

論 説

1990年代のアメリカ国際収支構造とマネーフロー —ドル体制の「回復」局面への移行と流動資金による信用連鎖—

奥 田 宏 司

目 次

はじめに

・ 1990年代の米国際収支構造

(1) 1980年以後の米国際収支構造の時期区分

(2) 1987年(ブラックマンデー)と97年の国際収支構造の比較

(3) 1990年代の米国際収支構造の諸特徴

・ アメリカの地域別資本取引

(1) アメリカと西欧の間の「相互投資」

(2) イギリスとカリブ海諸国の位置

(3) 90年代の国際マネーフローにおける日本、アジアの位置

・ 機関投資家化の進展と国際マネーフロー — まとめて代えて —

はじめに

本稿は、1990年代における国際金融のパラダイムを構想するための基礎作業である。90年代前半期に国際金融の枠組みは90年代初頭までのそれとは異なるものに変化したと思われる。つまり、80年代のドル体制は、アメリカ経常収支赤字のファイナンスの如何によって動揺し「後退」局面にあった¹⁾。ところが、90年代前半期以降アメリカ経常赤字を大きく上回る資金がアメリカへ流入して²⁾、アメリカ経常赤字のファイナンス問題は「無視」することが可能になり、アメリカによる多額の対外投資も進行した。アメリカ国際収支構造の新たな段階への移行であり、アメリカによるドル信用連鎖形成の「復活」である。ドル体制は「回復」局面に入ったのである。

一方、IMFは1997年秋の文書において次のように述べている。「アメリカはグローバルな資金仲介の役割を果たしている。すなわち、アメリカは相対的に安全で流動性に富む金融資産（アメリカ政府債、優良企業債）と高い利回りを提供することによって国際的な資金を引き付け、逆に、アメリカはそれらの資金を、国際金融市場を通じて流動性において劣るがより高い利回りをもつ海外の金融商品へ投資してきたのである」³⁾。

このIMFの指摘はもちろん正しい。しかし、重要なことはドル体制の歴史（＝発展段階）のなかでこれらの事象をどのように位置付け、ドル体制のゆくえをどのように展望するかである。すなわち、ドル体制の「後退」局面から「回復」局面への移行と、「回復」局面における「危うさ」についての見通しを持つことである。そのために、アメリカへの資金流入と資金放出の実態を詳しく分析する基礎作業が必要となろう。したがって、小論ではアメリカの国際収支を詳しく分析することが基本課題となる。そして、明らかになったことは90年代におけるアメリカによる浮動的・投機的なドル信用連鎖形成である。

また、IMFは「このアメリカの資金仲介的役割が進行したのは、アメリカの機関投資家やグローバルな金融機関が専門知識を高め、世界中の高利回りを生む種々の市場へすばやく資金を投資する力量を高めたからである」⁴⁾と述べている。この指摘も重要である。90年代の国際マネーフローを主導したのは明らかにアメリカを中心とする機関投資家であり、各国の機関投資家化の進展が90年代のマネーフローを80年代のそれと区分する1つの指標でもある。そのために、小論第3節においてアメリカ、ヨーロッパ等の機関投資家化の現状について簡単に触れている⁵⁾。

．1990年代の米国際収支構造

（1）1980年以來の米国際収支構造の時期区分

第1表に1980年以來のアメリカの国際収支構造の概略が示されている。われわれはこの表から種々の検討課題を引き出すことが出来る⁶⁾。ここでは、まず米国際収支構造の時期区分を行なおう。

大きくは3つの時期に区分が出来る。第1期は80年から82年までの時期、第2期は83年から90年までの時期、それと91年を経てその翌92年から98年の今日までが第3期である。第1の時期は、経常収支が安定していた時期である。82年に経常収支が赤字になっているが、その額はまだ少ない。小論では示さなかったが、この時期の経常収支の内訳では海外投資収益収支の黒字が300億ドル前後を記録し、この黒字が貿易収支赤字、移転収支赤字をカバーして経常収支をわずかに黒字にするか、経常赤字を少額にとどめていたのである。アメリカの対外投資は1000億ドルをこえ、そのための「原資」は海外諸国の対米投資と「統計上の不一致」の黒

第1表 アメリカの国際収支（億ドル）

| | 経常収支 ¹⁾ | 民間対米投資 ²⁾ | 在米外国公的資産 ³⁾ | 米の民間対外投資 ⁴⁾ | 統計上の不一致 ⁵⁾ |
|------|--------------------|----------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|
| 1980 | 23 | 471 | 155 | - 737 | 209 |
| 81 | 50 | 813 | 50 | - 1,039 | 218 |
| 82 | - 62 | 930 | 36 | - 1,167 | 372 |
| 83 | - 392 | 829 | 58 | - 602 | 166 |
| 84 | - 948 | 1,148 | 31 | - 319 | 171 |
| 85 | - 1,191 | 1,476 | - 11 | - 383 | 172 |
| 86 | - 1,492 | 1,947 | 356 | - 1,102 | 305 |
| 87 | - 1,626 | 2,036 | 454 | - 897 | - 72 |
| 88 | - 1,230 | 2,072 | 398 | - 1,059 | - 175 |
| 89 | - 989 | 2,168 | 85 | - 1,516 | 489 |
| 90 | - 793 | 1,081 | 339 | - 817 | 255 |
| 91 | 43 | 939 | 174 | - 734 | - 464 |
| 92 | - 506 | 1,313 | 405 | - 771 | - 469 |
| 93 | - 853 | 2,115 | 718 | - 1,993 | 32 |
| 94 | - 1,217 | 2,677 | 396 | - 1,815 | - 86 |
| 95 | - 1,136 | 3,577 | 1,099 | - 3,199 | - 237 |
| 96 | - 1,293 | 4,475 | 1,274 | - 3,864 | - 655 |
| 97 | - 1,435 | 7,335 | 181 | - 4,644 | - 1,432 |
| 98 | - 2,206 | 5,243 | - 217 | - 2,856 | 101 |

注1) SCBライン 76 2) SCBライン 63 3) SCBライン 56 4) SCBライン 50

5) SCBライン 70

出所：Survey of Current Business, July 1999, pp.84 - 85(Table 1)より作成。

字（ほとんどが流動資金の米への流入）によって調達された。80年代前半期にはドル高が進行し「在米外国公的資産」（各国のドル準備）の額はきわめて少ない額になっている。

ところが、83年にこの構造は崩壊する。崩壊をもたらしたのは言うまでもなく貿易収支赤字の増大である。貿易赤字が82年の365億ドルから83年に2倍弱の671億ドルへ増大し、海外投資収益収支黒字はほぼ前年水準（82年の351億ドル、83年の363億ドル）にとどまったため、経常赤字は一挙に82年の62億ドルから392億ドルに膨張したのである。83年以後も貿易赤字は増大し、87年にピークの1596億ドルに達した。それ故、経常収支赤字は80年代には1000億ドルを大きく上回った。この経常赤字は海外からの対米投資でファイナンスされなければならず、アメリカの民間資本収支は82年までの赤字から83年には黒字へと歴史的な転換がみられ

た。しかも、84年以後にはっきりとみられるように海外からの対米投資は経常収支赤字を少し上回る程度にとどまり、経常赤字のファイナンスは容易ではなかった。そのため、アメリカによる対外投資の「余力」はきわめて小さなものになり、アメリカの対外投資は83年には前年の半分に（82年の1167億ドルから602億ドル）、84年には319億ドルへ縮小していった。アメリカは83年以後対外投資能力を急速に減退させたのである。86年からアメリカが対外投資額を80年代初頭の旧来水準に増大させたといっても、その「原資」は経常赤字を少し上回る各国の対米投資と「在米外国公的資産」の増（ドルの急落から生じたドルの買い支え＝ドル準備増）によるものとなった。在米外国公的資産は86年に356億ドルにのぼり、それ以後も400億ドル近くで推移している。さらに、「統計上の不一致」（流動資金の流入）が89年、90年には大きくなっている。アメリカが80年代中期から90年にかけて経常赤字のファイナンスに窮々としていることが知れよう。

