禁止されており、1970年代に入ってから次第に自由化された。その後、資本流出の規制時期を経て、1980年12月に為替取引を原則自

由とする外国為替及び外国貿易管理法が施行され、指定証券会社を経由する証券取得が自由化されるようになった。

金融の自由化やグローバル化が進んだことに加え、コンピュータ処理や新しい金融製品などにみられる金融技術の進歩によって一段と対外証券投資は進んだ。証券投資の拡大の度合いは、例えば直接投資と比べてはるかに大きい(注10)。経済が発展すると個人の金融資産も拡大し、よりハイリターンの金融資産を求めるようになる。金融技術の向上と結びついて専門知識が必要とされる機関投資家が進展してきたといえる。

以下、証券投資と機関投資家・為銀の議論をより詳細に進めていくが、国際収支統計における証券投資の動きから実際の資本の流れを把握するには若干の調整が必要であることについてまず触れておく。

(1) 資本流出・流入のダブルカウント

国際収支統計上のダブルカウント（いわゆる「両建て取引」）については、経済企画庁[1993]など、いくつか指摘されているが、統計上の資本移動と企業による実際の資本移動のギャップを考える上で象徴的な現象であると思われるので最初に整理しておく(注11)。

これは、日本からの資本取引項目において、資本の流出と流入の双方にまたがって計上される「両建て取引」が見かけ上の資本の流れを変化させているので、実際の資本の流れを把握するには、この「両建て取引」分を除いて考える必要があるというものである。

「両建て取引」には、大きく分けて以下の二つのタイプがある。

第一のタイプは、国内主体間の資本取引が海外市場を経由するために、資本流出と資本流入が両建てで計上される、いわゆる「循環型取引」である。例としては次の二つのケースがある。

一つは、本邦企業が海外で発行した外債を本邦の投資家が購入するものである。その中心はエクイティー関連外債であり、これは長期資本の「流入」要因となる。大量のエクイティー関連外債発行は、当時の国内株価の上昇期待が強い状況の下で、発行会社にとって低コストの資金調達が可能であったためであり、機関投資家、事業法人にとっても、発行企業の業績把握が容易で、キャピタルゲインの可能性も持った投資対象だったため、積極的に買い込まれた。このために一方で長期資本の「流出」が起るものである(注12)。三

角取引のようになっているが、実体は国内の企業同士での資金のやりとりに等しい。

もう一つは、ユーロ円インパクトローンである。前述のとおり、この取引は国際収支表上では「借款」項目に計上される。短期のインパクトローンは1986年以降急増したが、これはスプレッド貸し(注13)により確実に利ざやを確保できたからである。これは「短期資本」の「流入」要因となる。こうしたインパクトローンの取り入れ先は、多くの場合東南アジアにある日本の為銀の支店であり、しかもその原資は本邦の本店からの送金によるものであり、「金融勘定」での資金の「流出」に相当するもの多かった。

第二のタイプは、長期資本「流出」と短期資本「流入」が組み合わされる、いわゆる「外・外型取引」である。これは、日本の為銀が、ユーロドル短期資金を借り入れ(金融勘定での資金の流入となる)、ドル建て長期債券に投資する(長期資本の流出となる)ものである。すでに述べたように為銀にはいわゆる持高規制があるが、「外・外型取引」はこの制約を受けない。しかも、ドルの長短金利差が拡大した時期には有利な投資対象となつた。外貨の長短金利差と証券のキャピタル・ゲインを目的とした「外・外型取引」は、為銀や証券会社の自己勘定分が主たる扱い手であったと考えられる(注14)。

以上のような「両建て取引」は、見かけ上、長期資本と短期資本(金融勘定を含む)の流出入をともに大きなものにしたが、この構図が1990年以降大きく変化することになる。

第一のタイプである「循環型取引」については、エクイティー関連外債が、株価の下落にともない急減し、1990～1991年にはピーク時の3分の1程度となった。代わって1991年以降は、ユーロ円債を中心とする普通社債の発行が増加している。これについても循環型取引が成立していると考えられるが、1991年及び1992年の発行額はいずれも約200億ドルにとどまった。

一方、短期のユーロ円インパクトローンは、1991年には返済超になった。これは、資金調達コストをベースに決定される新短期プライムレートが1989年1月に導入されたことにより、メリットが薄れたことによる(注15)。ただ1990年以降は中長期のユーロ円インパクトローンが増加しているため、インパクトローンを介した「循環型取引」は、その内容は変化したもののが依然続いているものと考えられる。

第二のタイプである「外・外型取引」も1990年以降、急速に減少した。これは、ドルの長短金利差が縮小したこと、前述のように日本の為銀が、BIS規制を達成するため資産の見直しを行ったことによるものと考えられる。

(2)いわゆる両建て分を除去した資本収支

第一の「循環型取引」は、国内資本が単に海外を迂回しているだけであり、第二の「外・外型取引」も、第三国間の金融を迂回したものであり、いずれも、日本から海外への純資本供給とはいえない。いわゆる黒字有用論のように、日本から海外への資本供給に意味があるという視点に立つならば、両建て取引の影響を除いた、いわば「純資本供給」がどうなっているかを考える必要がある。

仮に両建て取引を取り除いたとしたら、資本収支の姿はどのようなものになるかみたのが図11である(注16)。調整後の姿を調整前と比べると、次のようなになる。

(図11)

第一に、調整後では1989年までは長期資本の流出超幅、短期資本取引の流入超幅とともに小さくなってしまっており、この間の長期・短期資本取引が両建て取引によってかなり見かけ上膨らんでいたことが分かる。

第二に、調整後では、1990～1992年の長期資本流出超が大きくなってしまっており、近年、長期資本流出幅が小さくなってしまったのには、両建て取引の解消に伴う見かけ上の動きがかなり反映されている。ただし調整後の長期資本収支は、流出超の状態を続けているが、1991～1992年の流出幅が1980年代後半に比べてかなり減少しているという点は調整前と同じである。1991年に関しては長期資本収支はゼロに近い水準であったともいえる。

なお調整後でみると、本邦資本については、1989年までは高水準を維持していた流出超幅がそれ以降次第に減少している。その主因は直接投資の減少と債券投資の減少である。

すでに述べたように、外国資本は1989年を境に流出超から流入超に転じており、特に1991年に大幅な流入超を記録している。これは非居住者による株式及び債券への投資が活発だったことによるものであり、1992年には、わずかながらもまた流出超となっている。他方、短期の資本取引についてみると、1991年を境に流入超が流出超に転じており、しかも、その流出超幅は長期資本のそれを上回っている。これは主に金融勘定の動向によるところが大きく、特に、為銀勘定が流入超から大幅な流出超に転じたことが大きく寄与していることもすでに述べたとおりである。

以上みてきた「両建て」とその「調整」によって調整されたのは長期資本収支という既

存の項目でみたに過ぎず、長期資本収支だからといって安定的に資本を供給しているとはいえない。しかし同時に「資本流出」という事実が本質的に極端な変化をするわけではなく、流出した資本は、その大半が本邦企業以外の海外の経済主体のファイナンスをしていることも事実である。本稿では機関投資家の行動もそのことを前提として論じていく。

なお、1980年代以降、金融・資本市場の自由化等を背景とする国際金融取引の急激な変化や、サービス取引での各種新規取引の発生等から、世界の国際収支統計における不整合が無視しえない規模にまで拡大するなど、現行の国際収支統計は経済実態を必ずしも反映しなくなっていることから、1993年にIMFは、国際収支統計を作成する際の基本的な枠組みや国際的な基準を定めた「国際収支統計マニュアル」について、国際収支における①国民経済計算体系（SNA）との整合性の向上、②サービス取引項目の細分化や金融取引項目の拡充、③国際収支のフロー取引に加えて対外資産負債残高統計を作成、の三点を主要な変更点とする抜本的な改訂を1977年以来、16年ぶりに行うとともに、各国に対して新マニュアル（第5版）に沿った統計を作成するよう要請している。

「国際収支統計の見直しに関する小委員会報告」（座長 植田和男、座長代理 深尾京司、外国為替審議会[1994]）では、①総合収支及び金融勘定を廃止し、国際経済取引を経常収支と資本収支の二つに大別して計上する、②経常収支は貿易収支、貿易外収支および経常移転収支で構成する。すなわち、これまでの移転取引を経常移転と資本移転に区分し、資本移転については経常収支から資本収支に分類替えする、③貿易外収支の内訳をサービス収支と所得収支に大別し、さらにサービス取引の重要性の増大等に配慮してサービス取引を細分化する、④資本収支の長短区分を廃止するとともに、基礎収支の概念を廃止することが掲げられている（注17）。

これによって、国際収支を考える際に用いられてきた概念自体も再考を促される。例えば、基礎収支という概念は、米国の財務省がよく用いた概念で自国の国際収支を対外的に悪くみせようとする場合に役立つことが多く、かつては基礎収支を重視する考え方があった。しかし、基礎収支での理解は統計の改正にあたっても廃止の方向が打ち出され、概念自体が意味のないものになってきている。

（3）いわゆる「バブル」現象との関係

日本国内のいわゆる「バブル」（注18）現象は、1980年代半ば以降について語られるこ

とがほとんどであり、急激な為替レートの変化（円高）と金利の急激な低下、資金の資産への傾斜によって、1980年代後半から1990年代はじめにかけて、資産価値を大きく変動させた。周知の通り株価のピークは1990年12月であり、地価のピークも1990年ごろである。

ここで「バブル」現象をとりあげたのは、一つにはこれまで機関投資家あるいは為銀などの金融機関を中心に論じてきたが、製造業などの非金融法人にある種の機関投資家的な動きがあったかどうかを確認するためであり、もう一つには資産価格の変動が外国資本の株式投資行動とも関係していると考えられるからである。

①国民経済計算上の非金融法人

国民経済計算上の非金融法人を構成しているのは、民間法人企業、公的企業（企業特別会計、公社公団等、地方公営企業）である。

国民経済計算上の非金融法人のバランスシート（暦年末）をみると、資産価格が「調整勘定」（注19）によってかなり変動していることがわかる。そして、資産価格の変動は株価と土地の含みによるところが大きい。

「調整勘定」によつていわゆる「バブル」的な部分が説明できると仮定して、どの程度「バブル」があったかを見てみる。プラスの調整勘定は本来の価格からの乖離であり、その分を「バブル」とし、マイナスの調整勘定は本来の趨勢への回帰ととらえた結果が図12である。株と土地では「本来の資産価値」と「バブル」的な部分の比率がかなり異なることなどが分かる。「バブル」崩壊以降の資産価値が、例えば趨勢的な水準から下落していくとみることができるかどうかはここでは確かめられない。ただ外国資本側にとってこうした非金融法人の株が一種割安と感じられたことはあるかも知れない。

（図12）

次に、フローの金融取引をみたものが図13である。当初われわれは非金融法人が通常の企業活動に加え、エクイティファイナンスを通じて得た資金をさらに運用する金融活動を相当行っていたのではないか、というイメージを持っていた。

確かに、運用と調達の両建ての拡大・縮小がうかがえるが、データの数字だけから判断

すると、エクイティファイナンスに近いと考えられる債券株式（C P 含む）よりも、「他の債務」の変動のほうが大きいことが分かる。特に、「バブル」が急拡大したであろう1986年と1987年にこの動きは顕著である。少なくともデータからみる限りは、大半の非金融法人がエクイティファイナンスで調達した資金の大半を金融資産に振り向けて財テクを行っていた、という姿はやや極端なものであり、総じて「買入債務」の増加、例えば買掛金や未払金を増加させることによって金融資産（売上債権を含む）を増やしていたことになる。もちろん、だからといって、非金融法人のバランスシートに「バブル」がなんら影響を与えたかったといえるものではない。非金融法人には卸・小売業なども入っていると思われるが、国民経済計算上での「買入債務」が、この時期になぜこれだけ拡大したのか、という疑問は依然として残る。

(図13)

なお、こうした把握方法は野口[1992]において指摘されているが、野口[1992]は、逆に企業の「財テク」面を強調する結論を導いている。まえがきにおいて書かれているように、「偏見といってよいほどの大きな予断をもって臨んだ」からであろうか、バブルをめぐる経済メカニズムを「～まず、生産性の向上によって円高がもたらされた本来であれば、これによる輸入物価の下落を通じて国民は勤勉さの報酬を得るはずだった。しかし、実際には、円高差益は消費者には還元されず、生産者と流通業者に吸収されてしまった。これは企業の利潤を増加させ、企業はその運用のために「財テク」に走った。企業利潤の増加によって株価が上昇し、これによってエクイティファイナンスが有利になった。このため証券市場を通じてさらに多くの財テク資金が調達された。これが金融機関を経由して土地投機に回された。他方、円高を阻止するために金融緩和が行われ、これが株価と地価をさらに引き上げた…」（野口[1992]、P. 40）と述べている（注20）。

②国民経済計算上の金融機関

次に金融機関のストック・フローのマクロ的な数字をみてみる。国民経済計算上の金融

機関を構成するのは、中央銀行、民間金融（全国銀行、中小企業金融機関、農林水産金融機関、在日外銀、保険、信託、その他）、公的金融（郵便貯金、簡易保険郵便年金、公的保険、融資特別会計、政府金融機関）であり、カバーしている範囲が広すぎる懸念はある。

非金融法人と基本的に大きく異なる点は、バランスシートにおいて金融資産のウエートが圧倒的であり、土地のウエイトが少ない、したがって変動の影響も少ないと、在庫が存在しないことなどである。金融資産中の株式のシェアを見ると、1989年をピークとして、低下している。したがって、非金融法人と異なり金融取引を主にみることになる。フローの金融取引を再集計して、金融機関の行う標準的な運用方法をみたものが図14である。実数とシェアでみると、債券投資は1980年代前半に伸び、1992年に回復した、株式は1989年がピークで、のちに縮小し1992年はマイナスに転じている。

(図14)

コール（含む売渡手形）は1985年にピーク、1991年～1992年にシェアが上昇した。市中貸出は1990年がピークである。先に述べたように銀行から機関投資家、その他の金融機関まで含む「不純物」の多いデータではあるが、これらの動きはほぼ納得できるように思われる。

1989年以降は、金融が引き締め基調に転じ内外の金利差が縮小した。このことは、対外証券投資のインセンティブ低下を意味する。同時に、資産価格の下落によって、（非金融法人も行っていた）エクイティファイナンスは減少し、その一環としての外債発行も急減した。前述のように機関投資家が土地・株式の含み益の減少によって為替差損に敏感に反応するようになり、対外証券投資が減少したとする動きは国民経済計算のようなマクロ的なデータからもうかがえる。

(4) 機関投資家の行動

次に、海外証券投資を左右する機関投資家の行動に絞ってもう少し詳しくみていく。ここでの関心は債券投資と株式投資を含んでいる証券投資にあるが、本邦機関投資家と外国の機関投資家の投資行動をそれぞれに考えることが必要であろう。

①本邦機関投資家

日本からの債券投資の大部分は、生命保険や信託銀行を中心とする機関投資家による投資である。1980年代前半の対外債券投資の中心は米国債券であった。この時期、米国の金利が高かった一方で、円安・ドル高が続いていたため為替リスクはそれほど意識されなかった。さらに1985年以降の円高が進行する時期には大幅な為替差損が発生したにもかかわらず、債券投資は1990年までさほど減少しなかった。

この行動について、代表的な機関投資家である生命保険を引き合いにして以下のように説明がなされている。つまり、①当時の生保は一時払い養老保険を始めとして高金利商品を抱えていたが、国内投資は金利低下を背景に収益率が低下していた、②生保には、インカムゲイン（利子や配当による収入）のみを契約者の配当に回すことができるという制約（インカム配当原則）があるため、もともと債券投資が選好される傾向があった、③1986年に对外証券に対する規制が緩められた（総資産に対する比率の上限が10%から30%に引き上げられた）、④円高による為替差損は保有資産の含み益で吸収可能であり、むしろ為替差損を前提にした高利回りの債券購入は、資産のキャピタルゲインをインカムゲインに転換する役割を担っていたなどによる、というものである。

生保はまた、海外直接投資を通じて、欧米の不動産も相当購入していたが、投資子会社をつくり、その株を持つことで投融資を行っているので不動産をどのくらい所有したのかを直接知ることはできない（注21）。

1989年をピークとして、1990年以降の対外債券投資は全体として減少傾向となり、特に米国向けの債券投資は大幅に減少ないし売り越しに転じた。この理由は、⑤1989年以降、日米の金利差が縮小した、⑥株価が下落し、保有株式の含み益が目減りした、⑦機関投資家の預かり運用資産の伸びが鈍化し、投資原資が伸び悩んできたためと一般的に説明されている。確かに③は10%、25%、30%と段階的に引き上げられた。しかし、生保の総資産にこの比率をかけた保有上限からみると（図15）、10%から20%に引き上げるところには一種の壁があったようだが、それ以降は乖離しているように見える。