91年には経常収支が43億ドルの黒字になったが⁷⁾、それもつかの間で92年から再び経常収支赤字が増大している。そして、92年から新たな国際収支構造への転換がはじまった。第3期の特徴は経常赤字をかなり上回る海外からの対米投資があり、それに在米外国公的資産（＝ドル準備）⁸⁾の増がある。それ故、90年代にはアメリカの対外投資「余力」が増加し対外投資が増大していつている。対外債務、対外債権それぞれにおける大きな増加である（米を中心とする国際マネーフローの増大）。93年からその特徴がようやく見て取れる。93年に経常赤字は853億ドル、海外からの対米投資はその2.5倍の2115億ドルにのぼり、対外投資は1993億ドルの歴史的な額を記録した。95年にはさらに1136億ドルの経常赤字に対し、対米投資はその3.1倍の3577億ドル、対外投資は3199億ドル、97年には1435億ドルの経常赤字に、対米投資は7335億ドル（経常赤字の5.1倍）、対外投資は4644億ドルにもなった。明らかに90年代にアメリカ国際収支構造は転換したのである。さらに、アメリカからの資金流出の1つとして「統計上の不一致」（流動資金）が96、97年に多額にのぼっていることにも注目しておこう。96年に655ドル、97年には1432億ドルである。

90年代に経常収支赤字は80年代と同様巨額になりながら、それに何倍かする対米投資があり、そのためにアメリカは経常赤字のファイナンスに窮々とすることもなく、その「原資」は海外からの資金でありながら、多額の対外投資を行ない、アメリカによるドルを中心とした国際信用連鎖の形成が「復活」したのである。しかしここで見失ってはならないことは、第1にアメリカの経常収支は依然として多額の赤字であり、それはやはりファイナンスされなければならないということ、したがって、第2にアメリカの対外投資のための「原資」は海外からの資金であるということ、第3にアメリカの対外投資がきわめて大きな額になりながら、しかも、95年から「統計上の不一致」が増大していること、つまり、流動資金の巨額の流出がみられ、きわめて短期のあるいは統計的に捕捉の困難な資金による国際信用連鎖形成が生じているとい

うことである。この一因に金融のグローバル化のなかでの機関投資家化があるのかもしれない。これについては、また後にみることにしよう。

（2）1987年（ブラックマンデー）と97年の国際収支構造の比較

前項で90年代の米国際収支構造の概略が示されたが、前項を補う意味もこめて、ブラックマンデーの1987年（80年代におけるドル体制の最大の危機）と1997年（90年代におけるドル体制の「回復」局面下で対米投資と米の対外投資が最高を記録した年）の比較を簡単に行なっておこう。その比較により90年代の国際収支構造がより鮮明になるであろう。

第2表はアメリカの経常赤字ファイナンスに果たす主要資本収支等の項目を86年、87年、97年について示している。87年にこれまで米経常赤字の最大のファイナンス項目であった対米証券投資が急速に落ち込む。86年には1492億ドルの経常赤字に対して対米証券投資が748億ドルとなっているのに対して、87年には1626億ドルの経常赤字に対し対米証券投資が345億ドルに減少している。米経常赤字ファイナンスの見通しがつかなくなっている。こうした時期に米株式の暴落（ブラックマンデー）が生じたのである。もちろん、対米証券投資の減少は株価下落の原因であり、また結果でもある。しかし、米への民間資金流入が細くなってきたことを原因として株価下落が起こったことは確かである。B I Sは次のように述べている。「87年において金融資産価格が変動を見せた背景には、国際収支の不均衡、とりわけアメリカの経常収支赤字の改善に関する先行き不透明感がある程度影響していた。アメリカの経常収支赤字のファイナンスは、海外民間資金の流入が急減し、介入を通じた公的ファイナンスに頼らざるをえ

第2表 1986-87, 1997年のアメリカの資本収支 （億ドル）

| | 1986 | 1987 | 1997 |
|----------|-------|-------|---------|
| 直接投資 | 116 | 236 | - 7 |
| 対米 | 358 | 589 | 1,093 |
| 対外 | - 242 | - 353 | - 1,100 |
| 証券投資 | 705 | 292 | 2,535 |
| 対米 | 748 | 345 | 3,427 |
| 対外 | - 43 | - 53 | - 892 |
| 銀行収支 | 167 | 444 | 42 |
| 対米 | 767 | 865 | 1,409 |
| 対外 | - 600 | - 421 | - 1,448 |
| 在米外国公的資産 | 356 | 454 | 181 |

出所： *Ibid.*, pp.84-85より。

ない状況となったことから、金融資産の高価格がいつまでもつづきうるのかという疑問が生じた」⁹⁾。

こうした時期に、アメリカ経常赤字をこれまで以上にファイナンスしたのは在米銀行の対外収支であり¹⁰⁾、さらにB I Sも述べている在米外国公的資産が対米ファイナンスの最後の役割を果たしている。在米銀行の対外収支は86年の167億ドルの黒字から87年の444億ドルの黒字に増大している。在米銀行の対外債務が増大しているだけでなく、対外債権が減少して収支の黒字幅を増大させている。また、このころから激化した日米貿易摩擦を背景に対米直接投資が増大している。しかし、以上の項目だけでは米の赤字は全額がなおファイナンスされなく、ドル下落が進行し、各国の為替介入（ドル準備増）が最終的にファイナンスしている。ドルに対する信認が揺らぎ、同時にドルによる国際信用連鎖の形成が行き詰まっているのである（ドル体制の危機）。

そうした87年の資本収支項目に対比して97年のそれは見違えるようである。97年の対米証券投資は実に3500億ドル近くにもものぼり、これはこの年の経常赤字1435億ドルの2.4倍になっている。そして、アメリカによる対外直接投資、在米銀行の対外債権は巨額に達し、それらの資本収支項目では黒字はきわめて少ないか赤字になっている。海外からの資金を「原資」にしながらかの国際信用連鎖の形成が進んでいるのである。一方、ドルに対する信認は厚く、在米外国公的資産はアメリカの赤字のファイナンスにとっては取るに足らないものになっている。ドル体制の「回復」と言える所以である。

(3) 1990年代の米国際収支構造の諸特徴

さて、本項では1990年代の米国際収支構造の諸特徴をさらに詳しくみていこう。90年代の国際収支表が第3表に示されている。まず直接投資であるが、80年代の米の対外投資は低位で推移し、逆に対米投資が増大していったために、収支では81年以来90年まで黒字であった。とくに80年代末には300～400億ドルにのぼる黒字が形成され、米経常赤字ファイナンスの一翼を担った¹¹⁾。ところが、90年代に入ってアメリカの対外直接投資が急速に増大し、92年の487億ドルから97年には1100億ドルに達した。一方、海外からの対米投資も伸び、92年の210億ドルから97年には1092億ドルにもものぼった（第3表）。しかし、97年まで収支は赤字であり、再び、直接投資が黒字になるのは98年である。とはいえ、98年にもアメリカの対外直接投資は落ち込んでいない。対米直接投資が前年の2倍近くに増加したためである。したがって、90年代にアメリカと各国の相互投資が非常に活発に行なわれたということができよう。しかし、後に触れるように日米間では低位である。アメリカの対外直接投資は西欧、ラテン・アメリカ、アジア向けであり、対米投資の80%以上が西欧からのものである（後掲第5表参照）。