（図15）

あるいは他の機関投資家と比較すると、生保の対外証券投資の総資産に占める比率は急に低下しているが、一方で損保はなお増加傾向、銀行は横ばい的にある。基本的に生保と

損保の対外証券投資に関する総資産規制は同じであり、生保の行動のみを説明する理由としてはやや不十分さを感じる（図16）。生保は長期の、損保は1年単位の預かり資産をもとにしているので、投資行動は本来異なるという見方もあるが、一方で、損保でも掛け捨て型から積立型に移行し保険期間が長くなっていることや、大災害に対する危険分散手段としては、本来生保よりも必要度が高い面もあるといえる。

（図16）

④に関しては、普遍的な理由とはいいくらいだろう。為替差損を「承知で行った」時期の債券投資を合理的であるとする一方で、含み益がなくなってきたから債券投資を行わない行動も合理的である、とするのはやや後付け的な説明に思われる。

しかし逆にいって、機関投資家の行動には合理的な部分とそうでない部分があったという傍証にはなろう。河合・照山[1991]では、生保の外国証券保有行動は内外名目金利だけでは十分説明できないことが指摘されている。結局は日本の投資家が、1980年代に入るまで、国内資産と海外資産への最適ポートフォリオを組むような機会に面していなかったので、海外への投資規制が緩和され、自由な国際投資機会に面するや猛然と外国証券取得を進めたものの、各種の要因（ファンドマネージャーの不足、運用ノウハウ蓄積の不十分さ等）から、そのストック調整が瞬時に完結せず、比較的長い時間を要するものだった、とする記述が、これらを包括する現実的な解釈であろう。

なお、金融商品との関係で「資金吸収」と「資金運用」を論じようすると、日本においては、銀行や生保のみならず年金・郵便貯金から資金運用部に回る資金ルートを検討すべきであるが、そのことは本稿ではとりあげない。ただし、後述する米国のケースのように本来超長期的な運用を行う生命保険が、短期的な運用によって高利回りを得る姿勢を余儀なくされるようになっていることは現在の日本においても十分あてはまっていることがある。

＜若干の計量的アプローチ＞

日本側の機関投資家（主に生保）の投資行動が、例えば株価の含み益の水準次第とすると、その行動はどのように説明できるだろうか。また、為替レートの影響をどう受けているのであろうか。そのことを多少計量的な方法で確認してみたい。

本来は企業ごとに異なる行動をとつてしかるべきであるから個別の機関投資家ごとの分析が妥当に思われるが、為替レートなどは当該企業ごとに異なる一種の採算レートのようなものがなくてはならない。こうしたデータの制約があるため一般的に得られるデータでの簡単な回帰分析を行つてみた。このことは同一業種内の機関投資家が皆同じ行動をとることを前提とすることになるが、日本の機関投資家には多少横並び的な行動も考えられ、そう極端な前提ではないようと思われる。

まず、推計する期間は資本移動の自由化の時期を考慮して1981年以降最近までとした。機関投資家の行動を示す被説明変数は二つ想定した。被説明変数①は、「外国有価証券残高／運用資産比率残高」（以下、ストックシェアと呼ぶ）であり、被説明変数②は、「外国有価証券の前期との変化額／運用資産の前期との変化額」（以下、フローシェアと呼ぶ）である。

ストックシェアは、運用資産の残高ベースのポートフォリオ状態を示し、急激に変化するものではない。比較的ゆっくりと増加していき、1990年頃から減少に転じているはずである。一方、フローシェアは、ストックシェアと比べると比較的急激に変化している。運用資産の前四半期との差額をみると、期間中はずっとプラスとなっており運用資産自体が縮小することによって海外証券投資が縮小したということはない。したがってフローシェアがマイナスになるということは、運用資産が増加したにも関わらず海外証券投資残を減らす動きが出ていることになり、ストックシェアより、直近の投資環境を反映した行動の結果を示すと考えられる。

説明変数としては、以下の四つを想定した（以下、基礎データと呼ぶ）。

- ①「株式の含み」は、日経平均株価225種×（保有株式／運用資産）で代理し、株式の実際の価値を示す一種の指標とした。フローシェアでの説明変数としては、前期との変化額としている（なお、土地の含みは、本来簡単にコンバートできる性格のものではないので考慮しなかった）。
- ②「金利差」は、日米名目金利差とし、日米10年もの国債応募者利回り差である。物価上昇率は予見できないので、機関投資家は名目金利差をまず考慮すると仮定したものである。
- ③「為替レート」は、月中平均の円／ドルレートである。説明変数として為替レートを入れたことは、暗黙に為替レート→資本収支（を左右する機関投資家）の動き、という影響

の方向をとりあえず仮定したことになる。

④「緩和ダミー」とは、前述の対外証券に対する規制緩和を示すものであり、一種のスロープダミーとなっている。具体的には1986年第1四半期までを0.1、1986年第2、3四半期を0.25、1986年第4四半期以降を0.3としてある。

⑤フローシェアの分析のみに1988年1四半期、1990年4四半期の急激なシェア低下は、①～④からでは追えないため、ダミーを採用した。

ストックの変化とフローの変化を①の「株式の含み」以外は同じ変数で説明使用とするのは厳密には適当でないかもしれないが、現実はストックとフローの中間に行動に理論的な行動パターンがあるものと考えて使用した。

データの出所は、生保のデータ及び為替レートは日本銀行の『経済統計月報』、株価は日本経済新聞社、日米金利は『公社債月報』及びFEDERAL RESERVE BULLETINからで、全て日本経済新聞社のデータベースNEEDS-TSを経由して入手した。

被説明変数、説明変数の関係をまず視覚的に捉るために、便宜的に各変数を整数倍したり、あるいは除すことによって一枚のグラフのなかにプロットしたものが図17、図18である。

まず、ストックシェアと各基礎データの関係をみていく。

「緩和ダミー」は1986年からの緩和を通じてステージ間の受け渡しを行ったようにみえる。「為替レート」は1980年代前半においては逆相関にみえるが、1987年後半以降あたりからは相関が高まっているようにみえる。「金利差」も同様であるが、1990年代前半に金利差が縮小していることがシェアの低下に効いてるようにみえる。動きとして一番合っていると思われる的是「株式の含み」であるが、1986年後半くらいまでのシェアの上昇スピードは含みによるもの以上に進んでいるように思われる。

以上を合わせて考えると、1980年代は1986年くらいまでは「株式の含み」が後押しし、シェア10%の天井まで急速に増加させた。10%の壁にぶつかるあたりではダミーが一時的に効き、その後は「為替レート」によるシェア引き下げ圧力と、「株式の含み」によるシェア引き上げ圧力が押し合い、1990年後半くらいまでは「株式の含み」がまさり、シェアを引き上げた。1990年以降に「株式の含み」が低下し始めると、「為替レート」の円高化と「金利差」の低下が、シェア低下圧力として効くようになった。1993年前後には、「株

式の含み」や「金利差」は、シェアを上昇させる圧力となるが、「為替レート」によるシェア引き下げ圧力、あるいは必要以上に慎重な投資姿勢が反映されて、シェアは低下し続けた、という動きが想定される。

(図17)

次に、フローシェアと基礎データの関係をみてみる。

まず、フローシェアそのものは、1980年代には一部の時期を除いてプラスの範囲で変動し、1990年代に入ると、一部の時期を除いて、傾向として減少が続いていることが分かる。

1988年第1四半期と1988年第4四半期は、基礎データの変化からだけでは追いにくいと思われる所以、前述のダミー処理をおこなった。

フローの数字は売りと買いの差し引きであり、もしマイナスに転じていれば、それは外国証券の売り越しを示す。この比率からだけでは、新規証券投資をするインセンティブが弱くて購入を控えた行動なのか、あるいは決算を前に益出しが可能そうな証券を売りに出した行動なのかどうかはわからない。例えば、1988年5月ごろの新聞記事をみると、日米金利差が縮小して外債投資の妙味が薄れ売り越しとなつたという論調になっているが、実際の基礎データの動きがこれと必ずしも一致しているようは見えない。

次に、「株式の含み」の変動額の動きを並べてみていると、多少のラグをもってフローシェアが同じ方向に動いているようみえる。両者の相関係数をとってみると、当期0.27、1期前0.38、2期前0.53、3期前0.25、4期前0.11となっており、2期前が一番相関が高いので、説明変数としては2期のラグをとることにした。半年程度先の事業計画を立て増加した運用資産をどの分野にどう投資するかを「株式の含み」を睨みながら決定する行動は十分ありうるように思われる。

「緩和ダミー」は、フローシェアの変動幅が大きくなる時期と多少重なっているようであり、「為替レート」あるいは「金利差」は、1990年代のフローシェアの低下傾向と多少合っているようにみえる。

(図18)

以上、各データの相互関係を見たのちに、ストックシェア、フローシェアそれぞれの回帰分析結果をまとめたものが表2である。

(表2)

結果的に、ストックシェアにおいては、想定した変数群は金利差以外は、比較的高い有意水準を示した。また金利差の符号はマイナスとなっており、当初の想定とは逆の結果となった。金利差は全ての推計パターンで有意性がなく、ストックシェアの説明変数としてなじまないと考えられる。

一方、フローシェアにおいては金利差の符号はプラスで比較的有意水準も高い。ストック、フローともに為替レートは重要な変数という印象である。「株式の含み」の影響は比較的安定していた。

被説明変数であるストックシェア、フローシェアは、海外証券以外の資産へ投資するインセンティブが変化しても変化しうるものであるが、そのこともふまえたうえで結論づけるならば、①1980年代前半期は、含みや為替レートよりも分散投資インセンティブが積極的な働いていたことにより、フロー、ストックともに投資が促進された。1980年代半ばから1990年ぐらいまでは、為替レートによるマイナス要因を「含み」が相殺してフロー・ストックとも投資が促進されていた。③1990年代に入ると、含みが大幅に減少したことを背景に、為替レートによる影響が大きく効くようになり投資が減少した。為替リスクから自由なその他の投資資産へのインセンティブが相対的に高まり海外証券投資へのストック調整が起こっている、という通説はほぼ当てはまっているように思われる。

次に、推計から考えられるインプリケーションについて言及しておく。ストックシェアの推計では「株式の含み」と「為替レート」と「緩和ダミー」の推計式が最もフィットが良く全変動の83%を説明できている。この推計結果を一応妥当とすると、外国証券／運用資産比率は1994年3四半期の推計値は9.9%となる。しかし、実際は7.6%であり、2.3%ポイント下回っている。標準誤差が1.5%であることを考慮しても、近年の生保の投資行動がやや慎重過ぎるのではないかということを示唆することになる。

また、フローストックでの推計で最もフィットの良い推計式では、全変動の64%を説明できている。この推計でも1993～1994年の外国証券への投資減少をみると、1993年1四半期～94年2四半期の各期の減少幅を単純平均して比較すると、推計では7.1%だが、実績

は23.6%と大きく減少しており、やはり必要以上に外国証券離れが大きいという印象を与える。

もちろん、この推計は限られた情報下での一試算であり、考慮できていない他の要因があるかもしれない。ただ、外国証券への投資が10%にも満たないことは厳然たる事実であり、生保のポートフォリオの組み方を議論するたたき台にはなろう。

計量分析の限界を補うべく、いくつかの機関投資家にヒアリングしたところ、以下のようなコメントを得ることができた。

ある生保からは、生保は変額保険以外の保険を一つの勘定で運用しているが、その金額は巨額であり、機動的なポートフォリオの組み替えが実際はなかなか難しいこと、保険がらみの貸付や株購入など、増加資産配分のうち毎期固定的になっているものがあること、また資産の運用先にはそれぞれリスク係数を設けているが、株式の含みが減少している現在では、リスク係数の高い外債を新たに持つ姿勢は基本的に極めて弱く、せいぜい円建て債程度を購入する程度となっていることが確認できた。

さらに、外債に関しては為替ヘッジ（売り予約）率をかなり高めており、最近では為替レートとの関係は実質的に弱まっているのではないか、全体としての投資スタンスは、保険業法の改正によるソルベンシー・マージン（保険金の支払い余力を示す基準で、「広義の自己資本」／基準リスク金額（保険+資産運用）で示される）基準の導入が影響している、というコメントがあった。

一方、ある損保からは、損保の外国証券／総資産比率が安定的に上昇しているようにみえるのは、分子である外国証券を売却せず何度もヘッジを更新し続けてきた一方で、分母である総資産が伸び悩んだからでないかという声が聞かれた。確かに、損保で先のような推計を行うと「含み」は説明力を持たないし、実際に損保は「含み」を配当に回すことはしていなかった（注22）。

これらの証言から考えると、生保の場合、一時払い養老保険に意図以上の資金を集め過ぎてしまい、結果的に運用にそのつけが回り、調達と運用とのバランスをとるために「含み」に依存した投資姿勢が生じたように思われる。このことは、企業としてバランスのとれた意思決定システムができていなかったことを示唆する。実績と推計の乖離を説明する定性的な要因を追求していくと、そこに行き着くようと思われる。

なお為替レートを説明変数に加えたことは即、為替レート→資本収支（機関投資家の行動）という関係がある、ということを主張しているのではない。資本収支（機関投資家の

行動) →為替レートという逆の関係も考えうる。そのことを論じるには資本収支から為替レートへの関係がどのようなものかを厳密に把握しなければならない。しかし、現状では為替レートに影響を与えると考えられる資本の動きが厳密に把握されているとはいえない。このことについては後に多少言及する。

②外国機関投資家

何度も述べてきたように、(長期) 資本収支は本邦資本と外国資本の動きの差額であるから、本邦資本の動きだけでは決定できない。とりわけ、外国資本の投資先は株式主体であるので、債券以上にさまざまな思惑によって大きく変動するようと思われる。例えば、「バブル」崩壊後の1991年に對内株式投資が212億ドルの大幅な買い越しとなったのは、世界的に株価が上昇するなかで、日本株に割安感が生じたためと言われている。この年は欧米の投資信託、年金基金等の機関投資家を中心に対内債券投資も堅調に推移し、証券投資全体で468億ドルの大幅な買い越しとなった。しかし、1992年に入ると債券市況の上昇に伴うキャピタルゲイン狙いの売却や欧州通貨危機に際しての投資引き揚げ等のため株価がさらに低下するなかで投資姿勢は慎重化し、株式投資の買い越し額は87億ドルへと大幅に減少し、債券投資も82億ドルの売り越しとなった。

一方、1994年には、日本株市場でPKO(Price Keeping Operation)が行われるという噂から再び日本株へ殺到したといわれ、結果的に490億円の買い越しとなった。こうした動きからもわかるように、外国資本側の投資主体の行動把握は、本邦資本側の投資主体のそれより数段困難なように思われる。

海外の機関投資家の投資スタンスは、早い時期から短期的な収益確保を狙ったものに変わってきてている。例えば、従来米国の生命保険は長期の米国債やモーゲージへの長期投資を中心に行っていたが、1980年代初めの高金利政策の下で、保険契約者の解約や貸付特約の利用が高まり、短期的な収益を上げられる資産運用志向が高まった。一説には米国でのダブルインカム世帯化にともない、家計支持者の死亡に備える保険から高金利を求める貯蓄型年金商品が好まれることになった(注23)。

保険会社責任準備金の保険商品別構成は、1980年に50.7%を占めていた伝統的生保商品が1990年に29.1%、と3割を切り、逆に1980年に45.4%であった貯蓄型年金商品は1990年に67.3%に達した。1970年代の株価大下落の経験から運用に際しては分散投資理論が主流となった。そのなかで外国証券投資比率は運用資産の7%台となっており、その80%以上

が株式といわれている。巨大な基金は運用資産の80%を自分で運用し、20%を投資顧問会社に委託しているが、上位200基金でみると、投資顧問会社による運用が65%を占めており、さらに外国株に関しては80~85%が投資顧問会社による運用となっている。

いずれにせよ、日本側からコントロールできるものではないことは確かであろう。

(5) 投資リスクの回避

現在の生保等の外国証券投資は、これまでみてきたようにかなり慎重である。株価の水準をみる限り、株式含み益の回復による投資姿勢の活発化もすぐには期待できないであろう。こうした状況下で対外証券投資を論じるとすれば為替リスクの負担をどう考えるか、ということに行き着く。図19は国民経済計算年報でみた対外資産の増加をみたものである。これらすべてが証券投資の残高というわけではないが、一次的な近似として考えられる。

対外資産は主にドル等の外貨建てで持つことになるから、円高となればドル資産は円換算によって目減りすることになる。為替レートが全く変動しなければ、フローの貯蓄投資差はストックの対外資産として毎年積み上がる。しかし、ストックを再評価すると、フローほどにはストックが伸びないことを示している。

(図19)

具体的には、1980年から1992年にかけて毎年の海外債権純増額を合計していくと、99.8兆円になる。ところが1980年初から1992年末までに増加したストックの資産額は60.8兆円である。差額は39兆円になり、これが調整額となるわけだが、資産価値が4割減（為替レートは226.9円が122.7円となっている）。特に、1986~1989年には、海外債権の増加が、ほとんど調整勘定によって相殺されて、純資産はさほど増加していない。

ドル高（円安）によって、逆に「含み」がでることもある。1990年などはそうなっている。しかし、1980年代以降をみると「目減り」のほうが多いかったのは確かであろう。このことは39兆円の「為替リスク」を誰が負担するか、という議論になる。

為替リスク負担に関する議論は当研究所が開催した「円高と日本経済研究会」（1994年12月～95年1月）でも意見が分かれていたように思われる（注24）。リスクを円建てで回避しようとは他国がそのリスクを被ることになる。契約という考え方からすれば、

円借款にしろ、当事者は将来の状況を予見できないまでも、「円で返済することを了承した」と主張することはできる。しかし、実際には、予見できない世界での出来事について個別に事後相談されるケースは多々あろう。とすれば、教科書的には実現前の損失を最小にするように投資を「最適分散」する対策しか思い当たらない。

4. 為替レートと資本移動

(1) 資本移動と内外資産の均等化

我々の関心は証券投資の多くが含まれている長期資本収支にあり、これまでその視点から議論してきたが、そもそも資本収支の動きを理論的に説明し、かつそれを実証することは可能であろうか(注25)。おそらくさまざまな考え方があると思われるが、これまで見てきたややミクロ的な視点からすれば、少なくとも長期資本収支については本邦資本の流入と流出、外国資本の流入と流出を左右する行動主体の分析ができないと詳細に説明することはできないと思われる。さらに短期の資本取引の役割を無視できないことは問題をより複雑にする。

理論モデルでは、国際収支表の各項目に応じた動きを忠実に追う必要はないので、もう少し単純化するための仮定や条件がおかれよう。基本的に資本収支は運用に適した場所を求めた上記主体の資本移動の結果であり、資本移動が自由であれば、内外に金利差があると(リスクプレミアムなどを考えなければ)内外金利を一致させるまで移動は続くことになる。しかし、現在のところ内外資産が完全に均等化しているとはいえない。金利も各国の金融政策の自主性を優先する限り、内外金利差が生じることもむしろ当然とされよう。

また、さまざまな規制、慣習などが資本収支に影響を与えていたり可能性があるかも知れないが、それらは本稿での関心ではない。

ここでは、前節との関係から、為替レートが資本収支に影響を与えるのか、資本収支が為替レートに影響を与えるのか(同時決定的と考えられるが)といった因果関係に関する議論に触れてみる。

(2) 資本収支から為替レートを説明する試み

為替レートを説明する理論に関しては、さまざまな考え方があり数多くの実証研究もある。例えば、長期的な為替レートを論じる場合には購買力平価説が比較的用いられるのに対し、短中期的には資産の交換を重視するアセット・アプローチ理論が比較的用いられる。後者は金融資産の売買市場で為替レートの水準が決定され、為替レートは円建て・ドル建て資産の交換比率という意味を持っている。最近では、時系列分析による分析手法などが

盛んに行われているが、為替レートの変動がランダムウォーク的に決定されるという結果が導かれるだけでは、資本収支と為替レートとの関係を考えるのには適当とはいえないようと思われる。

かつての為替需給は財・サービスの輸出入（経常収支）に依っていた。言い換えると経常収支に基づく実需そのものが為替需給を生んでいた（注26）。それが、1980年12月の外為法改正以降の資本の自由化によってまず、長期資本取引が為替相場を決定する要因として注目されるようになった。そこに対外証券投資の影響が考えられる。さらに1984年4月の先物取引にかかる実需原則の撤廃で、金利裁定（注27）による短期資本移動が活発化してきた（注28）。こうして、まず「予想」によって現在の為替相場が決定されるようになった。さらに、金融技術の発達はオプション取引などを通じて、為替と他の金融商品、さらにその現物と先物との関係付けなど、さまざまな結びつきを可能にした。

資本収支と為替レートの関係についてもその因果関係の方向についてはさまざまな見解がある。例えば、日本の1980年代においては、まず資本収支の変動が先に発生し、これが円安や経常黒字を引き起こした、とする見方がある（注29）。では資本移動から為替レートの動きを説明することはできるのだろうか。

まず植草[1992]の考え方を参考にして、国際収支表から為替に対する需給を把握する方法を検証してみる（注30）。なお、為替レートには、むろん各種通貨と円との交換レートがあるが、ここでの為替レートとはドルとの交換レートに集約して述べている。

植草は、国際収支統計を、①経常収支②直接投資③民間金融取引（注31）④公的資金収支の4つに分類し、①～③の合計である「民間部門」の需給バランスを為替市場の事前の需給バランスとみなし、経常収支+金融取引等（流入）を「ドル供給」とし、直接投資+金融取引等（流出）を「ドル需要」とし、差額を「ドル余剰」あるいは「ドル不足」とおいている。

つまり、民間部門の需給バランス = ①経常収支 + ③民間金融取引（流入） - ②直接投資による流出 - ③民間金融取引（流出） = ④公的資金収支となり、公的資金収支である外貨準備増減が、民間部門の逆符号として対応し、そのままドル買い、ドル売り圧力を示すことになるというものである（外貨準備の増減には、市場との取引以外に運用収益の受取が含まれるため、純粹に為替市場の需給要因とは言い難いことは承知の上であえて捨象している）（注32）。図20は、この考えにしたがって、経常収支+金融取引等（流入）を

「ドル供給」とし、直接投資+金融取引等（流出）を「ドル需要」として描いたものである。

(図20)

公的資本収支である外貨準備残高の増減を、ドル需給圧力と定義することが適當かどうかを判断する一つの方法は、外貨準備の増減が為替レートの変動に対してカウンターサイクルに動いているか、どうかをみるとことであろう（為銀ポジションと外貨準備増減とが必ずしもカウンターサイクル的に動いていなかつたことはすでに述べた。図9参照）。

外貨準備変動額の絶対額は図21のように1980年代半ば以降に急拡大している。これを対名目G N P 比と対比すると、1980年代前半は1987年頃と比べるとさほど大きなウェートをもっていないように見える。一方、対経常収支比率でみると、1980年代前半はかなりのウェートをもっている。もちろん、経常収支はさまざまな資本移動の結果であり、この比率の高さが即、影響力の高さを示すといえるわけではないが、民間資本収支→公的ドル売り買いの圧力が表されるとするならば、1980年代前半のドル高を支えた圧力を示すには、対経常収支比率でみるとなんらかの高いウェートを与えねばならないのかも知れない。

(図21)

<若干の計量的アプローチ>

そこで、為替レートを外貨準備額の変動のみで回帰分析してみる。ここでは、①外貨準備額実数、②外貨準備対名目G N P（季節調整済み）比率、③外貨準備対経常収支（季節調整済み）比率の3種類で試みた。また、外貨準備の変動が他の四半期にまたがる可能性も考え、当期と1期前との平均値での回帰も加えた。結果は表3のとおりである。

(表3)

例えば、いずれの場合も、推計期間を絞ると決定係数や変数の有意性は高まる傾向はあるが、1980年代の早い時期から連續した期間で推計すると、この推計では定数項のみが有意であるケースが多い。定数項は推計期間の為替レートの平均値に相当し、むしろ外貨

準備の変動はあまり説明力を持たない、という印象となった。

3種類の変数ともある程度説明力を持つのは、いずれもほぼ1988年以降程度である。また前期との平均をとって回帰した方がフィットが総じてやや改善するが、そのことはより短い期間において外貨準備変動で為替レートを説明することが難しいことを逆に示しているともいえる。つまり外貨準備増減額と為替レートが近年になって強い関係がある可能性は否定できないが、1980年代からの為替レートの変動の全てを説明できるものではない。

植草も述べているように、この方法は「結果」から「原因」をみているようなものであり、見方によって整合的にはなる局面はあるものの、細かい動きを追うにはあまり適当ではなく、あくまでも参考程度の把握方法と理解すべきであろう。

なお、国際収支表を修正して為替需給を把握する試みとしては、深尾[1983]の修正国際収支表の案などがある。これは契約ベースの経常収支と直接投資収支を合計した「基礎的収支」（現行の国際収支表の上の基礎（的）収支ではない）を定義し、これを民間部門の外貨ポジションの変化と通貨当局の外貨ポジションの変化から円の供給・需要要因から説明するという考え方である。なお、この案も①契約ベースの経常収支という統計がない、フローベースとなっている現行の国際収支表によるのではなく、あくまでも②ストックベースでの把握から為替需給の分析を行うべきであると指摘されている。その意味では、この種の議論を進めるには、まず前述の深尾[1983]のような修正国際収支表の登場を待ちたいというのがわれわれの正直な感想である。

おわりに

資本自由化以降、為銀は短期資金を積極的に取り込んだが、その資金はもっぱら国内向けに使われたのではなく、主に長期資本に分類される対外資産への投資に回された。「短期的」に資本を調達して、「長期的」に投資するある種のインセンティブが機関投資家にある間はこうした行動がとられ、かつ加速度がつく可能性があった。1980年代の証券投資の特徴を一言で述べるとすればこういうことであろう。

逆にそのインセンティブが失われると、今度は必要以上に収縮する可能性もある。経常収支黒字以上のファイナンスをまかなった短期資金は、短期負債の増加であるのでよせん一本調子で増加していく性格のものではなく、不安定なものであった。「短期借り・長期貸し」の構造が1991年に崩れたことは、為銀部門が逆に短期資金を国際金融市場へ供給（あるいは返済）することによって特徴づけられるが、こうした調整局面が本来の長期的な投資行動にも大きな影響を与えててしまうことがある（注33）。1991年以降の証券投資の特徴を一言で述べるとすればこういうことであろう。

最後に、資本移動に関するわれわれの基本的な見解を述べておきたい。

①資本移動の自由化の進展、②為替相場の固定化、③金融政策の独立の両立はできないことはすでに国際経済学の世界では常識となっている。その上で、どれを優先させるかが課題であり、小宮・須田[1983 a, b]では、日本のような国は②を断念するのが最善と述べている。つまり、資本移動の自由化と金融政策の独立を前提とすれば、為替レートは「従」の立場とならざるをえない。

マクロの貯蓄投資差額からみて、資本流出が常に起きているということは、相対的に国内に投資機会が十分にないことになるのだろうか。必ずしもそうではないだろう。一国内において、一方の経済主体に資金が余っており、一方の経済主体に資金が不足している状態が並存することは、別に珍しいことではない。理屈からいえば国内でこの金融を仲介する存在があってしかるべきだろうが、双方のニーズが、条件的に合致しないこともありますので、海外からの資金の流入が国内の資金不足の経済主体をファイナンスすることはミクロ的には十分ありうる。その意味で、一国が資本の流出国であり、同時に資本の流入国であることに別に矛盾はない（注34）。資本移動は、その意味で投資先の可能性を広げることもある。その意味で相互の資本移動はまず優先順位を高くすべきことであろう。

金融政策についてはどうであろうか。すでに述べたとおり景気対策などとの関係では、

伝統的には財政政策と金融政策の組合せによって、循環的な不況状態をソフトランディングさせなくてはならない。国内経済が大打撃を受けるほどの状態のときに金融政策の独立性に拘泥する必要はない、という見方や、公定歩合の上げ下げによる効果を疑問視する見方もあるようだが、為替レートの安定を優先するために金融政策の独立性を放棄するというのは、手段と目的において本末転倒になる可能性がある。

為替レートの変動に関しては、これまでの円高時を見ても、マス情報は、まず輸出企業の悲鳴をとりあげて、しばらくして円高メリットを語り出すというパターンが続いているように思う。円高が進行すると、こうした優先順位に関しても「そうはいっても、やはり果たしてそれいいのだろうか」と議論が蒸し返される可能性がある。もし優先順位の変更がなされるとすれば、ある種の政治的なプロセスで決定されると思われるが、その種の議論において、この3つを全てコントロールしうることは基本的に幻想であることは銘じなくてならないであろう。

本論では、機関投資家、為銀、非金融企業等の行動が先にあり、そこから国際資本移動がもたらされ、資本移動が為替レートを決定することを暗黙のうちに前提して議論が進められた。本来こうした行動は同時決定的になされると考えられるが、機関投資家の投資行動を論じるのには、例えば為替レート等をとりあえず外生的におく必要があり、結果的に部分均衡的なアプローチにならざるを得なかった。また、資本収支から為替レートへの影響を論じるとしても、資本収支の実態は現状の国際収支表では必ずしも把握できないとする指摘にとどまった。

実態を示すデータ把握が曖昧なところで、為替レートと資本収支の関係をどちらが原因でどちらが結果かを実証的に示すことは困難であり、仮にそれぞれ限定された情報下で部分均衡的な推計をしてその統計的な因果関係の方向を示したとしても、そのことにどれだけの現実妥当性があるかはまた別であると考えざるを得ない。

国際収支表や先物の状態の把握などについては、今後のデータの整備を待つしかない面もある。とすれば、現在必要なことは為銀や機関投資家側の行動をさらに分析することを通じて資本収支の動きを理解する視点ではなかろうか。そう考えてみると、資本収支を左右する行動主体の実態は必ずしも明確にされておらず、少なくとも機関投資家の行動ひとつとっても、詳細に研究すべき余地はまだまだあるように思われる。本稿で行った素朴な計量分析は、生保の外債投資行動は必要以上に慎重なのでないか、という議論のたたき台であった。これに対して、調達と運用に関するALM的な見地や、企業内の意思決定シス

テムの不備等を包含して理解することなどができるようと思われる。こうした問題提起に対して、生産的な議論を重ねることを通じて、この分野の実証研究がさらに進むことを期待するものである。

本稿は、通商産業省通商産業研究所の第8期研究プロジェクトの一つとして、1994年～1995年に実施した成果を取りまとめたものである。本稿執筆にあたり、快くインタビューに応じて下さった各企業の方々に心から感謝する次第である。なお、ありうべき誤りは筆者の責に帰するものであることはいうまでもない。

注記

(注1) 「広義の資本収支」という概念は、最近ではかなり一般的になったと思われる。このように国際収支表に基づいて議論する場合、いくつかの収支項目のどこに線を引いて不均衡と捉えるべきかという問題がついてまわる。小宮・須田[1983 a]などを参照。

(注2) 長期資本取引が経常取引（輸出入と貿易外取引）に対して自律的となっていることについては高木[1993]を参照。

(注3) 公式統計はないが、ニューヨーク連銀などは、日本の資金は約4分の1が直接アメリカに流れ、残りの4分の3はイギリスなど欧州の第三国を媒介して流れていたと推測している（中尾[1991]）。しかし、どの程度米国財政赤字の補填に回ったかどうかは明確ではない。米国債の保有者をみると、米国債の9割以上は米国内で消化されており、日本から米国債への投資は1981～1985年と1988年に集中している（大蔵省財政金融研究所アメリカ財政研究会[1994]）。

(注4) 為銀の資産は、外国銀行への外貨預け入れ、輸出手形、短期貸付などであり、負債は外国銀行（ユーロ市場等を含む）からの借入金、自由円預金などである。

(注5) 為替当局の「外貨準備」は、「外貨」＝「外国為替」だけでなく、金、SDR等を含む「公的準備」である。政府及び日本銀行の保有する流動的な対外資産のことで、この残高はドル表示で計上され、大蔵省から発表される。国際収支の決済または外国為替市場への介入には容易に利用できる流動的な資産であることを要し、具体的には、政府・日本銀行の保有する金および外貨（証券または預金）、SDR保有額、IMFにおける準備ポジションからなっている。政府保有の外貨は、外国為替資金特別会計で管理されているが、外貨を購入する際の円資金は、ほとんどが外国為替資金証券の日本銀行引き受けによって調達されている。日本銀行は外国為替資金証券を発行して購入資金としての円を調達し、市場からドルを買う。外貨は主に米国の財務証券（T B）の形で運用している。