次に証券投資であるが、80年代と同様に証券投資収支がアメリカの最大の黒字項目である。

第3表 1990年代のアメリカ国際収支

（億ドル）

| | SCB ライン | 1992 | 93 | 94 | 95 | 96 | 97 | 98 |
|----------------|------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 直接投資 | | - 277 | - 318 | - 333 | - 399 | - 37 | - 8 | 606 |
| 対外 | 51 | - 487 | - 844 | - 807 | - 995 | - 927 | - 1,100 | - 1,328 |
| 対米 | 64 | 210 | 526 | 474 | 596 | 890 | 1,092 | 1,934 |
| 証券投資 | | 180 | - 418 | 309 | 958 | 1,693 | 2,535 | 1,614 |
| 対外 | 52 | - 492 | - 1,463 | - 603 | - 1,001 | - 1,159 | - 892 | - 1,028 |
| 対米 | 65,66 | 672 | 1,045 | 912 | 1,959 | 2,852 | 3,427 | 2,642 |
| 非銀行の非関連外国人との取引 | | 132 | 113 | - 350 | 143 | - 469 | - 126 | - 156 |
| 対外 | 53 | - 4 | 8 | - 363 | - 453 | - 863 | - 1,204 | - 250 |
| 対米 | 68 | 136 | 105 | 13 | 596 | 394 | 1,078 | 94 |
| 在米銀行の取引 | | 374 | 557 | 1,001 | - 449 | - 751 | 42 | 158 |
| 債権 | 54 | 212 | 306 | - 42 | - 751 | - 916 | - 1,448 | - 249 |
| 債務 | 69 | 162 | 251 | 1,043 | 302 | 165 | 1,490 | 407 |
| 民間資本取引収支 | | 409 | - 66 | 627 | 253 | 436 | 2,443 | 2,222 |
| 統計上の不一致 | 70 | - 469 | 32 | - 86 | - 237 | - 655 | - 1,432 | 101 |
| 在米外国公的資産 | 56 | 405 | 718 | 396 | 1,099 | 1,274 | 181 | - 217 |
| 経常収支 | 76 | - 506 | - 853 | - 1,217 | - 1,136 | - 1,293 | - 1,435 | - 2,206 |

注）民間債務については「米通貨」（S.C.Bライン 67）を除く。

出所： *Ibid.*, pp.84 - 85より。

とくに95年以降に顕著である。しかし、94年までは不安定な変化を示した。93年には1000億ドルをこえる対米投資があったが、米の対外投資が前年の500億ドル弱から1500億ドル弱に一挙に急増したため、収支は418億ドルの赤字になった。そのために米経常赤字のファイナンスはきわめて窮屈になり、それに前述の対外直接投資の増大が重なって、それらの諸項目のファイナンスは在米銀行の対外収支黒字（557億ドル）と在米外国公的資産（718億ドル）とによってやっと行なわれるという事態に陥った。したがって、前の諸項でみたドル体制の「回復」はこの時点ではまだ明確には確認できない。

95年に対米証券投資は2000億ドル近くに増大し、他方、米の対外証券投資も1000億ドルにのぼったが、収支では958億ドルの黒字が生まれた。以後、米の対外証券投資が1000億ドル前後で推移したのに対し、外国の対米証券投資は3000億ドル前後にのぼったために収支でも2000億ドル前後の黒字が生み出された。海外からアメリカへ大量の資金が証券投資の形態で流入してきているのである。その流入額は米の経常赤字をこえ、96年の対米証券投資は経常赤字の2.2倍、証券投資収支黒字は経常赤字の1.3倍、97年にはそれが2.4倍、1.8倍になった。96、

97年にアメリカは自らの経常赤字をまったく無視できる状況に達したのである(ドル体制の「回復」がはっきり確認できる)。ところが、98年には上の比率は1.2倍、0.73倍に低下した。98年が曲がり角にあるのかもしれない(まだ断定的に言えることではないので、いずれの機会に検討することにしよう)。

さて、次は在米銀行の対外取引である。先に93年における「銀行収支」の米経常赤字のファイナンスに果たす役割について言及したが、94年にも銀行収支は1001億ドルの黒字で309億ドルの証券投資収支黒字を上回り、経常赤字のファイナンスにとって最大の項目になっている。銀行収支黒字は、海外からの資金流入が1000億ドル以上にのぼったことから生まれている。そして、銀行収支黒字について在米外国公的資産も396億ドルの増加で経常赤字ファイナンスにとって重要な地位をなお占めている。その意味で、ドル体制の「回復」の諸特徴が多く見られるが、94年にドル体制の「回復」が十全だとはまだ言えないだろう。しかし、93年までは銀行収支黒字の大部分が海外からの債権回収によるものであったのと対照的に、94年のこの黒字は海外からの資金流入による。そして、94年には42億ドルとわずかであるが89年以来の海外への債権もみられる。銀行収支がこの94年を境に82年以前のパターンへ戻りつつあるのである。そして、95、96年には海外からの資金流入をはるかに上回る対外債権が形成され、銀行収支は赤字になって、米国銀行が力をもっていた82年までの時期の銀行収支のパターンにはっきりと戻っている。95年にドル体制の「回復」がはっきりと見て取れるのである。

また、「非銀行部門の非関連外国人に対する取引」が90年代中期のドル体制の「回復」時に重要になってくる。すわち、同外国人に対する債権が93年以前にはきわめて少額であったのが、94年に363億ドル、96年には863億ドル、97年には1204億ドルにも達している。債務の方も95年の596億ドル、97年には1078億ドルと大きな数値を記録している。

この「非銀行部門の非関連外国人に対する取引」という項目は、銀行以外の金融機関、すなわち、ミューチュアル・ファンド、ペンション・ファンド、また、ヘッジ・ファンド、さらには一般企業等による非関連外国人との取引を含むものである。第4表に示されているようにこの「取引」の圧倒的部分が「金融的項目」(financial item)であり、貿易取引等に関わる項目(commercial item)はごくわずかである。アメリカ国内の資金が種々のファンド等へ集中し、それらのファンドは90年代にかなりの部分を海外投資に振りむけ、海外投資の機関投資家化が進行し、後述するようにアメリカの対外投資においてハイリスク・ハイリターン型の浮動性、投機性が強まったのである。さらに、「非銀行部門の非関連外国人に対する取引」が増大する時期に「統計上の不一致」に大きな赤字(資金流出)が出ている(96年に655億ドル、97年には1432億ドル)。「不一致」が浮動的な資金移動を表現することを考慮するなら、「非銀行部門の非関連外国人に対する取引」とあいまって90年代後半期におけるアメリカからの資金流出に浮動性、投機性を確認できよう。

第4表 在米・非銀行部門の非関連・外国人との取引（億ドル）

| 96 | 97 | 98 | |
|---------------------|-------|---------|-------|
| 金融的債権 ¹⁾ | - 831 | - 1,177 | - 234 |
| 商業的債権 ²⁾ | - 33 | - 27 | - 16 |
| 債権の計 | - 863 | - 1,204 | - 250 |
| 金融的債務 ³⁾ | 332 | 1,025 | 136 |
| 商業的債務 ⁴⁾ | 62 | 53 | - 42 |
| 債務の計 | 394 | 1,078 | 94 |

注1) Financial claims, 2) Commercial claims, 3) Financial liabilities, 4) Commercial liabilities
出所: S.C.B., July 1999, p.109(Table 7)

以上に見てきたように、90年代に米経常赤字をはるかに上回る米への民間資金流入があり、在米外国公的資産の増加も96年にはドルに対する強い「信認」の結果生じるといふ事態を生じさせた。それらの帰結は米経常赤字のファイナンスを「優雅に無視」できる状況の現出（＝ドル体制の「回復」）であるし、世界のマネーフローの流動性、浮動性、投機性の高まりであった。