(注6) 介入額は公表されていない。例えば、日本経済新聞[1994 a]に推計額がグラフで

表示されているが、問い合わせによつても、この推計方法は明らかにはされなかつた。おそらく日本銀行の資金循環表からの推計ではないかと考えられる。

(注7) 経済企画庁[1993]などを参照。

(注8) 経済企画庁[1993]では、この時期の貿易収支（通関ベース）の黒字を通貨別に分け、ドル建てでは153億ドルの赤字であるのに対して、円建てでは966億ドルの大幅黒字となつてゐることから、円建ての黒字増加が為銀部門以外の資本収支における円の流出超幅に上回るという事態が生じ、その収支尻が為銀に持ち込まれたものと述べている。

(注9) 例えば、河合・照山[1991]を参照。

(注10) 國際収支統計での「誤差脱漏」が拡大した一因として、急激な証券投資の拡大に実態の捕捉が追いつかなかつたことが考えられる（日本銀行への照会による）。また國際収支統計は金融勘定の値が先に決まって、それに対する各収支項目を寄せていくようになつてゐるようである。

(注11) 「両建て取引」という言葉は、分類される統計項目の関係で國際収支表上の債権債務関係の双方が膨らむ状態を示しており、経済企画庁[1993]のほか、日本銀行[1994]や日本開発銀行[1993]の補論で両建て計上の相殺を行つてゐる。

すでに関係者間では常識化していることではあるが、以下の4点は「國際収支統計利用上の留意点」として日本銀行[1994]で指摘されている。

(1)証券投資の長短区分（統計上は証券の原契約期間）

中長期証券投資の中には、売買益を狙つての短期ディーリングが相当含まれており、これが長期資本収支の月々の振れを大きくしているほか、非居住者による本邦T Bやユーロ円預金等短期円資産からディーリング狙いの長期国債や債券先物を利用した裁定取引への乗換えについては、いずれも実質的な短期の円資産運用であるが、ユーロ円預金やT B取引は金融勘定に計上される一方、裁定取引に伴う現物買いも含めて長期債の取得はすべて長期資本収支の流入出にカウントされる。

(2)資本収支に計上されない為銀部門の短期資本の動き

近年為銀は、國際部門についても自らの判断に基づき、例えばユーロ市場から短期資金を調達し中長期現地貸しや対外証券投資を行うといった長短ポジション操作を、金融経済情勢の変化にあわせ従来より能動的かつ機動的に実行するようになってきており、このため中長期の資金フローをbelow the lineの金融勘定の動きとあわせて把握することが一段と重要になってきている。

(3)本邦企業の外債発行

本邦企業の外債発行については、発行時点では外国資本の流入として長期資本収支の黒字要因となるが、そのかなりの部分が最終的に本邦投資家により購入されており、当該購入分は対外債券投資の取得増として計上され、本邦資本の流出（長期資本収支の赤字）となるため、長期資本収支が資産・負債の両建てで膨らんでいることになる。

(4)ユーロ円インパクト・ローンの取扱い

本邦企業が海外から取り入れるユーロ円インパクト・ローンの多くは邦銀の海外支店から供与されており、その原資の大半は、本支店勘定を通じ国内（本店）から当該海外支店に送金されている。したがって実質的にはほとんど居住者間の取引であるにもかかわらず、ユーロ円インパクト・ローンの取入れ（返済）はその期間に応じ短期資本収支および長期資本収支のそれぞれ借款（外国資本）に、その裏側にある本支店勘定による為銀部門の資金流出（流入）は金融勘定に両建てで計上されている。このため、中長期ユーロ円インパクト・ローンの取入れが増加すると、その分長期資本の流入がかさ上げされることになる。

このように従来の統計では資金の流れ 자체が完全に把握できないこともしばしば指摘されている。例えば、対外証券投資の市場としては、アメリカ市場、ルクセンブルグ市場、イギリス市場などが大きい。ただし、それぞれの市場で発行される債券等と実際の資金の流れに関して国際収支統計上でさまざまな問題が指摘されている。

日本では対内証券投資は直接の取引相手の国籍別に分類し、対外証券投資は取得した証券の市場別に分類している。例えば、対内証券投資で米国、中東等の投資家が英国の証券会社を通じて本邦証券の売買をした場合、報告書上は直接的な資金流出入がある英國に計上される。一方、対外証券投資では、わが国の投資家がルクセンブルク市場に上場されているユーロ債を売買した場合、取引先の国籍に関係なく、ルクセンブルクの資本の流出入として計上される。

つまり、居住者により外債の発行が行われ、かつ、これが居住者により取得された場合、居住者間の取引であるにもかかわらず、前者は対内債券投資、後者は対外債券投資となる。

（注12） 最近の「金融の空洞化」を巡る議論からすれば、すでに「社債市場の空洞化」が起こっていた（堀内[1994]による）ということであろう。

（注13） スプレッド貸は、銀行の資金取り入れコスト（市場金利）に、一定の利鞘を上乗せする貸出方式である。ユーロ市場では一般的で、日本では1984年6月から居住者向け短期ユーロ円インパクトローンが自由化された。

(注14) 「外・外型取引」については為銀や証券会社の自己勘定分では推計しきれず、もっと多いという意見がある。しかし、それを推計する方法はいまのところない。

(注15) 短期プライムレートは、公定歩合プラスアルファであったが、調達金利の自由化により、短期の金融市場金利をベースに決定される新短期プライムレートが導入されると、スプレッドを確保する短期ユーロ円インパクトローンのメリットは相対的に薄れ、代わって中長期のユーロ円インパクトローンが増加するようになった。

(注16) 本稿でも先行例に基づき以下の方法で調整しているが、この調整にあたっては、「外・外型取引」をどのように推計するかが、ポイントであり、かつ限界にいたるところである。

1. 外・外型取引の推計

(1)為銀の対外証券投資の推計

『証券業報』または『外貨証券の売買状況』（いずれも日本証券業協会）に掲載されている①「株式」、「債券」、「外国投資信託証券」の〔外国取引〕+〔国内取引〕の合計と、大蔵省の『財政金融統計月報』もしくは『国際金融局年報』に掲載されている②「投資家別対外証券投資〔経路別〕（決済ベース）」の「為銀」の数値を足し合わせたもの。

なお、東京銀行では大蔵省のデータを「直接取引」、証券業報のデータのうち外国取引を「委託」、国内取引を「店頭」としている。

(2)証券会社（自己勘定）の対外証券投資の推計

『証券業報』また『外貨証券の売買状況』のデータの「株式」、「債券」、「外国投資信託証券」の〔外国取引〕の「自己」分から〔国内取引〕を引いたものの合計。

(3)外・外型取引の推計

(1)と(2)で求めたものの合計

2. 両建て取引の推計

(1)短期の資本取引

短期資本収支と符号を逆にした金融勘定の合計。

(2)長期資本収支

(3)外・外型取引

上記1. の数値。

(4)中長期インパクトローンの推計

・中長期インパクトローンの流入額

大蔵省『国際金融局年報』の「本邦為銀の海外店のユーロ円貸付金残高の推移」の「対居住者向け中長期ユーロ円貸付金」の各年末残高の増分（単位が十億円であるのでドルに変換、為替レートは、日本銀行『経済統計年報』の「インターバンク、直物、中心レート」の年末値）。

(5)調整後の収支の推計

$$\cdot \text{調整後長期資本収支} = (2) + (3) - (4)$$

$$\cdot \text{調整後短期資本収支} = (1) + (4) - (3)$$

((4)中長期インパクトローンの流入額、(3)外・外型取引のネットの流出額を(2)長期資本収支、(1)短期の資本取引の取引の両建てで控除したもの。)

なおも、①外・外型取引は、為銀と証券会社だけでよいか②信託銀行はどうするか③対外証券投資は、大蔵省データ（投資家別、直接取引分）と証券業報の「株式+債券+外国投資信託証券」だけでよいか④新株引受権付証券やC D、C Pは加えなくてよいか、といった課題が残る。

(注17) 詳細は、例えば大蔵省財政金融統計月報508号（国際収支特集等）を参照。

(注18) 「バブル」という言葉の定義は論者によってさまざまであろうが、ここでは「1980年代後半に日本国内においてみられた、それまでの趨勢から著しく離れた株価と地価の上昇現象」としておく。

(注19) 「調整勘定」は貸借対照表勘定と資本調達勘定との評価方法や概念における相違を調整する勘定であり、期首と期末の間の実現及び未実現のキャピタル・ゲイン及びキャピタル・ロスの大部分が説明される。

(注20) 為替レートが生産性格差によって決まってくるという考え方自体、非常に論争的で興味深いが、本稿ではその是非に踏み込まない。

(注21) 80年代の日本経済新聞等の記事検索による。

(注22) この点、ある機関投資家から以下のようなコメントを得た。

「生保の外債投資の裏には、株式の『含み』と8%台の予定利回りで集めてしまった一時払い養老保険があったからと考えて差し支えないと思う。当時、国内金利が6%程度となり、高い利回りを確保するためには外債投資などに賭けるしかなかった。背景には、生命保険は貯蓄商品である、ととらえる日本人の国民性があったと思う。80年代半ばの金融

商品の規制緩和が加わり『一時払い養老保険』が生まれ大量の資金が集中した。生保は、特配という形で配当に契約者に回したが、損保はしなかった。この過程で生保は含みをかなり吐き出しあしまった。損保が、生保と同様の行動をとらなかったのは、正直なところ多少『出遅れた』のが結果的に幸いしたこともある。ALM的な見地からいようと、損保では5年もの商品で預かった資産（損保側からみると負債）を運用する先は5年もののクーポンのあるもの、というように勘定がはっきりと区分されている。しかし、生保は変額保険の勘定は分かれているものの、その他の商品の運用は一本の勘定であり、悪くいえば『ドンブリ勘定』となっている。現在の生保の投資スタンスは、ポートフォリオから決定されているというよりも、例えば、株式保有から生じる営業機会や一定の収入保険料を確保するための『営業政策』によるものであり、ベースには日本社会での『持ち合い』がある。合理的なポートフォリオによって保有スタンスが決定されているといえるだろうか。年金運用が4%台の利回りを想定しているのに対し、運用利回りが2%台では『合理的なポートフォリオ』という考え方自体が成り立たないともいえる。」

(注23) ここでの記述は主にある銀行の資料等に依るところが大きい。

(注24) 詳細は通商産業省通商産業研究所[1995]を参照。

(注25) 資本収支関数の推計を試みた事例としては、例えば、植田[1992]がある。

(注26) 一般に、実需筋とは貿易取引等決済の必要があって為替売買をする輸出入の多い商社・メーカーなどの企業をいう。しかし、実需原則の撤廃以降、実需筋でも投機化が進んでいる。投機筋は為替相場の変動による利さや稼ぎを目的に為替売買をしている人や組織をいい、かつてはアラブ産油国のオイルマネーなどが活躍した。最近ではジョージ・ソロス氏によって一躍有名になったヘッジファンドなどが代表格といえよう。

(注27) 金利裁定は、二国間に金利差がある場合、低金利国から高金利国へ資金を移動させることによってサヤ取りを行う取引である。為替レートの変動の先行きが不確実な時には、為替リスクを回避するために、高金利国における資金運用期間を考慮した高金利国の先売り、低金利国の先買いというスワップ取引が同時に行われる。この直物市場と先物市場とを結び付けて行う取引を先物カバー付き金利裁定取引という。

(注28) 外貨の売買契約の締結と契約の実行の間にはかなりのタイムラグがあり、契約段階では統計に表れない。壽崎[1993]は、国際収支統計を組み替えることで事後的に契約締結段階の状況を推定できるとしている。

(注29) 吉富[1994]などを参照。

(注 3.0) なお、国際収支表からフローでのドル売り、ドル買いの圧力を事後的に想定する考え方自体、その有効性について意見が分かれるようである。いくつかの銀行系の調査レポートなどでは国際収支表項目の組み替え、推計によってこれらの導出を試みている。一方、経済学者は、月次・四半期程度の期間は（超）短期であり、それをフローの取引で把握しようすることはできず、ストックの金融資産を交換する際の「予想」の変化をベースとして考えるべきとしている。

(注 3.1) 「民間非銀行部門の長短の資本取引や外国為替銀行部門の短期資金取引等、多様なものが含まれており、また形態としても、資金の取引以外に株式や債券等の有価証券の取引も含まれる。また個別の統計に誤差が多いことも予想される」としている。

(注 3.2) 植草[1992]は、外国資本の直接投資形態での流入は、絶対額が非常に小さく、かつ直接投資形態での本邦からの資本流出額を単独でとり出した方が、日本からの直接投資の金額の変化をより正確に捉えられる、として本邦資本のみの「直接投資」を上げている。また、日本は米国とだけ対外取引を行っているわけではないので、国際収支表を用いて円・ドルレートについて分析を行うことの問題がないわけではないが、為替需給を「近似的」に捉えるうえで有効であろうとしている。

なお、植草[1992]は、「本邦資本が外国企業へ投資する場合、直接投資に計上される形での行動をとるケースが多いのに対し、外国資本の本邦企業への投資は株式投資の形態で長期資本収支に計上される場合が多いと考えられる。この意味では、為替需給のための分類では本邦資本の直接投資形態での資本流出と外国資本の株式投資形態での資本流入とを合算して、為替需給の1項目とするべきかもしれない」とも述べている。

(注 3.3) 現在の還流パターンは、日本側が結果的に「リスク」を余り負わないかたちとなっているところに問題があるのではないかという指摘もある（東京銀行[1993]）。しかし、短期であれ長期であれ、全体として流出している以上、資本供給していることにはかわりなく、かつて日本は短期資金を長期資金にコンバートする役割を担った。その役割を仲介する金融機関が行えば、実質的には同じと考えられる。直接投資にくらべると証券投資は、よりファイナンス的であり、外部環境の変化に対する反応が、本来すばやい。証券投資が長期資本に区分されているものの、果たして本当に安定的な長期資本となっているかどうかは議論も多いが、長期間の場合の為替リスクを考えると、資本の出し手と受け手にとって真に安定的な資本のやりとり自体、求めにくいものなのではなかろうか。

(注 3.4) 日本経済新聞[1994 b]は、経常収支赤字が1000億ドルを超える米国が、1993年

に1200億ドルの対外証券投資を行っていることを報じている。同年には対米証券投資も1000億ドル強になっているが、それだけでは不十分であり、海外の中央銀行によるドル買い介入、外貨準備運用に伴うドル資産取得と米銀のユーロ資金取り入れで資金繰りをつけた。バブル期の日本企業さながらの「両建て」が米国で起こっている。

こうした経常収支とは別個の資本供給行動が基本的に不安定なものであることが、突発的な資本引き揚げを契機に国際的な資本移動を搅乱し、為替レートに影響を与えるというのは十分ありうることのように思われる。最近のいわゆるメキシコ危機はそうした性格を帯びていないといえるだろうか。この点につき、例えば香西[1995]が指摘している、日本とアメリカとメキシコとの3者間での資本の流れ阻害がドル安、円高に結びついたという理解の仕方についてわれわれは共感できる。

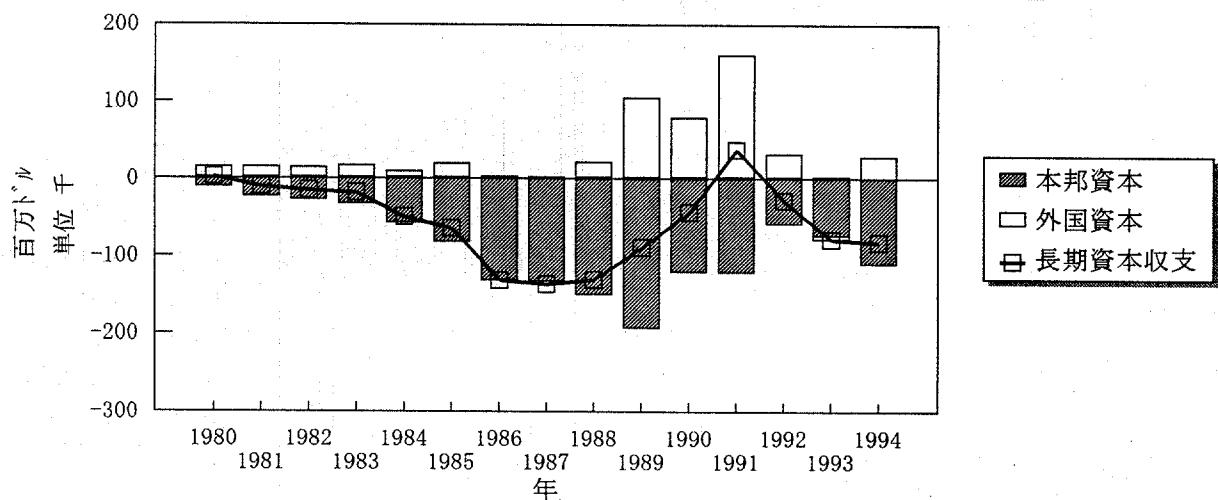
図表

表1 國際取引支の項目構成

		1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
(単位:百万ドル)																
○総合取引支		-8396	-244	-971	5177	-1520	-12318	-44767	-29545	-28982	-32266	-7234	76369	71602	38126	20428
基盤 (D) 取支		-8422	-4902	-8119	3099	-14648	-15373	-45616	-49517	-51298	-32089	-7235	109558	86092	53112	47103
貿易取支		-10746	4770	6850	35003	49169	83845	87015	73631	57167	35761	72901	117551	131448	129140	
輸出		2125	19367	18019	31454	44257	55985	962827	95012	63528	103044	141514	145944			
輸入		128736	149322	137663	145468	168290	174015	205591	224605	259765	268570	280374	305657	308360	351292	384176
貿易外取支		-111343	-1373	-9106	-3848	-9106	-7147	-5165	-4932	-5702	-11263	-16526	-22292	-17660	-101112	-3949
移転取支		-1528	-1624	-1381	-1549	-1507	-1652	-2050	-3659	-4118	-4234	-5475	-12483	-4655	-61117	-7508
長期資本取支		2374	-9672	-14959	-17700	-96551	-64542	-131461	-136332	-136930	-89246	-43886	37057	-28459	-78336	-82037
資産 (本邦資本)		10817	2209	27418	32458	56775	81815	132095	132330	149833	182118	120766	121446	51952	73908	110232
直接投資		2365	4894	4540	3612	5665	6452	14480	19619	34210	44130	48024	30726	17222	13714	17938
延払信用		717	2131	3239	2659	4937	2817	1836	535	6943	4002	-681	-3928	-5233	-507	-50758
借入 (供与、回収)		2553	5083	7902	8425	11922	10427	9281	16190	15211	22495	22182	130397	7623	8169	7744
* 証券投資		3763	8777	9743	16224	30795	59773	101977	87757	86949	113178	39681	71306	34362	51670	85607
株式 (取扱、処分)		-213	240	151	661	51	995	7048	16874	2933	17887	6256	3630	-3012	15329	14057
債券 (取扱、処分)		2396	5610	6076	12505	26773	53479	93024	72835	88812	94083	2861	68202	35634	29813	64101
中庭外債券 (発行、償還)		970	2727	3516	3971	5259	1395	-2002	-1856	1208	4464	2474	1740	62128	54649	
その他		1409	1324	1394	1809	3156	2346	4521	8829	6574	8313	115660	7245	40448	5462	4701
負債 (外国資本)		13141	13137	12449	14759	7124	17223	634	-3702	18933	102872	77180	156503	23503	-4728	28195
直接投資		278	189	439	416	-10	642	226	1165	-485	-1054	1753	1368	2728	86	888
延払信用		-16	-15	6	8	3	29	40	-1	-18	-9	-10	-2	-5	-11	-5
借入 (借入、返済)		-231	-186	-161	-37	-77	-75	-34	-119	-82	17813	39112	38124	15839	4338	-8624
* 証券投資		13113	13220	11860	14148	7194	16741	545	-681	20238	85144	34653	115284	8171	-10178	34653
株式 (取扱、処分)		6546	5916	2549	6126	-3510	-673	-15758	-42835	6810	6998	-13276	46779	8731	19892	48935
債券 (取扱、処分)		5331	5936	5030	23559	3454	4554	-2103	6675	-21628	2400	16931	21241	-8194	-721	521
外債 (発行、償還)		1236	1368	4281	5663	7350	12890	18412	30079	36116	75746	30938	47264	7634	-30849	-14853
その他		-3	-71	337	224	14	-64	-63	1334	-760	978	1672	3729	2710	1937	2273
短期資本取支 (貿易借用、借用、*証券投資)		3141	2265	-1579	23	-4295	-936	-1609	23865	19521	20811	21468	-25758	-7039	-14426	-8897
開港税		3116	435	4727	2055	3143	3991	2158	-3893	2756	-22008	-20877	-831	-10151	-260	-17778
○金融部門 (純資産)		-8396	-2144	-4911	5177	-16200	-12318	-44767	-2545	-28982	-32266	-7235	76369	71602	38126	20428
為替部門		NA	NA	-35	3570	-17560	-10848	-58506	-71801	-44460	-8592	13633	93454	72398	14974	22697
資産		15689	15860	1380	11428	573	24705	81557	107064	147468	13379	56002	-37860	-5028	-23314	25429
外債		NA	NA	-236	10666	1589	14688	50708	29007	94531	62198	39411	-82130	-57049	-30562	2539
負債		NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
外債		28633	22246	1395	7858	23333	35553	140063	178865	191926	142471	42369	-131314	-123026	-38288	2732
外貨		NA	NA	-195	8073	11837	19688	115125	962399	144593	82335	40562	-72257	-52478	-28154	-15563
外債		NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	-69057	-70548	-9534	18295
△外債部門		NA	NA	-4936	1607	2360	-1470	13739	42256	15478	-24694	-20867	-17085	-1396	23452	-2289
△外債準備金		NA	NA	-3171	-5141	1234	1817	15729	3220	16183	-7842	-8073	-8073	26904	27256	
その他		(-157)	(-1071)	205	373	543	-1657	-1990	3016	-705	-11927	-13025	-9012	-1101	-2452	-2955

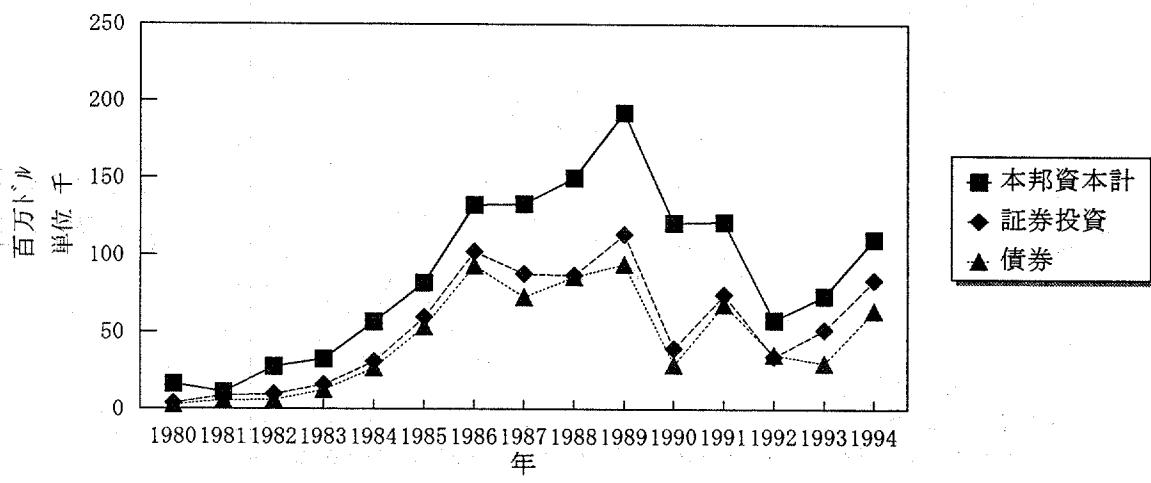
「国際取引統計月報」の複数の表を本稿での議論に合わせて、1つにまとめたもの。*印が本稿で主に論じる項目。
金融機関は、総合取支での取引の取扱元がどのようによつてファイナンスされたかを示し、両者は一致する (◎印)。80~81年は、金融機関の項目が細分化されていないので「その他」で調整。

図1 長期資本収支（本邦資本と外国資本）



(注) 1994年は速報値
(資料) 日本銀行「国際収支統計」

図2 長期資本収支における本邦資本
証券投資に占める債券



(注) 1994年は速報値
(出所) 日本銀行「国際収支統計」

図3 長期資本収支における本邦資本
証券投資

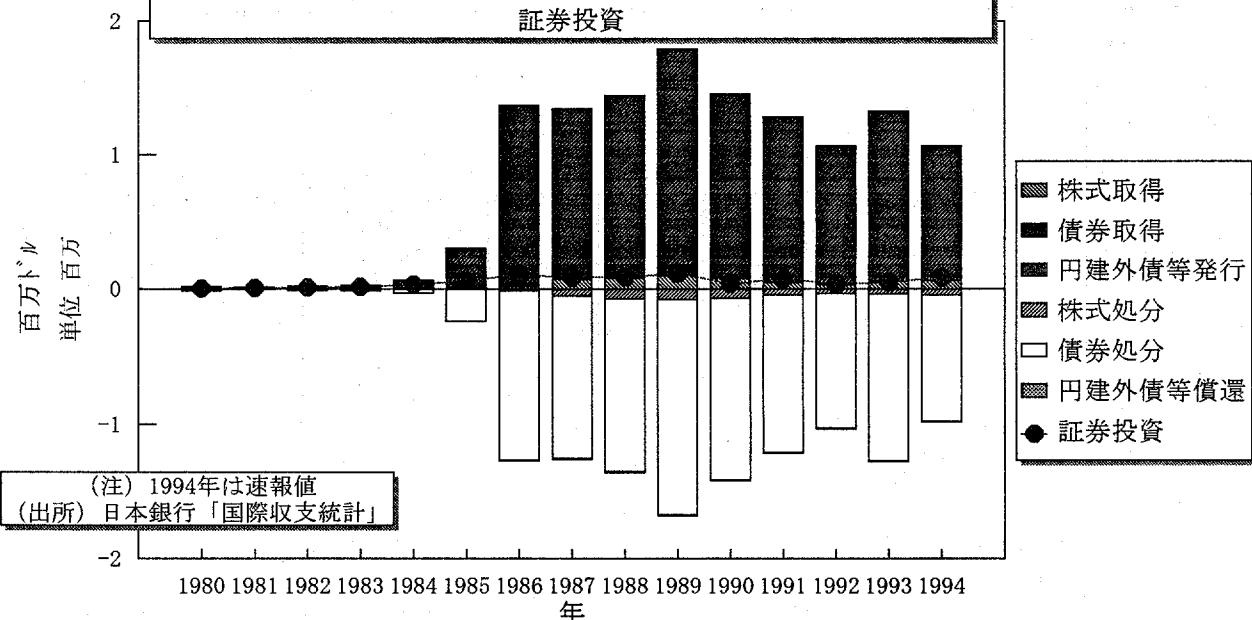


図4 長期資本収支における本邦資本と証券投資

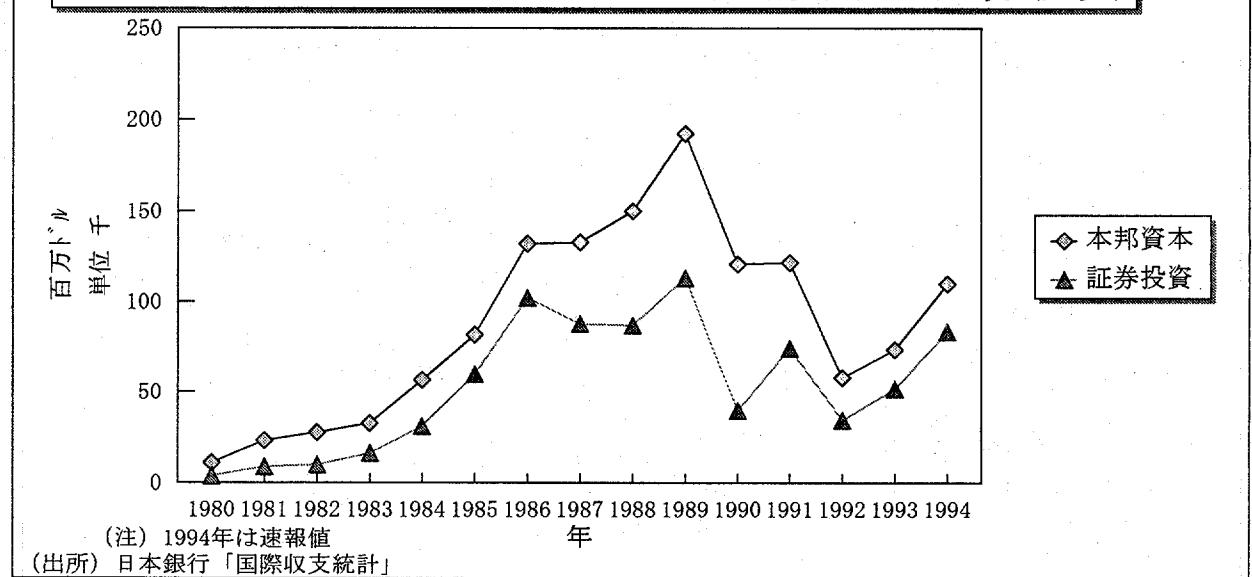
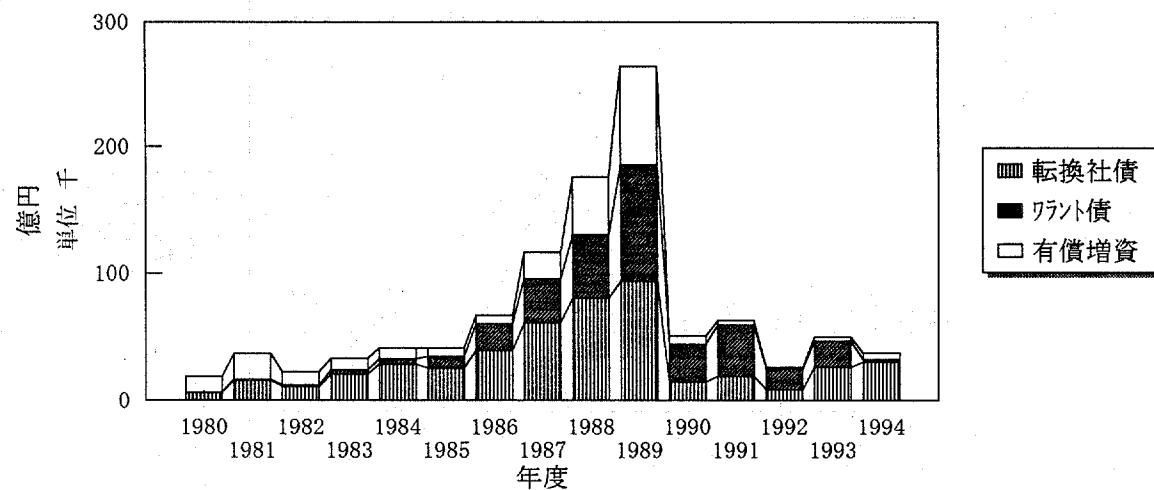