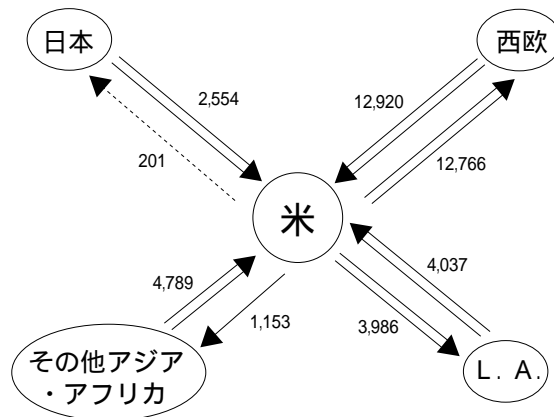
・アメリカの地域別資本取引

それでは、1990年代にアメリカはどのような地域から大量の資金を受け入れたのであろうか。小論では対米民間投資がもっとも多額にのぼった95年から98年にかけて考察しよう。

まず、第1図を見られたい。これは第5表を図示したものである¹²⁾。本図は前の節で確認したドル体制の「回復」の諸特徴が明瞭に見られた95年から98年までの4年間のアメリカを中心とした国際的マネーフロー（米国際収支表の「統計上の不一致」を含む）を示している。一見して明らかなごとく、「西欧」とアメリカの間のマネーフローは均衡している。また、L Aとアメリカの間もほぼ均衡している。不均衡なのは日本、「その他アジア・アフリカ」とアメリカの間の資金フローである。アメリカへ日本は2353億ドル、「その他アジア・アフリカ」は3636億ドルの流出超過である。「その他アジア・アフリカ」の大部分はアジアであるから、日本も含めてアジアから大量の資金がアメリカに向かったということである。

しかし、この図から引き出すべき課題は、資金の流れの不均衡問題だけではない。以下の2点が指摘できる。第1に、アメリカと「西欧」の間できわめて大きな額の「相互投資」が行なわれている。このことをどのように考えるかである。第2に、第1図においては明らかにないが、L Aのうちのカリブ・オフショアセンターを仲介としたマネーフローをどのように評価すべきかである。アメリカと「西欧」の間の「相互投資」の方から見ていこう。

第1図 アメリカを中心とする国際マネーフロー (1995-98年, 億ドル)



注1) 「統計上の不一致」を含む。

出所: S.C.B., July 1999, p.111(Table 9) and pp.112-117(Table 10)より作成。

第5表 アメリカの各地域との資本取引 (1995-98年の累計) (億ドル)

| | 直接投資 | 証券投資 ¹⁾ | 非銀行の非関連 外国人との取引 | 在米銀行の 取引 ²⁾ | 計 |
|-------------|---------|--------------------|--------------------|---------------------------|---------|
| 西 欧 | 1,207 | 2,718 | - 90 | 1,538 | 5,373 |
| 対米投資 | 3,339 | 4,813 | 1,470 | 3,298 | 12,920 |
| 米の対外投資 | - 2,132 | - 2,095 | - 1,560 | - 1,760 | - 7,547 |
| 統計上の不一致 | - | - | - | - | - 5,219 |
| 日 本 | 324 | - 90 | - 100 | 2,202 | 2,336 |
| 対米投資 | 378 | 335 | - 22 | 1,846 | 2,537 |
| 米の対外投資 | - 54 | - 425 | - 78 | 356 | - 201 |
| 統計上の不一致 | - | - | - | - | 17 |
| L. A. | - 649 | 300 | - 473 | 194 | - 628 |
| 対米投資 | 92 | 935 | 633 | 1,698 | 3,358 |
| 米の対外投資 | - 741 | - 635 | - 1,106 | - 1,504 | - 3,986 |
| 統計上の不一致 | - | - | - | - | 679 |
| その他アジア・アフリカ | - 435 | - 417 | - 12 | 1,612 | 748 |
| 対米投資 | 45 | 187 | 19 | 1,650 | 1,901 |
| 米の対外投資 | - 480 | - 604 | - 31 | - 38 | - 1,153 |
| 統計上の不一致 | - | - | - | - | 2,888 |

注1) 米財務省証券への投資は含まない。2) 米財務省証券への投資を含む。

出所: 前図に同じ。前図とも在米銀行の西欧からの債務はS.C.B.のTable 9より。他の項目はすべてTable 10より。

（１）アメリカと西欧の間の「相互投資」

第6表¹³⁾にアメリカの対「西欧」資本取引が示されている。西欧の対米投資（直接投資、証券投資、米非銀行部門の対非関連対外債務、在米銀行・対外債務）は、95年に1784億ドルであったのが、97年には4752億ドルへと増大し、98年にも3713億ドルの高い水準で推移している。西欧の対米投資の内訳を95～98年の累計で見ると、証券投資（財務省証券を除く）が4813億ドルと最も多く、次いで直接投資3339億ドル、在米銀行への債権（財務省証券を含む）3298億ドル、非関連の米非銀行部門への債権1470億ドルとなっている。80年代において米経常赤字ファイナンスにとって最大で、しかも安定的な役割を示したのが対米証券投資であったが、90年代中期から後期にかけて西欧がこの項目で大きな額を示しているのである。

一方、アメリカの対西欧投資も95年の1633億ドルから97年に2080億ドル、98年に2032億ドルと大きな額に達している。アメリカの対西欧投資の内訳を95～98年の累計で見るとトップが直接投資で2132億ドル、次いで証券投資がほぼ同額で2095億ドル、在米銀行の対外債権1760億ドル、米非銀行部門の対非関連・対外債権が1560億ドルとなっている。収支では証券投資収支の黒字が最も多く2718億ドル、銀行収支が1538億ドル、直接投資収支が1207億ドルといずれも大きな黒字が出ている。米非銀行部門の対非関連対外取引は債権、債務の双方で多くの額にのぼっているが、収支ではわずかに90億ドルの米の赤字になっている。

しかも注目すべきは、「統計上の不一致」が95年にはマイナスの77億ドルであったのが、96年にマイナスの1158億ドル、97年にはマイナスの2573億ドルになり、98年にもマイナスの1411億ドルと高い水準を維持していることである。そして、この「不一致」も含むと前述のようにアメリカと西欧の間では資金フローが均衡するのである。ということは、アメリカは西欧

第6表 米と「西欧」の間の資本取引

（億ドル）

| | 直接投資 | | 証券投資 | | 在米・非銀行の非関連外国人との取引 | | 在米銀行の取引 | | 合計 | | 統計上の不一致 ³⁾ |
|------|-------|-------|------------------|-------|-------------------|-------|------------------|-------|--------|-------|-----------------------|
| | 対米 | 対欧 | 対米 ¹⁾ | 対欧 | 債務 | 債権 | 債務 ²⁾ | 債権 | 対米 | 対欧 | |
| 1995 | 397 | 512 | 806 | 480 | 328 | 323 | 253 | 318 | 1,784 | 1,633 | - 77 |
| 96 | 558 | 386 | 815 | 578 | 337 | 456 | 961 | 382 | 2,671 | 1,802 | - 1,158 |
| 97 | 705 | 502 | 1,309 | 284 | 792 | 650 | 1,946 | 644 | 4,752 | 2,080 | - 2,573 |
| 98 | 1,679 | 732 | 1,883 | 753 | 13 | 131 | 138 | 416 | 3,713 | 2,032 | - 1,411 |
| 計 | 3,339 | 2,132 | 4,813 | 2,095 | 1,470 | 1,560 | 3,298 | 1,760 | 12,920 | 7,547 | - 5,219 |

注1) 財務省証券投資を除く。2) 在米銀行の債務の中には米財務省証券投資が含まれている。3) (-) はアメリカからの資金流出。

出所：S.C.B., July 1998, p.95(Table 9 - 在米銀行の債権) and p.96(Table 10), July 1999, p.111(Table 9 - 在米銀行の債務) and p.112(Table 10) より作成。

から比較的長期の「安定」した資金を取り入れているのに対し、アメリカは対西欧投資では流動的、浮動的な資金をより多く放出しているということである。

このことは、証券投資の詳細を見るとさらによくわかる。ヨーロッパの対米証券投資は米の対ヨーロッパ投資（いずれもネット）よりも7倍近くになっている（第7表）¹⁴⁾。しかも、ヨーロッパの米証券投資では売買額でもネット額でも株式よりも債券の方がはるかに大きな比重を占めている。95～98年の累計でヨーロッパの米債券の買入額は11兆1400億ドルに対し、同累計で米株式の買入額は1兆7800億ドルにとどまっている。逆に、アメリカの対ヨーロッパ証券投資では株式の比重がかなり高い。95から98年までの累計で債券は2兆8100億ドルの買入額に対し、株式の方は1兆4700億ドルと債券の5割以上にも達している。ネット額でも同様に株式は債券の5割以上になっている。さらに、ネット率にも米の対欧州証券投資の流動的性格が表われている。これは「ネット率」(=ネット額/買入額)を見れば一目瞭然で、ヨーロッパの対米証券投資のネット率が米の対ヨーロッパ証券投資のネット率よりもかなり高い¹⁵⁾。ヨーロッパの対米証券投資においてネット率が高いということは、より長期の安定した資金がアメリカへ流入してきているということを表わす。逆に、アメリカのヨーロッパへの証券投資においてネット率が低いということ（「回転」が早いということ）は、中・長期の証券であっても利回り、証券価格の変動に見合って短期的に売買が頻繁に行なわれ、金利差益、キャピタル・ゲインをねらった投資であるということを示している。しかし、アメリカとヨーロッパの証券投資におけるこの比較は「相対的」なものであることを忘れてはならない。

以上見てきたように、アメリカとヨーロッパの間では「相互投資」が行なわれ、「統計上の

第7表 米・ヨーロッパの証券売買（95-98年の累計）とネット率（億ドル）

| | 債 券 | | 株 式 | |
|-----------------|---------|----------------------|--------|----------------------|
| | | ネット率 ¹⁾²⁾ | | ネット率 ¹⁾²⁾ |
| アメリカのヨーロッパ証券の売買 | | | | |
| 買 い | 28,123 | - | 14,732 | - |
| 売 り | 27,330 | - | 14,312 | - |
| ネ ット | 793 | 2.8 | 420 | 2.9 |
| ヨーロッパのアメリカ証券の売買 | | | | |
| 買 い | 111,403 | - | 17,795 | - |
| 売 り | 104,575 | - | 16,365 | - |
| ネ ット | 6,828 | 6.1 | 1,430 | 8.0 |

注1) ネット率=ネット額/買入額 2) %

出所: *Treasury Bulletin*, CM - V - 5表より作成。

不一致」も含めての資本取引では債権・債務は均衡するのであるが、投資の性格は異にしている。すなわち、西欧の対米投資はより長期の安定した資金がアメリカに向かっているのであるが、アメリカの対西欧投資は証券投資において見たごとく、また、「統計上の不一致」（＝流動資金）がきわめて大きな額を記録していることから、流動性・浮動性・投機性がより強いと言い得るであろう。

アメリカとヨーロッパの間の「相互投資」については、さらに米の非銀行部門の対非関連外国人との取引（99年のSCBライン53, 68）についても触れる必要があるが、これについては項を替えて、90年代の国際マネーフローにおけるイギリスとカリブ諸国の位置を論じながら言及することにしよう。

（2）イギリスとカリブ海諸国の位置

アメリカの対イギリスとの資本取引が第8表に表示されている。この表と第6表とを比較すれば、アメリカの対「西欧」資本取引のなかでイギリスはきわめて高い地位を占めていることがわかる。とくに、高い地位を占めているのは証券、非銀行部門の非関連外国人取引、銀行取引である。対米証券投資では、「西欧」のうちイギリスは95～98年の計で68%（以下すべて

第8表 アメリカのイギリスとの資本取引 (億ドル)

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 95-98年の計 |
|--------------------|-------|-------|---------|-------|----------|
| 直接投資 | 25 | - 20 | - 112 | 356 | 249 |
| 対 米 | 163 | 144 | 112 | 700 | 1,119 |
| 対 英 | - 138 | - 164 | - 224 | - 344 | - 870 |
| 証券投資 | 373 | 267 | 490 | 649 | 1,779 |
| 対 米 | 659 | 647 | 771 | 1,188 | 3,265 |
| 対 英 | - 286 | - 380 | - 281 | - 539 | - 1,486 |
| 非銀行の非関連 外国人との取引 | 22 | - 32 | - 62 | 157 | 85 |
| 債 務 | 203 | 312 | 378 | 177 | 1,070 |
| 債 権 | - 181 | - 344 | - 440 | - 20 | - 985 |
| 在米銀行の取引 | - 120 | 670 | 1,056 | - 95 | 1,511 |
| 債 務 | 18 | 856 | 1,312 | 50 | 2,236 |
| 債 権 | - 138 | - 186 | - 256 | - 145 | - 725 |
| 収 支 | 300 | 885 | 1,372 | 1,067 | 3,624 |
| 統計上の不一致 | - 170 | - 771 | - 1,179 | - 851 | - 2,971 |

出所：S.C.B., July 1998, Table 10(1995年), July 1999, Table 10より作成

95～98年の計), 対英証券投資は対「西欧」投資のうち71%, 非銀行部門の非関連外国人取引では「西欧」のうち対米債権においてイギリスが73%, 対米債務では63%, 在米銀行に対する「西欧」の債権のうちイギリスは68%などとなっている。

イギリスはアメリカと西欧との資本取引において「非英国受益者のための仲介者として機能しているのである」¹⁶⁾。つまり、イギリスは米財務省証券も含めアメリカ証券の主要な世界的市場センターとして機能し、巨額のアメリカ証券を有しており、取引のための在庫を保有しているのである¹⁷⁾。また、米銀および在米外銀はロンドンに強力な拠点を設置して、これらの拠点に対し「西欧」等からロンドンに集まってくる資金をアメリカに吸収する役割を担わせているのである。こうした事態はすでに70年代および80年代に進行していた事態であるが、90年代に入ってからイギリスは米の非銀行部門の対非関連外国人取引においてカリブ海諸国と並んで2大拠点の1つになっていった。

米の非銀行部門の非関連外国人取引の地域区分が第9表に示されている。これによると債権、債務ともイギリスとカリブ海諸国がほとんどを占めている。前述のように米・非銀行部門の非関連外国人との取引は、アメリカの非銀行・金融機関、一般企業による系列外の非居住者との取引であり、このうちのかなりの部分が非銀行・金融機関、すなわち、ミューチュアル・ファンド、ペンション・ファンド、ヘッジ・ファンド等である。ヘッジ・ファンドの拠点数、運用資産がアメリカとカリブ海諸国に集中している(第10表)ことから、イギリスとの取引においてはアメリカのミューチュアル・ファンド、ペンション・ファンド等との取引が中心であると思われる。つまり、個人資産家、金融機関、一般企業等がカリブ海諸国に所在しているヘッジ・ファンドへ資金を委託し、カリブ海諸国のヘッジ・ファンドはアメリカも含み全世界に運用しているのである。一方、アメリカのミューチュアル・ファンド、ペンション・ファンド等は信託資金、年金資金を海外へは主にロンドンで運用し、イギリスに集められた各種のファンド資金はアメリカも含み全世界に運用されていると考えられる。