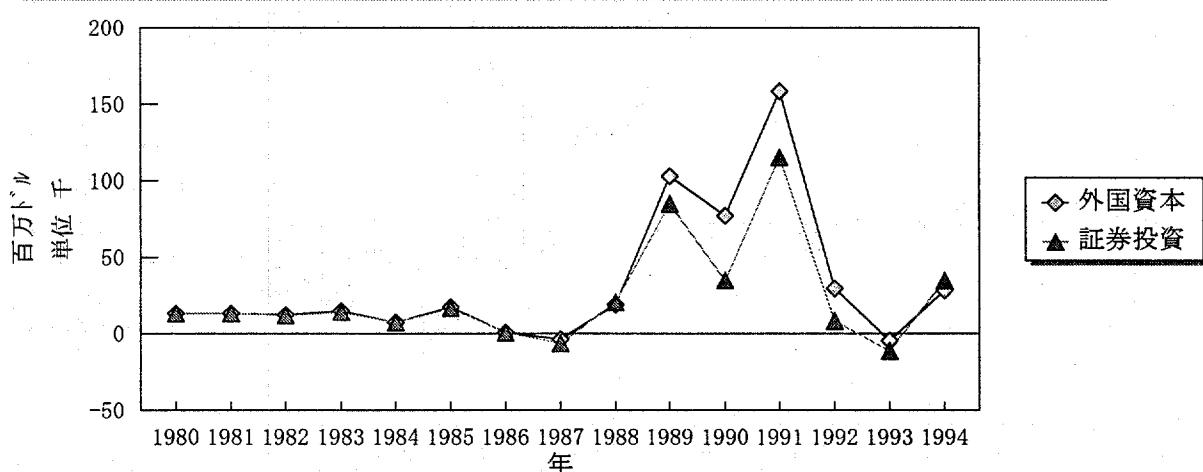
図5 エクティファイナンスによる資金調達



(注) 1994年度は1994年4月～1995年2月までの数値

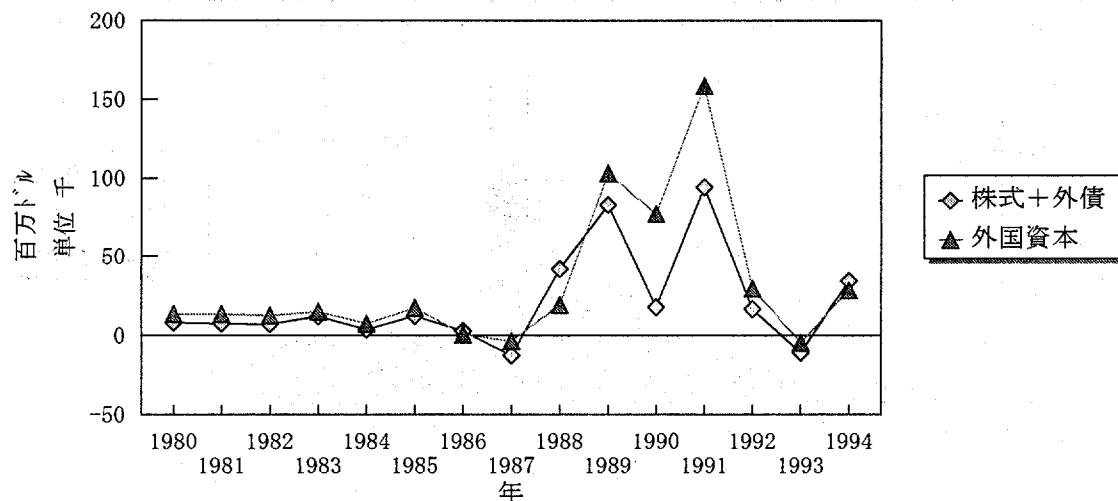
(出所) 公社債引受協会『公社債月報』

図6 長期資本収支における外国資本と証券投資



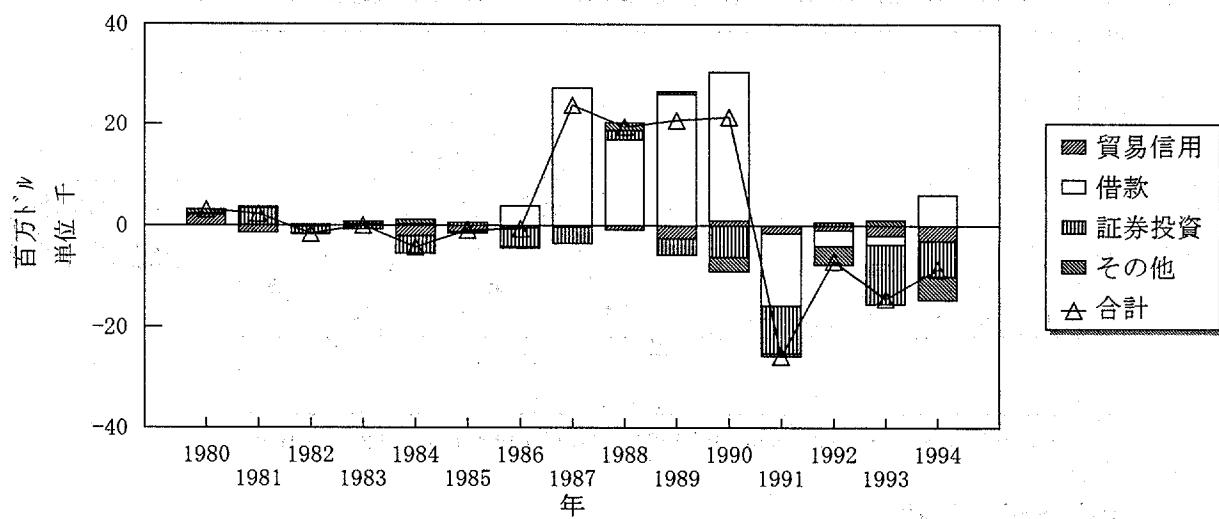
(注) 1994年は速報値
(出所) 日本銀行「国際収支統計」

図7 外国資本と株式、外債投資



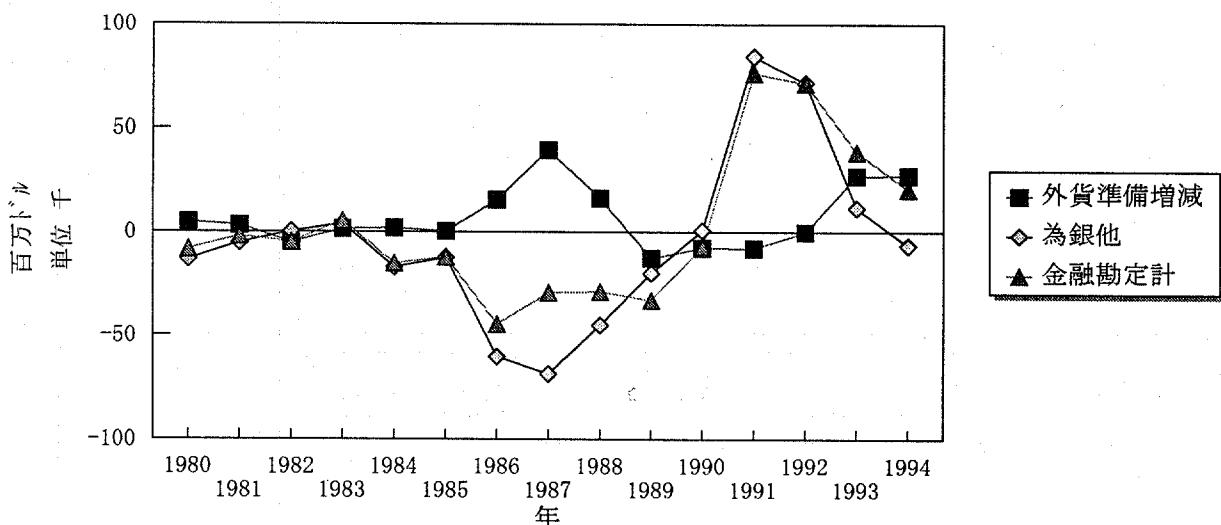
(注) 1994年は速報値
(出所) 日本銀行「国際収支統計」

図8 短期資本収支の動向



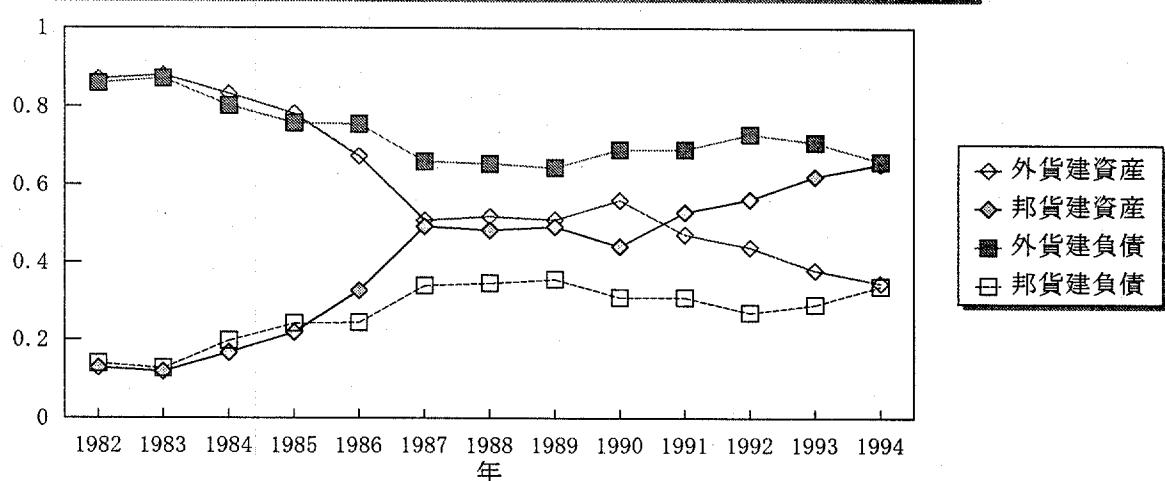
(注) 1994年は速報値
(出所) 日本銀行「国際収支統計」

図9 金融勘定の推移



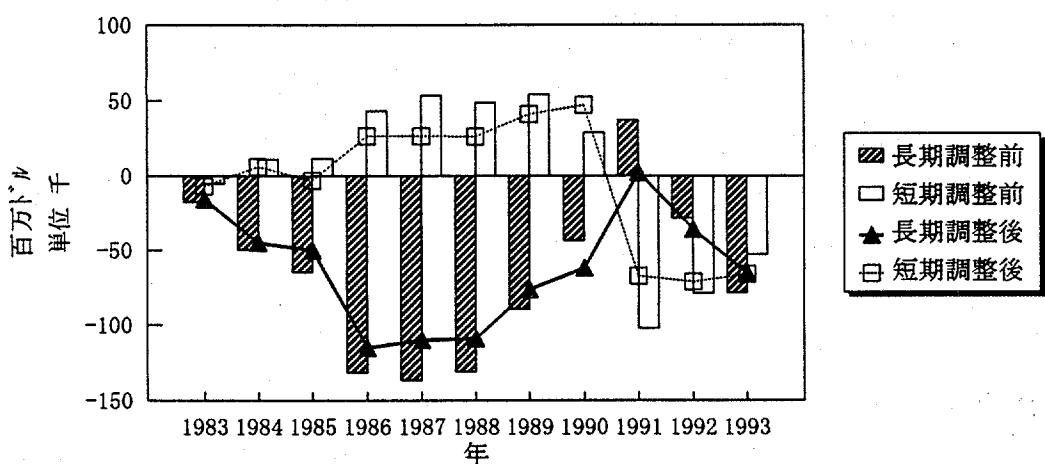
(出所) 日本銀行「国際収支統計」

図10 為銀の外貨建て・邦貨建て資産の比率



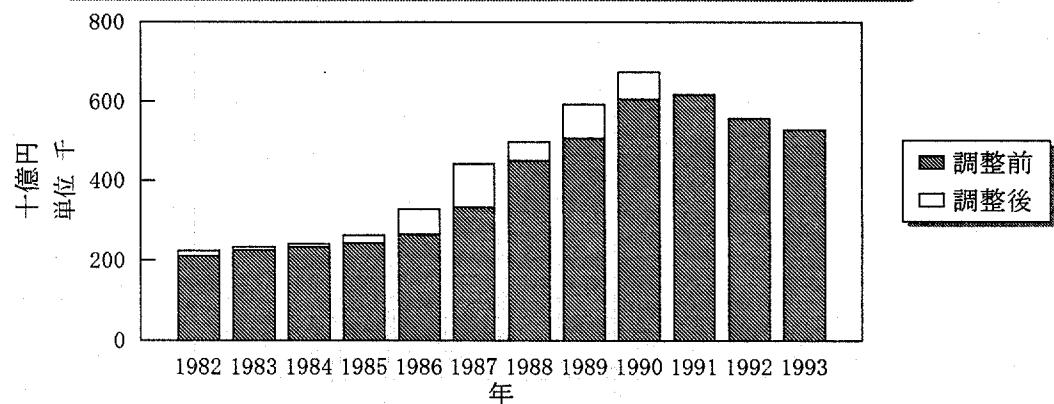
(出所) 日本銀行「国際収支統計」

図11 両建て調整後の資本収支



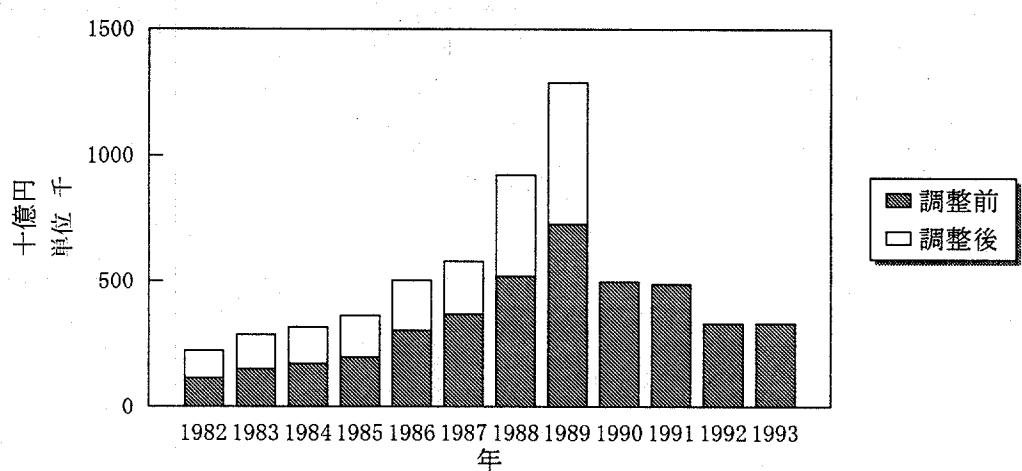
(出所) 日本銀行「国際収支統計」他

図12 非金融法人企業の資産価格の変動
土地



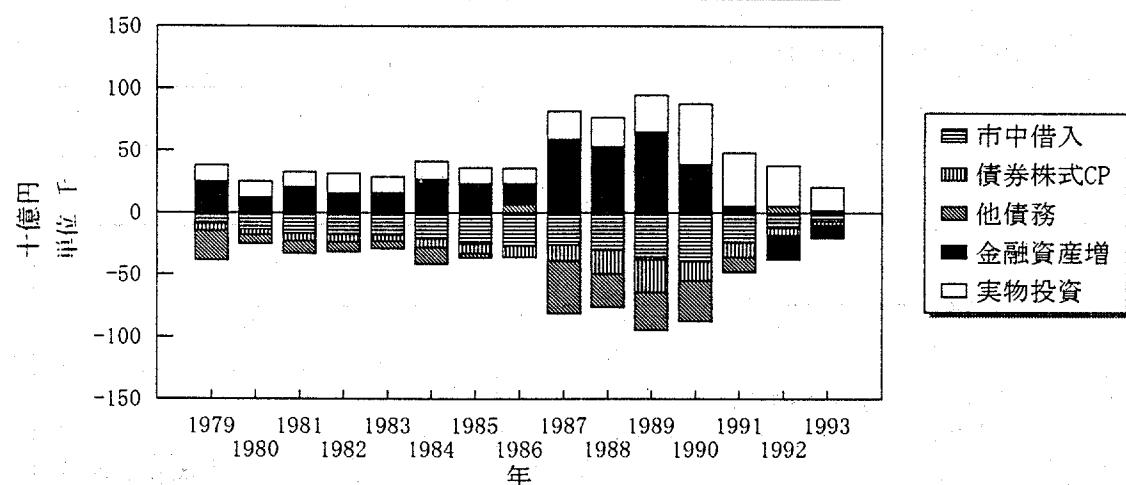
(出所) 経済企画庁『国民経済計算年報』

株式



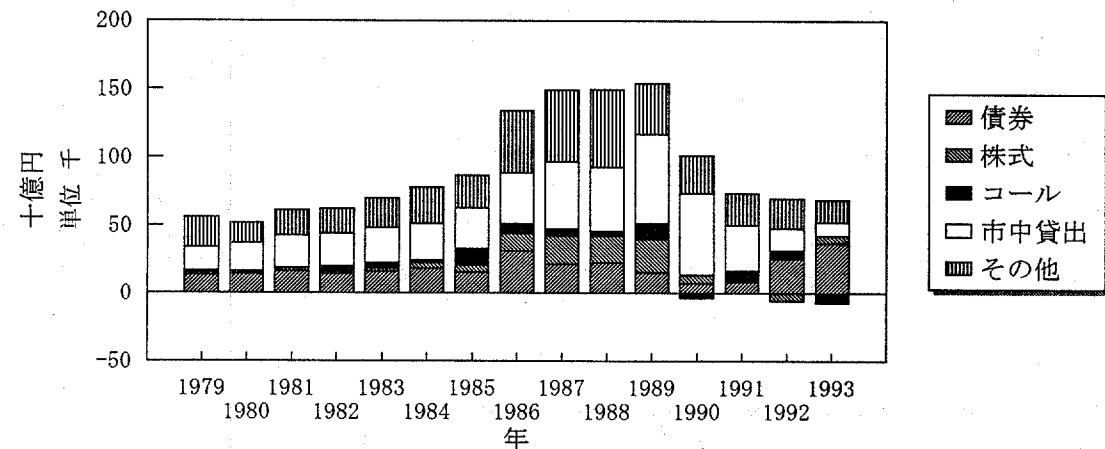
(出所) 経済企画庁『国民経済計算年報』

図13 非金融法人の金融取引



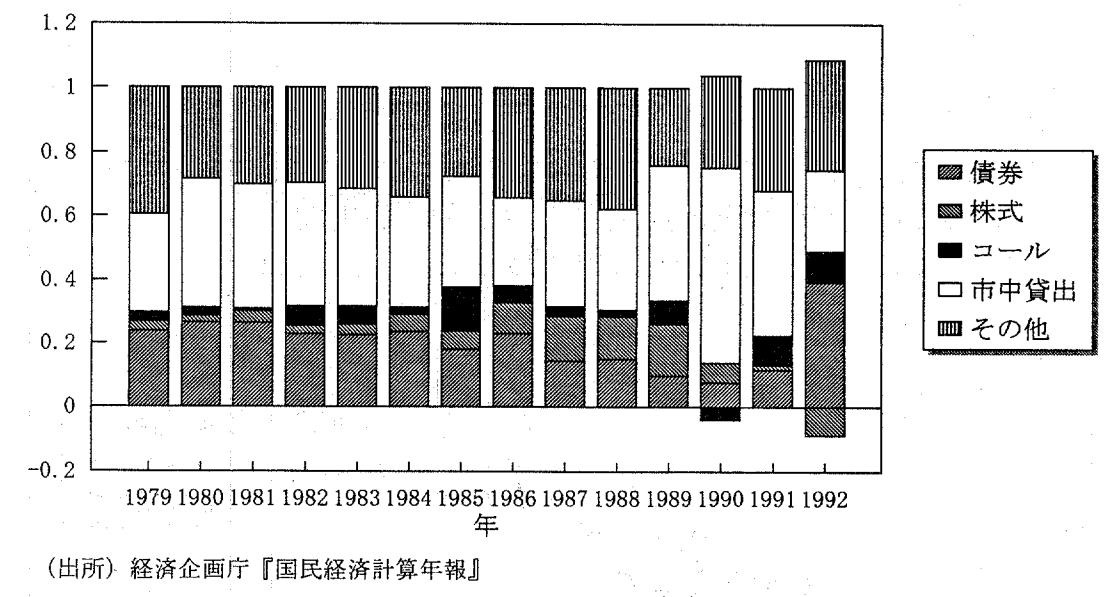
(出所) 経済企画庁『国民経済計算年報』

図14 金融機関の金融取引



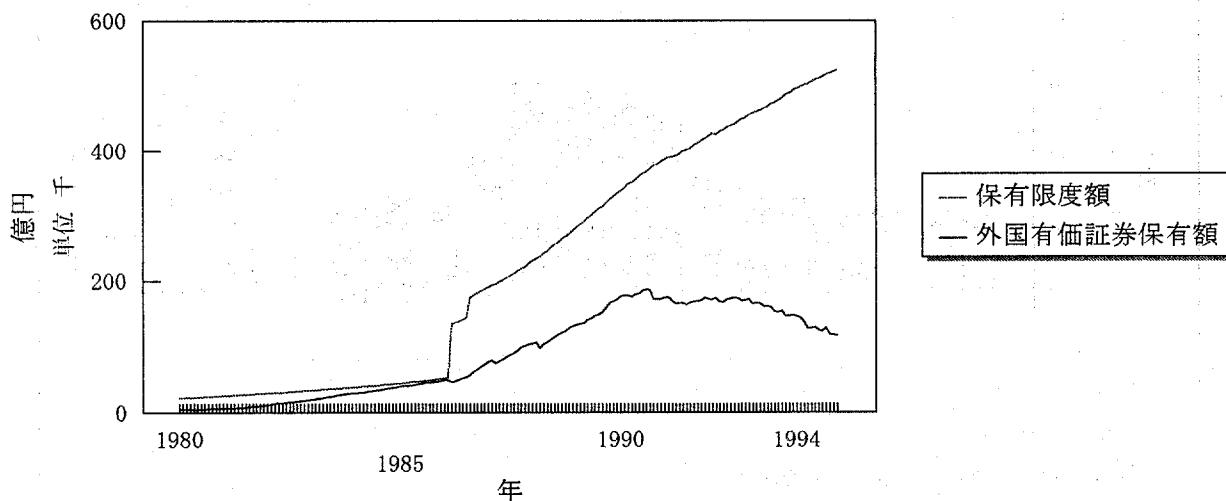