第9表 米非銀行部門の非関連外国人との取引¹⁾ (億ドル)

| | 1995 | | 1996 | | 1997 | | 1998 | |
|-------|------|-------|------|-------|-------|---------|------|-------|
| | 債務 | 債権 | 債務 | 債権 | 債務 | 債権 | 債務 | 債権 |
| 先進工業国 | 339 | - 346 | 323 | - 460 | 788 | - 654 | - 11 | - 137 |
| イギリス | 201 | - 180 | 303 | - 341 | 368 | - 433 | 186 | - 8 |
| カリブ | 260 | - 91 | - 2 | - 356 | 229 | - 512 | 150 | - 100 |
| その他 | - 2 | - 5 | 11 | - 15 | 8 | - 12 | - 4 | 4 |
| 計 | 598 | - 442 | 332 | - 831 | 1,025 | - 1,177 | 136 | - 234 |

出所：S.C.B., July 1998, Table 7, July 1999, Table 7より。

第10表 ヘッジファンドの拠点数と運用資産（1997年）

| | 拠点数 | 運用資産 (100万ドル) |
|----------|-------|------------------|
| バハマ | 53 | 2,649 |
| バミューダ | 101 | 6,602 |
| 英領バージン諸島 | 185 | 15,801 |
| 英領西インド諸島 | 2 | 308 |
| ケイマン諸島 | 148 | 17,440 |
| ガーンジー | 10 | 1,723 |
| 蘭領アンチル島 | 19 | 26,576 |
| イギリス | 1 | 42 |
| アメリカ | 569 | 31,792 |
| その他 | 27 | 6,642 |
| 合計 | 1,115 | 109,575 |

出所：IMF, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*,
Occasional Paper No.166, May 1998, p.31 and 32 より。

カリブ海諸国については次に銀行取引（第11表）をみておかなければならない。これと第5表のLAを比較すると在米銀行の対LA取引におけるカリブ海諸国との取引の比重の高さがわかる。在米銀行の対LA債権のうち82%、債務では64%にもなっている。米銀も含め各国の銀行がカリブ海諸国に置いている支店に対しロンドン支店と同様「仲介的」役割を担わせているのである。そのため、債権、債務とも「自己の拠点」との取引が大部分を構成している¹⁸⁾。しかし、在米銀行のカリブ海諸国との取引の中には種々のファンド等へのファイナンスも含まれている。第12表の「ブローカー、ディーラー」および「その他」に注目されたい。97年から「証券ブローカー、ディーラー」が区分して示されるようになり、カリブ海に所在している種々のファンドとの取引が明らかになる。

第11表 在米銀行のカリブ海地域との取引（億ドル）

| | 1995 | 96 | 97 | 98 | 95-98年の計 |
|------------------|-------|-------|-------|-------|----------|
| 債務 ¹⁾ | 328 | 400 | 362 | - 10 | 1,080 |
| 債権 | - 253 | - 174 | - 672 | - 127 | - 1,226 |
| 収支 | 75 | 226 | - 310 | - 137 | - 146 |

注1) カリブ海地域からの米財務省証券投資を含む。

出所：S.C.B., July 1998, July 1999のTable 8, 9より。

第12表 在米銀行の取引相手先区分

(億ドル)

| | 1996 | | | 1997 | | | 1998 | | |
|---------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-----------------|------|-------|-----------------|
| | 米銀 | 外銀 | ブローカー とディーラー | 米銀 | 外銀 | ブローカー とディーラー | 米銀 | 外銀 | ブローカー とディーラー |
| 自己の海外拠点 | | | | | | | | | |
| 債権 | - 178 | - 164 | - | - 241 | - 660 | - | 46 | - 572 | - |
| 債務 | - 124 | 176 | - | 413 | 422 | - | 175 | 603 | - |
| 非関連銀行 | | | | | | | | | |
| 債権 | - 117 | - 4 | n.a. | 12 | - 40 | 73 | 16 | 52 | - 33 |
| 債務 | 43 | - 145 | n.a. | 11 | - 31 | - 22 | 4 | - 442 | 8 |
| その他 | | | | | | | | | |
| 債権 | - 115 | - 98 | n.a. | - 41 | - 103 | - 82 | - 56 | - 21 | 303 |
| 債務 | 82 | 63 | n.a. | 20 | 16 | 192 | 93 | - 48 | - 149 |

出所：S.C.B., July 1999, Table 8, 9 より。

S. C. B.は次のように言っている。「在米銀行の『その他の民間外国人および公的機関』への債権は97年に226億ドル増加したが・・・このかなりの部分は第3四半期にアメリカの証券ディーラー（ディーラーも在米銀行報告機関のなかに入っている - 引用者）がカリブ海諸国に所在している国際証券ミューチュアル・ファンドに対し米財務省証券購入（大部分はレポ契約での）のために、貸し付けを行なったためである」¹⁹。「97年における在米銀行の『その他民間外国人』に対する債務増のほとんどはアメリカの証券ディーラーがカリブ海に所在している国際証券ミューチュアル・ファンドから借り入れたものである」²⁰。また、98年についてはS. C. B.に次のような叙述がみられる。「米銀と証券ディーラーはカリブ海地域のミューチュアル・ファンドへの貸付を97年よりも大きく減少させた」²¹。さらに98年における「ブローカー、ディーラー」による債権回収については「アメリカのヘッジ・ファンドの破綻を前にしてカリブ地域の国際証券ミューチュアル・ファンドへの貸付をカットした」²²ためであるという。かくして、在米銀行（ディーラー等を含む）のカリブ海諸国に所在している種々のファンドとの取引が確認できた。

(3) 90年代の国際マネーフローにおける日本、アジアの位置

95年から98年にかけての日本の対米資金フローのほとんどが在米銀行へのフローとなっている（第5表）。周知のように80年代における日本の対米投資の主たる項目は証券投資であった。86年から89年の4年間の累計で日本の対米証券投資は1497億ドルであったが²³、95年から98年にかけての4年間の日本の対米証券投資は累計で335億ドルにすぎない。これには注12)

で記したようにアメリカの統計では日本の対米証券投資が「過小」に出てくることに注意を払っておく必要がある。とはいえ、「西欧」のこの間の対米証券投資が4813億ドルに達しているのと比較しても、日本の対米証券投資の減少のほどが窺われる。それに対して日本による在米銀行への資金フローが際立っている。しかし、これは日本が進んで対米投資を行なったのではなく、日本の銀行が不良債権を抱え信用不安を醸成させた結果にすぎない。すなわち、日本の銀行に対する「信認」の欠如からジャパン・プレミアムが拡大し、邦銀海外支店の資金調達が困難になって、邦銀本店から海外支店への送金が増大したことが主たる要因である²⁴⁾。

したがって、日本は90年代には証券投資も含めて、アメリカと「西欧」の間で見られたような大規模な「相互投資」の関係に組み入れられなかったのである。それにもかかわらず、日本は「統計上の不一致」の項目でも微々たる数値しか出ていず、アメリカに対してネットで95年から98年の累計で2300億ドルをこえる巨額の資金を融通している。1国では最大である。それに対して「西欧」は統計上の不一致を含めればバランスしている。日本は80年代と同じように対米ファイナンスにおいて最大の役割を担わされているのである。

最後に簡単に「その他アジア・アフリカ」についてみておこう（第5表）。この地域の大部分は日本を除くアジア地域であるが、この地域にみられる大きな項目は、在米銀行に対する債権と「統計上の不一致」である。前者の在米銀行に対する債権には財務省証券が含まれており、在米銀行への債権が多額にのぼっているのはアジア地域の財務省証券投資が大きくなっているからだと思われる。しかも、前者の額は95年に710億ドル、96年に454億ドルであったが97年に225億ドル、98年に260億ドルに減少している。逆に、統計上の不一致は95年に105億ドルであったのが96年に757億ドル、97年に920億ドル、98年に1106億ドルへと巨額の資金がアメリカへ流れこんでいる²⁵⁾。この地域に対する在米銀行の債務が減少しているのは、97年からのアジア危機によるものであろう。そして、ヨーロッパ、日本を含んだ全世界からこの地域に流れこんでいた資金が「統計上の不一致」の形をとって96年以後アメリカへ還流していると考えられる²⁶⁾。そして、この地域は「統計上の不一致」を含むと日本を上回る資金（ネット）をアメリカへ融通しているのである。まさに、日本とその他アジア地域が米経常赤字ファイナンスの中心地域となっている。

・ 機関投資家化の進展と国際マネーフロー - まとめに代えて -

以上において以下のことが明らかとなった。第1に、アメリカは巨額の経常収支赤字を抱えながら90年代にそれを上回る資金を流入させた。この資金流入を支えた要因は好調な米経済の持続とドル高、株高等であったが、巨額の資金流入によってアメリカは経常赤字を「無視」することができたし、経常赤字を大きく上回る資金流入の「余剰」でもってアメリカ

は大規模な対外投資を行なうことができた。まさに、80年代におけるドル体制の後退局面から90年代における「回復」局面への移行である。

第2に、アメリカは経常赤字を大きく上回る資金を流入させ、その「余剰」でもって再度海外に資金を放出させたが、国際マネーフローはアメリカを介在させることにより一層の流動性・投機性を90年代に強めた（証券投資のネット率、「統計上の不一致」等に表れている）。第3に、国際マネーフローにおける世界の各地域の役割の差異が明瞭になった。すなわち、アメリカは「西欧」との間に「統計上の不一致」を含めて巨額の「相互投資」の関係を構築したが、アメリカは西欧から比較的長期の「安定」資金を取り入れたのに対し、アメリカから西欧へは流動的、浮動的な資金が向かっている。また、アメリカと西欧との間では「統計上の不一致」を含めて債権・債務はほぼ均衡している。アメリカから流動的・投機的資金が放出されるにあたって、カリブ海地域とイギリス（とりわけカリブ海地域）はその「仲介地点」として機能した。日本はネットではアメリカへの最大の資金供給国であるが、そのほとんどがジャパン・プレミアムに起因する邦銀の在米支店向けであり（このことの詳細は注24の拙稿を参照）、米と西欧に見られた「相互投資」の関係を構築することはできなかった²⁷⁾。日本以外のアジア諸国は日本と並んで対米ファイナンスを行なっているが、それは各国からこの地域に流入した資金が、再び、「統計上の不一致」という流動的・浮動的な形態でアメリカへ環流しているものと思われる。

さて、90年代における国際マネーフローの浮動性・流動性・投機性は、アメリカをはじめ主要国の資金が機関投資家へこれまで以上に集中していることから生じていると考えられる。このことに簡単に言及して小論のむすびとしよう。

主要各国の機関投資家の金融資産動向が第13表に示されている。アメリカの各機関投資家は先進国のなかでも飛び抜けて巨額の資産を持ち、80年代中期からのほぼ10年間に投資会社が4.6倍、年金基金が3.0倍、保険が2.8倍と金融資産を増加させている。その他の先進国も金

第13表 主要各国の機関投資家保有の金融資産 (10億ドル)

| | 1985 ¹⁾ | | | 1990 | | | 1993 | | | 1996 ³⁾ | | |
|------|--------------------|-------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------|-------------------|-------|
| | 投資会社 | 年金基金 | 保険 | 投資会社 | 年金基金 | 保険 | 投資会社 | 年金基金 | 保険 | 投資会社 | 年金基金 | 保険 |
| アメリカ | 770 | 1,606 | 1,095 | 1,069 | 2,492 | 1,900 | 2,075 | 3,449 | 2,422 | 3,539 | 4,752 | 3,052 |
| 日本 | 305 | ... | 271 ²⁾ | 336 | 343 | 1,067 | 455 | 460 | 1,620 | 420 | 442 ⁴⁾ | 1,956 |
| ドイツ | 42 | 22 | 155 | 72 | 52 | 401 | 79 | 47 | 452 | 134 | 65 | 692 |
| フランス | 204 | - | 74 | 379 | - | 239 | 484 | - | 363 | 529 | - | 582 |
| イギリス | 68 | 224 | 190 | 89 | 537 | 454 | 131 | 682 | 667 | 188 | 897 | 792 |
| カナダ | 16 | 75 | 68 | 21 | 165 | 138 | 86 | 187 | 149 | 155 | 241 | 175 |

注1) 投資会社は1987年 2) 生保のみ。3) フランス、イギリスの保険は1995年 4) 推定。

出所：BIS, 68th Annual Report, pp.85-88より作成。

第14表 機関投資家保有の金融資産
(1995年, 10億ドル)

| | |
|-------|--------|
| アメリカ | 10,501 |
| ヨーロッパ | 6,666 |
| 日本 | 3,035 |

出所： *Ibid.*, p.84.

融資産を増加させている。イギリスは年金基金、保険、投資会社において、フランスは保険と投資会社において、日本、ドイツは保険において大きな増加がみられる。80年代中期から90年代中期にかけて欧米を中心に急激な機関投資家化が進行したことが確認できよう。これらが80年代からの規制緩和によってもたらされたことは言うまでもない。しかも、アメリカの地位の高さが際立っている。第14表からもそれが確認できる。先進各国の機関化をアメリカがリードしているのである。

また、第15表はこれら各国の機関投資家が行なった証券投資全体のうちの国際証券投資の比率を示している。例えば、アメリカの年金基金では全証券投資のうち海外へは11%、また全株式投資のうち海外への株式投資が16%になっているのである。これらの海外への投資の比率はアメリカの機関投資家においてやや低い比率が出ている。しかし、世界の全機関投資家が行なった投資に占めるアメリカの機関投資家の比率は45%と、日本の16%以下、他を大きく引き離している。アメリカの機関投資家は国内証券市場の活況のなか、国内市場においてきわめて大きな額の運用を図りつつ、海外へも多額の運用を行なっているのである。

さらに、ヘッジ・ファンドによるエマージング市場への証券投資が第2図に示されている。アジアへは94年から97年の半ばまでヘッジ・ファンドによる投資が盛んであったこと、それが97年の半ばにほとんど中断してしまったこと、代わってラテンアメリカへの投資が伸びていることが知れる。

以上の事実を確認し、ここでは以下の2点を指摘しておきたい。第1に、世界的な機関投資家化が90年代に進展したが、90年代の機関化は「専門的な資産プールの管理から戦略的な資

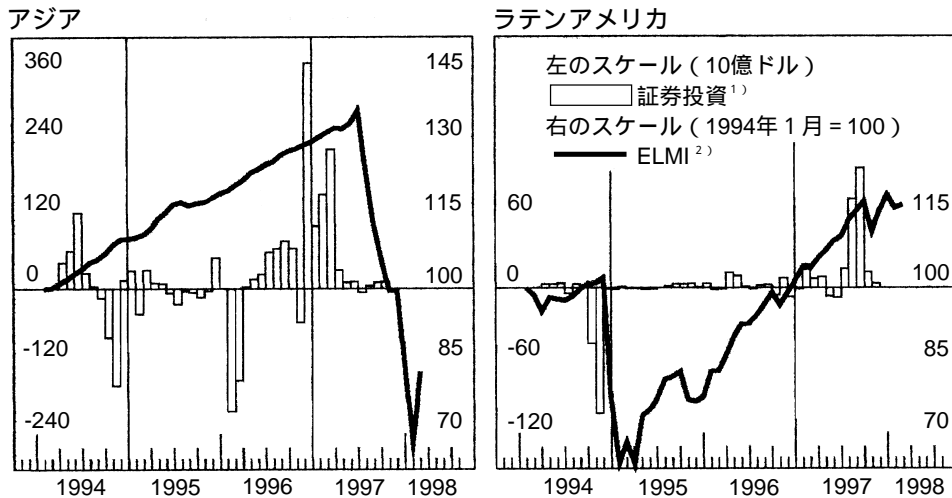
第15表 機関投資家の証券投資に占める海外投資の比率（1996年） (%)

| | 年金基金 | | 保 険 ¹⁾ | | 投資会社 | | 世界の全機関投資家に占める比率 ⁴⁾ |
|------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------------------|
| | 全体 ²⁾ | 株式 ³⁾ | 全体 ²⁾ | 株式 ³⁾ | 全体 ²⁾ | 株式 ³⁾ | |
| アメリカ | 11 | 16 | 7 | 4 | 7 | 10 | 45 |
| 日本 | 23 | 35 | 13 | 10 | - | - | 16 |
| ドイツ | 4 | 21 | - | - | - | - | 4 |
| フランス | - | - | 1 ⁵⁾ | 1 ⁵⁾ | - | - | 3 |
| イギリス | 28 | 28 | 18 | 19 | 15 | 16 | 9 |
| カナダ | 17 | 37 | 26 ⁶⁾ | 30 ⁶⁾ | 37 | 40 | 3 |

注1) 1995年 2) 株式、債券投資の全体に占める海外への株式、債券投資の比率。

3) 株式投資全体に占める海外への株式投資の比率。4) IFCの指標に基づく。5) 1994年 6) 1991年
出所： *Ibid.*, p.89.