(出所) 経済企画庁『国民経済計算年報』

比率



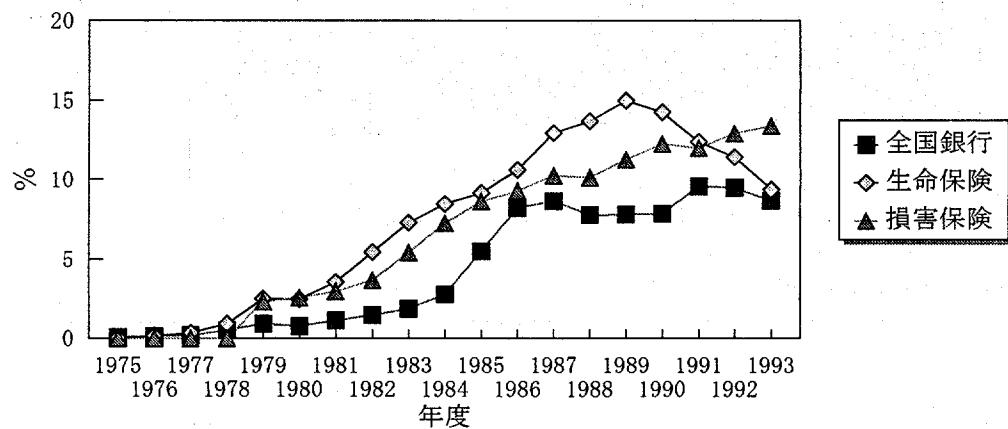
(出所) 経済企画庁『国民経済計算年報』

図15 生命保険の外国有価証券保有額



(出所) 日本銀行調査統計局『経済統計月報』

図16 金融機関の対外証券投資額
総資産にしめる比率



(出所) 日本銀行調査統計局『経済統計月報』

図1.7 ストックの基礎データの推移

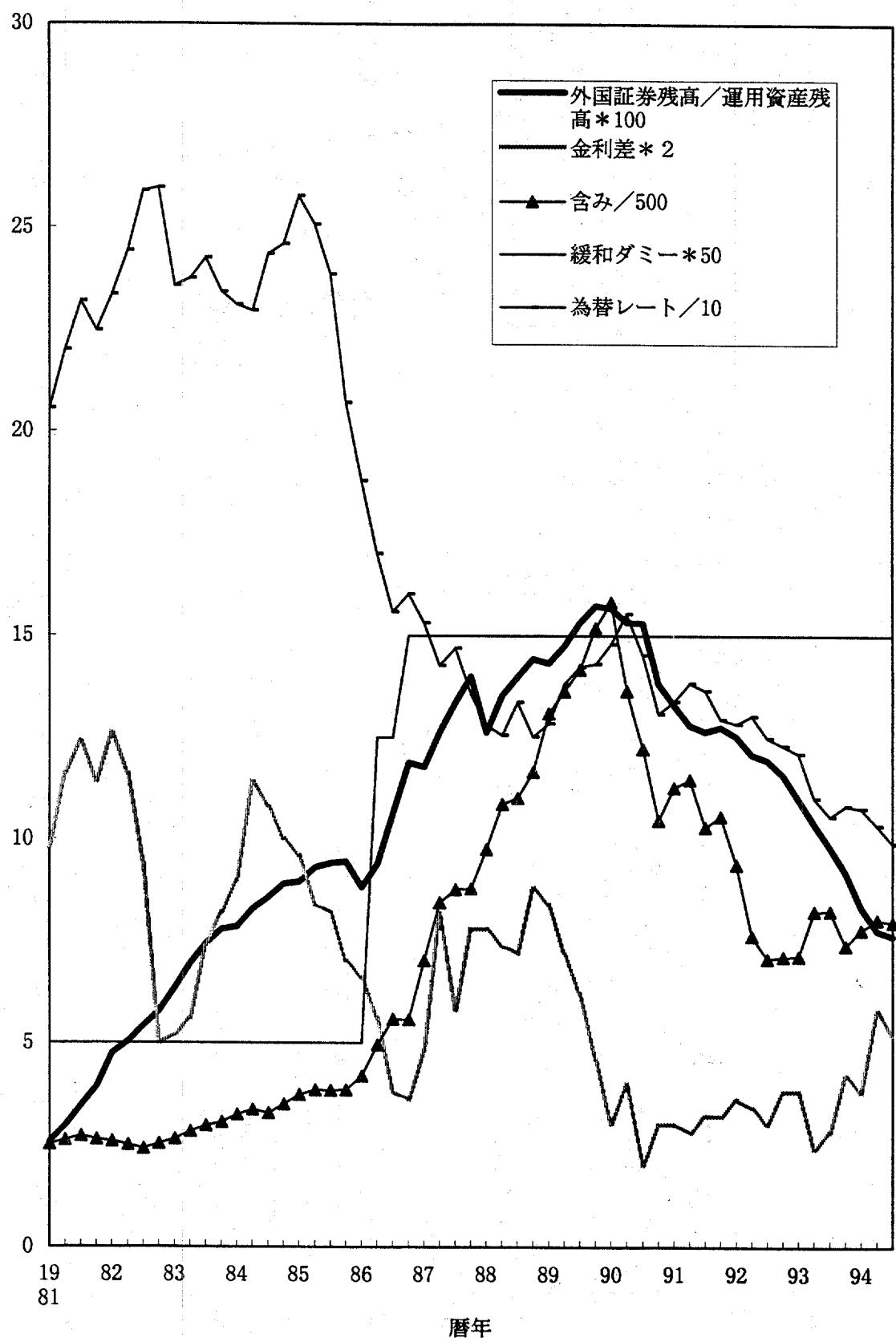


図18 フローの基礎データの推移

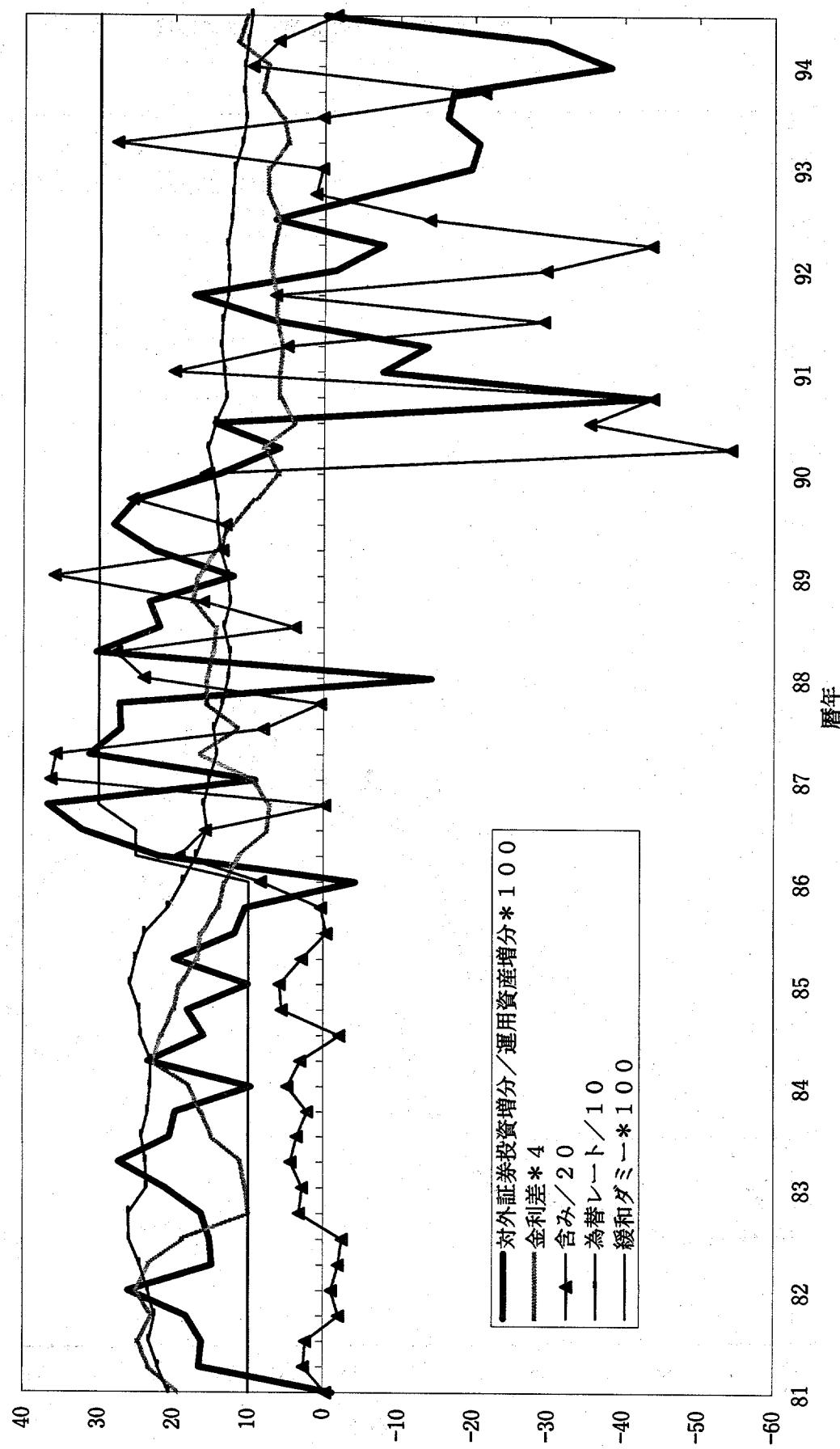


表2 生保の対外証券投資行動の推計

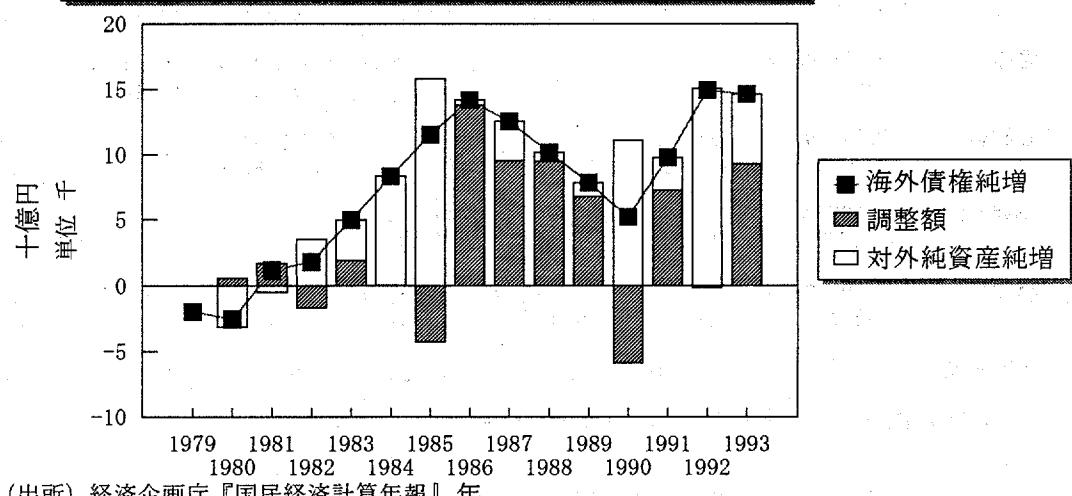
ストック 計測期間 81:1 94:3	(被説明変数=対外証券投資残高／運用資産残高)						
説明変数 定数項	-0.075 (-1.95)	-0.138 ** (-2.75)	-0.145 ** (-3.01)	0.091 * (-2.43)	0.057 ** (4.29)	0.041 ** (7.33)	0.045 * (2.50)
含み	1.28E-03 ** (6.52)			1.25E-04 ** (6.35)	1.44E-05 ** (6.75)	1.41E-05 ** (6.61)	
金利差	-2.64E-03 (-1.38)	-1.23E-02 (-0.48)			-2.72E-03 (-1.28)		-1.10E-03 (-0.38)
為替レート	4.58E-04 ** (3.59)	6.42E-04 ** (3.83)	6.40E-04 ** (3.85)	4.60E-04 ** (3.58)			
緩和ダミー	0.279 ** (3.21)	0.61 ** (6.41)	0.62 ** (6.86)	0.31 ** (3.75)	0.014 (0.28)	0.049 (1.13)	0.277 ** (6.27)
決定係数	0.840	0.700	0.700	0.830	0.799	0.793	0.620