第2図 ヘッジファンドによるエマージング市場への証券投資(推定)



注 1) ファンドの規模, 利回りをもとに計算 2) J.P. モルガンの Emerging Local Markets Index
出所: *Ibid.*, p.93.

産配置への転換」²⁸⁾を意味しており, そのことによって国際マネーフローはこれまで以上にハイリスク・ハイリターン性格を強くするものになった。言い換えれば, 国際マネーフローは流動性・投機性を高めることになったということである。また, 「機関投資家化が急速に進展すればするほど, 投資の多角化のために証券の流動性が必要になった」²⁹⁾。そのために, 90年代に先進国市場はもちろんエマージング市場等々を巻き込んで金融派生商品等の種々の金融商品が開発されていった³⁰⁾。

第2に, アメリカの機関投資家化の水準がもっとも高く, また, 全世界の機関投資家による国際証券投資のうち45%がアメリカの機関投資家によるものであることを確認し, 国際マネーフローにおけるアメリカ機関投資家の地位を把握したが, 国際マネーフローにアメリカが90年代に主体的に介入することにより90年代の国際マネーフローは一層, 浮動的・投機的性格が強くなったということができよう。

注

- 1) このことについての詳細は拙書『ドル体制と国際通貨』ミネルヴァ書房, 1996年を参照されたい。
- 2) アメリカへの資金流入の要因についての詳細な分析は小論では行なわない。次の文章を参照されたい。「海外からの資金流入は, 債券価格の上昇, 米の物価安定, 財政黒字転化の見通しの強まり, 米国の金利および外為市場でのドルの強さによって引きつけられた」(*Survey of Current Business*, July 1998, p.25, 邦訳は次を見よ, 『大蔵省調査月報』1998年9月, 4ページ)。

- 3) IMF, *International Capital Markets, Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, Nov.1997, p.3.
- 4) *Ibid.*, p.3.
- 5) 小論の課題は90年代における国際金融のパラダイムを構想するための基礎作業であるが、この作業を行なうことによって金融市場のグローバルゼイション、デリヴァティブの発展、90年代におけるヘッジファンドの隆盛も90年代の国際金融全体のなかで正しく位置付けでき、90年代の国際金融の諸事象を体系化できよう。
- 6) 90年代初頭までの分析は前掲拙書の第2章を参照されたい。
- 7) 従来、91年の経常収支は赤字で表示されていたが、99年7月号の*S.C.B.*は43億ドルの黒字に改訂している。
- 8) 米への資金流入の1つに在米外国公的資産（ドル準備）があるが（とくに95、96年）、これは主に2つの要因によっている。1つは、ドルの下落である。ドル下落に対する各国の買い支えは95年の第2、3四半期を中心に大規模に行なわれるが、96年の第1四半期にも日本による多額の為替介入が行なわれる。もう1つの要因は、とりわけ、先進各国のアジアへの巨額の対外投資（短期資本も含む）がその地域の経常赤字を上回り、それがドル準備の増に結びついたのである。1例を示しておこう。タイの外貨準備は91年に176億ドルであったのが、93年には246億ドル、96年には379億ドルに増大している（拙稿「環太平洋地域におけるマネーフローと金融通貨危機」『経済』1998年4月号、24～25ページ参照）。
- 9) BIS, *58th Annual Report*, 東京銀行訳96ページ。
- 10) 詳細は前掲拙書『ドル体制と国際通貨』第2章（とくに55ページ以下）参照。
- 11) 前掲拙書の表2 - 4（27ページ）参照。
- 12) 第5表における対米証券投資の地域区分はヨーロッパに過大に、日本に過小に出ている可能性が大きいことに注意を払う必要がある（したがって、第1図においても）。というのは証券投資ではどの市場から証券を買っても、証券発行国への投資になるのに対し、被投資国は第1次市場での証券売買しか十分に把握できないからである。例えば、日本がロンドン市場からアメリカの証券を購入しても日本の統計ではアメリカへの投資になるのに対し、アメリカの統計ではこの証券が発行市場ではイギリスに対して売られたことを理由にイギリスからアメリカへの投資と表われるのである。日本はロンドンの市場からアメリカの証券を多く購入しているから、アメリカの統計では日本からアメリカへの証券投資は過小に、イギリスからの投資が過大に出てくる。
- 13) 対外債務の中には*S.C.B.* 99年6月号のライン67の「U.S. Currency」は除かれている。また、対米証券投資の中には財務省証券は除かれており、それは在米銀行に対する債権の中に含まれている。
- 14) 第6表と倍率が異なるのは本表には財務省証券が含まれているからである。
- 15) 小論では紙幅の関係で表示できなかったが、ヨーロッパの対米株式投資において97、98年にネット率が高くなっている。それは米株価が強い上昇傾向を示したからである。
- 16) *S.C.B.*, July 1998, p.29, (『大蔵省調査月報』1998年9月に掲載の訳12ページ)。また、注12)に注意を払われたい。
- 17) 同上参照。注12)に注意をされたい。
- 18) 「97年第4・四半期にカリブ海とイギリスに所在している銀行に対し多額の借入需要が高まったために、米銀は372億ドルもの資金をそれらの支店へ回した」(*S.C.B.*, April 1998, p.72)。「在米外銀は米国内、また海外に対する融資のためにカリブ海所在の支店から資金を引き揚げた」(*Ibid.*, p.75)。
顧客勘定債務についても、「前年の27億ドルに対し97年には266億ドルに増加したが、そのほとんど

どはアメリカの非銀行部門がイギリスおよびカリブ海諸国の銀行から借入を行なったからである」
(*Ibid.*, p.75)

19) *S.C.B.*, April 1998, p.72 .

20) *Ibid.*, p.75.

21) *Ibid.*, April 1999, p.39.

22) *Ibid.*, p.40.

23) 前掲拙書第3章, とくに76ページ参照。

24) 詳しくは拙稿「金融不安下の円・ドル相場の規定因 - ジャパンプレミアムの拡大と円キャリー・トレード - 」『証券経済研究』第20号, 1999年7月参照。

25) 第5表以外の数値は *S.C.B.* から。

26) この地域の在米銀行に対する大きな債権は何を表わしているのか, また, あまりに巨額の「統計上の不一致」が具体的にどのようなものか, 詳細なことが明確ではない。今後の検討を要するであろう。

27) 日本の対米証券投資の過小については注12)を参照されたい。

28) BIS, *68th Annual Report*, p.90.

29) *Ibid.*, p.95.

30) それが当局による資金移動の把握を困難にし, 米国際収支表の「統計上の不一致」を膨らます1要因になっている。

(1999年9月11日脱稿)

(Hiroshi Okuda, 本学部教授)