()内は t 値。 **は 1 %有意水準、 *は 5 %有意水準。

フロー 計測期間 81:1 94:3	(被説明変数=対外証券投資増分／運用資産増分)						
説明変数 定数項	-1.41 ** (-4.64)	-1.68 ** (-5.31)	-1.42 ** (-4.37)	-1.19 ** (-3.98)	0.025 (0.21)	0.204 ** (4.17)	-0.076 (-0.60)
含み(2期前)	1.49E-04 ** (3.03)			1.79E-04 ** (3.64)	3.03E-04 ** (3.47)	2.29E-04 ** (4.00)	
金利差	0.035 * (2.22)	0.048 ** (2.94)			0.032 (1.65)		0.05 * (2.43)
為替レート	4.96E-03 ** (4.98)	5.62E-03 ** (5.36)	5.68E-03 ** (5.04)	4.87E-03 ** (4.70)			
緩和ダミー	2.45 ** (4.24)	2.98 ** (5.01)	2.49 ** (4.06)	2.01 ** (3.56)	-0.16 (-0.55)	-0.52 * (-2.53)	0.094 (0.30)
88年1四半期 ダミー=1	-0.26 * (-2.18)	-0.27 * (-2.08)	-0.19 (-1.43)	-0.21 (-1.72)	-0.28 (-1.89)	-0.23 (-1.57)	-0.29 (-1.79)
90年4四半期 ダミー=1	-0.3 * (-2.28)	-0.46 ** (-3.60)	-0.5 ** (-3.68)	-0.29 * (-2.15)	-0.24 (-1.50)	-0.23 (-1.45)	-0.46 ** (-2.89)
決定係数	0.64	0.57	0.5	0.61	0.45	0.25	0.33

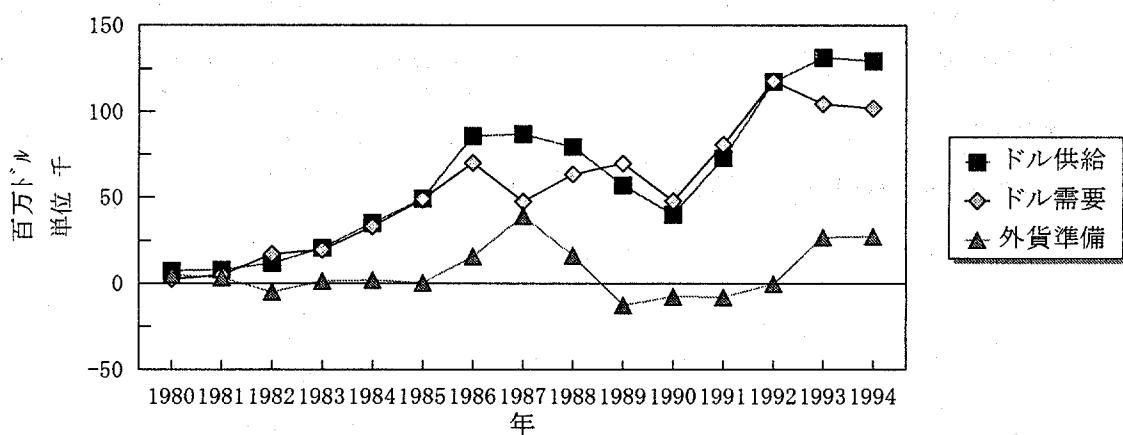
()内は t 値。 **は 1 %有意水準、 *は 5 %有意水準。

図19 対外純資産の増減とその要因



(出所) 経済企画庁『国民経済計算年報』年

図20 為替需給の変化
実数値



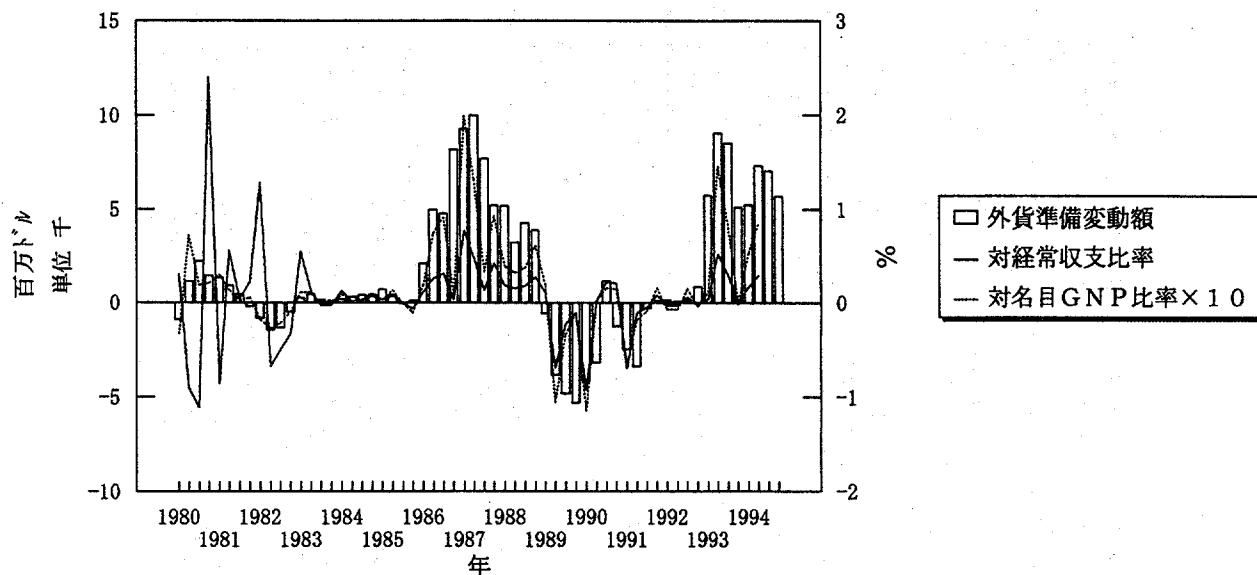
(注) 1994年は速報値
(出所) 日本銀行「国際収支統計」

表3 外貨準備変動額をもとにした為替レートの推計

		推計期間	推計期間	推計期間	推計期間	推計期間	推計期間	推計期間	推計期間
		80:1-94:1	81:1-94:1	82:1-94:1	83:1-94:1	84:1-94:1	85:1-94:1	86:1-94:1	87:1-94:1
観測数		57	53	49	45	41	37	33	29
1 定数項		181.05 ** (7.039)	177.825 ** (7.280)	173.966 ** (7.61)	166.37 ** (7.548)	158.673 ** (7.314)	149.233 ** (6.461)	136.964 ** (3.355)	132.771 ** (2.528)
外貨準備		-2.62E-03 (1.42E-03)	-2.60E-03 (1.43E-03)	-2.48E-03 (1.44E-03)	-1.77E-03 (1.37E-03)	-1.40E-03 (1.27E-03)	-9.84E-04 (1.07E-03)	-3.53E-04 (5.24E-04)	-5.24E-04 (3.84E-04)
決定係数		0.058	0.061	0.059	0.037	0.030	0.02	0.01	0.06
2 定数項		183.05 ** (6.971)	179.332 ** (7.274)	175.511 ** (7.593)	167.776 ** (7.582)	159.957 ** (7.370)	150.271 ** (6.536)	137.821 ** (3.357)	133.551 ** (2.457)
外貨準備 (2期平均)		-3.97E-03 * (1.66E-03)	-3.75E-04 * (1.69E-03)	-3.64E-03 * (1.70E-03)	-2.70E-03 (1.64E-03)	-2.17E-03 (1.52E-03)	-1.55E-03 (1.28E-03)	-7.65E-04 (6.23E-04)	-9.46E-04 * (4.44E-04)
決定係数		0.094	0.088	0.088	0.0555	0.055	0.04	0.05	0.14
3 定数項		181.452 ** (7.117)	177.853 ** (7.330)	174.014 ** (7.655)	166.157 ** (7.634)	158.39 ** (7.396)	148.88 ** (6.533)	136.428 ** (3.401)	132.411 ** (2.558)
外貨準備／季調済G.N.P		-924.472 (549.855)	-968.182 (558.392)	-940.792 (561.998)	-607.06 (540.642)	-461.804 (500.388)	-301.376 (420.185)	-43.92 (206.810)	-133.075 (154.999)
決定係数		0.049	0.056	0.056	0.028	0.021	0.014	0.00145	0.027
4 定数項		183.01 ** (7.035)	179.379 ** (7.348)	175.553 ** (7.634)	167.555 ** (7.694)	159.631 ** (7.482)	149.815 ** (6.640)	137.186 ** (3.451)	133.095 ** (2.565)
外貨準備／季調済G.N.P (2期平均)		-1426. * (631.357)	-1382.82 * (654.259)	-1366.52 (657.225)	-936.191 (638.821)	-728.752 (593.399)	-483.906 (500.448)	-174.379 (245.837)	-269.907 (180.978)
決定係数		0.085	0.081	0.084	0.048	0.037	0.026	0.016	0.076
5 定数項		177.788 ** (6.910)	174.299 ** (7.281)	170.188 ** (7.183)	163.728 ** (7.447)	156.548 ** (7.140)	147.707 ** (6.252)	136.388 ** (3.212)	132.085 ** (2.454)
外貨準備／季調済経常収支 (2期平均)		-5.399 (7.372)	-2.062 (10.058)	-44.52 * (20.728)	-7.555 (25.717)	-8.796 (23.729)	-8.139 (19.777)	-3.514 (9.613)	-7.846 (7.059)
決定係数		0.0097	0.0008	0.089	0.002	0.0035	0.0048	0.0043	0.265
6 定数項		177.884 ** (6.903)	174.634 ** (7.244)	170.263 ** (7.034)	164.443 ** (7.442)	157.068 ** (7.171)	148.133 ** (6.282)	136.879 ** (3.191)	132.496 ** (2.345)
外貨準備／季調済経常収支 (2期平均)		-9.57 (11.727)	-8.772 (15.287)	-62.488 * (23.923)	-22.149 ** (31.680)	-18.561 (29.432)	-15.744 (24.525)	-11.785 (11.785)	-17.05 (8.385)
決定係数		0.012	0.0064	0.127	0.011	0.001	0.012	0.03	0.537

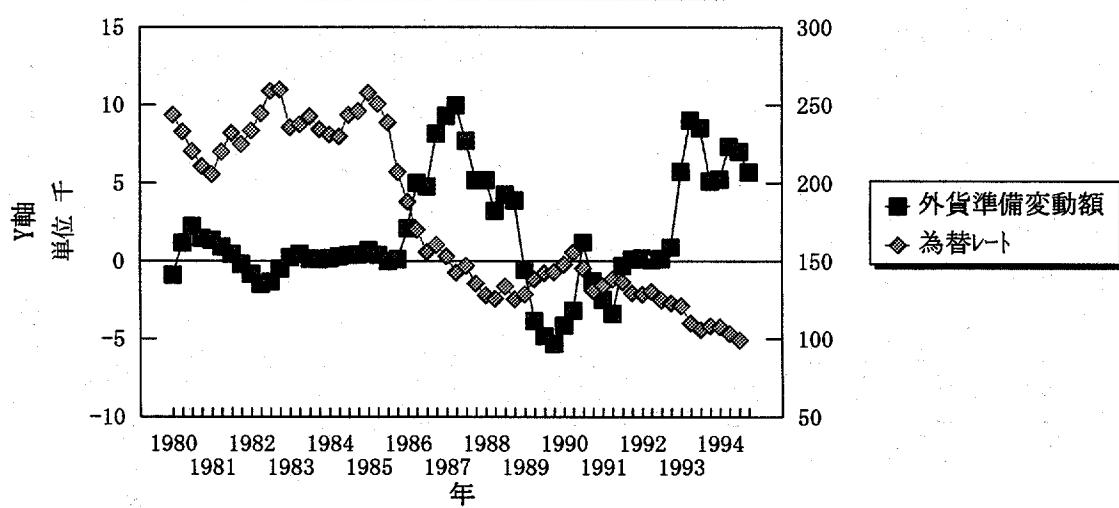
()内は標準誤差。**は1%有意水準、*は5%有意水準。

図21 外貨準備変動額の推移



(出所) 日本銀行「国際収支統計」他

図 外貨準備と為替レート



(出所) 日本銀行「国際収支統計」他

参考文献

- 植草一秀[1992], 『金利・為替・株価の政治経済学』岩波書店.
- 植田和男[1992], 『国際収支不均衡下の金融政策』東洋経済新報社.
- 大蔵省財政金融研究所アメリカ財政研究会[1994], 『アメリカ財政と世界経済：赤字構造の分析』東洋経済新報社.
- 外国為替等審議会[1994], 「国際収支統計の見直しに関する小委員会報告」大蔵省.
- 河合正弘・照山博司[1991], 「1980年代における金融機関の外国証券保有行動」『社会科学研究』第42巻第6号.
- 経済企画庁[1993], 『平成5年版 経済白書』大蔵省印刷局.
- 香西泰[1995], 「円高をどう見るか」『日経センターアイ』4月1日.
- 小宮隆太郎・須田美矢子[1983 a], 『現代国際金融論：理論編』日本経済新聞社.
- 小宮隆太郎・須田美矢子[1983 b], 『現代国際金融論：歴史・政策編』日本経済新聞社.
- 壽崎雅夫[1993], 「先物の需給動向の分析による為替相場」『日経センターアイ』9月15日号.
- 高木信二[1993], 「わが国の長期資本移動－最近の動向と今後の展望」『ファイナンシャル・レビュー』6月号.
- 通商産業省通商産業研究所[1995], 「円高と日本経済」『通産研究レビュー』第5号
- 東京銀行[1993], 「『バブル崩壊』で変化した日本の対外資金環流」『東京銀行月報』5月号.
- 中尾茂夫[1991], 「変革迫られる債権大国日本のシステム」『日経センターアイ』4月1日号.
- 日本開発銀行[1993], 「近年の対外収支の動向」『調査』第180号.
- 日本銀行[1994], 「最近における内外資金フローの動向」『日本銀行月報』5号.
- 日本経済新聞[1994a], 「データで読む 増加続く外貨準備高」11月13日付.
- 日本経済新聞[1994b], 「国際金融市場－資本不足の影 下」10月13日付.
- 野口悠紀雄[1992], 『バブルの経済学』日本経済新聞社.
- 深尾光洋[1983], 『為替レートと金融市場』東洋経済新報社.
- 堀内昭義[1994], 「金融国際化と金融規制」，堀内昭義編『講座・公的規制と産業⑤金融』NTT出版.
- 吉富勝[1994], 「倒錯した内外価格差是正論」『週刊東洋経済』9月24日号.

Capital Flows and The Securities Investment Activities of Firms

by

Masato YACHI

Senior Research Fellow, MITI/RI

Minoru SHIBUYA

Research Fellow, MITI/RI

July 1995

ABSTRACT

As the capital account portion of international balance of payments statistics represents only a small portion of the overall activity of firms, this paper attempts an examination of capital flows by looking at the securities investment activities of firms.

The 1980s was a period when many companies, particularly foreign exchange banks, were net debtors on their financial accounts. This is because foreign exchange banks borrowed large amounts of short-term funds from overseas banks. The 1990s has seen a shift toward firms being net creditors and the foreign exchange banks have been paying off their short-term borrowings.

Institutional investors pay excess capital into the short-term financial accounts of foreign exchange banks. In order to understand the movements of the long-term capital balance, and in particular, the movement of securities investment, it is, therefore, necessary to look at both the short-term capital transactions that make up the short term capital balance and firms' financial accounts.

In addition, another factor explaining the overseas securities investment behaviour of institutions is capital gains. Because they reflect the movement of asset prices, capital gains have a great effect on firm behaviour.

Since the phenomenon known as "the bubble," interest rate differentials between Japan and other countries have shrunk and capital gains as an incentive for overseas securities investment has receded. Equity financing abroad has tapered off and, concommittantly, the issuance of foreign bonds is disappearing.

To investigate the effect that changes in asset prices has on the behaviour of financial and non-financial institutions, we can use data at the macro level such as the national income accounts. In the case of the insurance sector, we can use the exchange rate, stock returns and a dummy variable, for changes in regulation, to

explain overseas securities investment, and the results suggest that investment in the insurance sector has dropped off dramatically. However, information collected about the behaviour of firms that covers matters not conveyed in statistics, suggests that the balance between the use of funds and the raising of funds was not always right.

To look at the behaviour of institutional investors through their overseas securities investment, it is necessary, in the end, to make clear how firms' behaviour is determined. On this matter, there remains much room for further detailed research.

A related matter pertains to the exchange rate. In this paper, the exchange rate was taken as given. However, it would seem appropriate to consider the effect of the capital balance, including overseas securities investment, on the exchange rate. Of course, this will only be possible if current balance of payments tables are revised to include the relevant information.