

国際資金フロー膨張による不安定性増大に関する考察 ——サブプライム問題を一例に——

前田 淳

目次

- I 問題の設定——国際資金フロー増大の原因分析
- II 国際資金フローの三つの資金源泉と諸要因
- III 国際資金フローによる不安定性増大の様相
- IV 小結——4つの不安定性の頻発の可能性

I. 問題の設定—国際資金フロー増大の原因分析

国際資金フローは、変動相場制移行後、増大しつづけてきた。今日では、GDPや貿易額をはるかに超えるファンドの運動が、日々行われている。そうしたファンドの動きによって、通貨・金融危機、バブルの発生と崩壊、信用の拡大と収縮、商品価格の高騰、資産価格の変動の増大、為替レートや資産価格の中長期にわたるミスアラインメントなどが生じている。国際資金フローは、現代の国際金融システムに多大の影響を及ぼす巨獣と化していると喩えても過言ではない。本稿の目的は、国際資金フローがこのように巨大化した原因を再検討すること¹⁾、さらに、その整理に立脚して国際金融システムの将来について、若干のビジョンを提示することである。

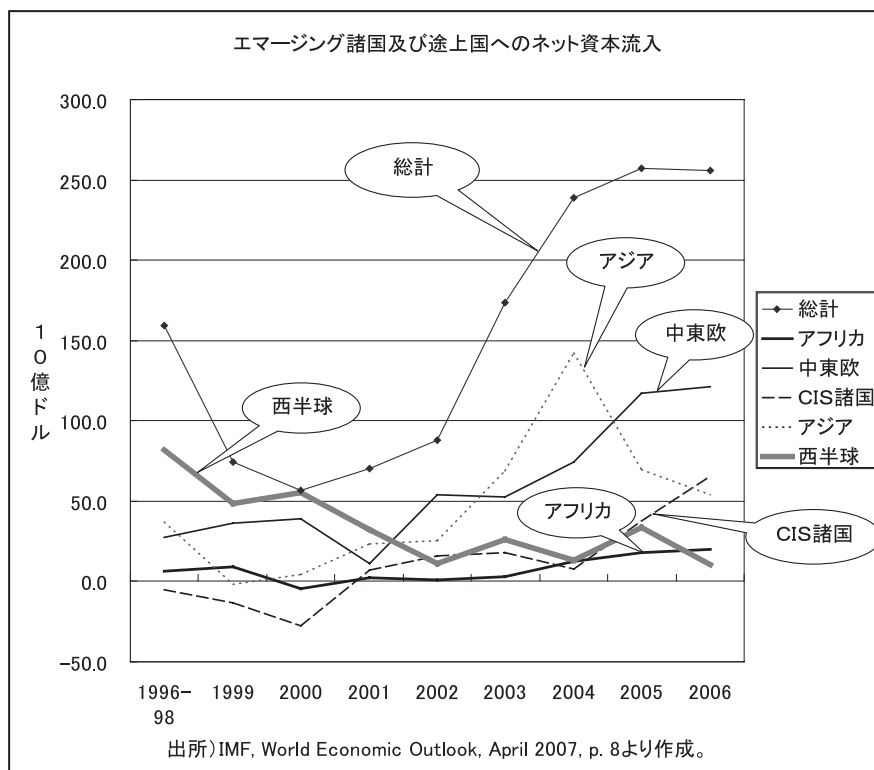
結論を先取りすれば、次の通りである。国際資金フローが増大することは、それ自体としては資金の効率的な利用可能性の拡大であり、世界経済の発展に寄与するものであるが、反面、時として不安定な様相を見せることがある。よって、国際資金フローの運動を閉じ込めたり広範囲に規制したりすることは現実的ではないが、ある程度自由な運動を許容しつつも、ディスクロージャーの徹底に基づく格付け、モニタリング、及び、早期是正をさらに精緻化するとともに、必要に応じて一時的な規制を導入するストップ・アンド・ゴーのスタンスがますます重要になっている。もちろん、通貨危機や金融危機が起こらないように、マクロ経済と金融機関とくに銀行の健全性を各国が常に追求することは、何よりも重要である。また、危機の防止と対応を複数の国々で行う国際協調もさらに追求されてしかるべきであろう。しかし、こうした予防と対応の高度化が進んだとしても、国際資金フローの持つ不安定性を完全に失くすことはできない。今後ありうる大きな問題は、i) 特定の国・地域における通貨・金融危機、ii) バブルの発生と崩壊（ブーム・アンド・バスタ）、iii) 資産・商品価格におけるヴォラティリティーの増大、iv) ドル（米国）とユーロ（ユーロ域）間を代表とする資金フローの中長期に

¹ この問題については、徳永[2006/B]が詳しい。

わたる旋回、であろう。iv) のイメージは、例えば、とりわけ90年代後半以降にユーロ域への資本流入が続いているものの、その原因としての金利差などの動向によっては逆にユーロ域から中長期での資本流出が発生したり、日本からの円キャリーが金利動向によってアンワインディングされたりする事態のことである。こうした国際資金フローの旋回は、為替レートの「適正水準」からのかい離などを中長期にわたって引き起こす可能性があり、実体経済への影響も大きいと思われる。

II. 国際資金フローの三つの資金源泉と諸要因

国際資金フローが実体経済に比較して巨大になっていることは、様々なレベルで確認することができる。たとえば、下のグラフは途上国へのネットの資金流入の様子である。90年代後半から、総計としては一貫して増加している。途上国への資金流入は、先進国と比較して、証券投資だけではなく直接投資も大きいのが特徴である。



一方、先進国に目を移すと、米国が顕著な性質を見せていることがわかる。たとえば、国際的な証券投資残高を見ても、米国への投資と米国からの投資が、他の主要国と比較してかなりの規模を示している。証券投資残高（通貨当局および公的ファンド保有分を除く）についての下の表のとおり、投資先として米国はフランス、ドイツの2倍以上、日本の3倍以上、投資元

としてもフランスの2倍以上、ドイツの3倍以上、日本のおよそ2倍にも達している。こうした国際資金フローにおける米国の中軸的な地位は、ドルの基軸通貨性、米国の金融市場の発展度、米企業収益の高さによるものである。また、米国の中軸性には、世界規模でのリスク転換機能があることもよく指摘されている²⁾。すなわちリスクの低い投資先として米国の証券市場が選ばれ、米国はリスクのより高い途上国などに投資することで、世界規模でリスクの転換を行っているというものである。

国際証券投資残高の地域別内訳(世界総合計に対するパーセント)
 (2005年末。単位%)

投資先→	仏	独	日	英	米	世界計
	6.14	7.86	5.03	9.98	17.35	100.00
投資元→	仏	独	日	英	米	世界計
	7.86	6.60	8.95	10.04	19.42	100.00

出所)IMF、CPISより作成。

ちなみに、通貨別に見ると、様相は逆転する。同じく2005年について、証券投資残高を通貨別に整理すると、下の表のようにユーロがドルのすでに1.5倍強にも達しているのである。ただし、このデータにはユーロ域内での投資も含まれている。たとえば、ドイツの金融機関が、フランス企業の株を購入したケースなどである。その点を割り引いて考えなければならない。

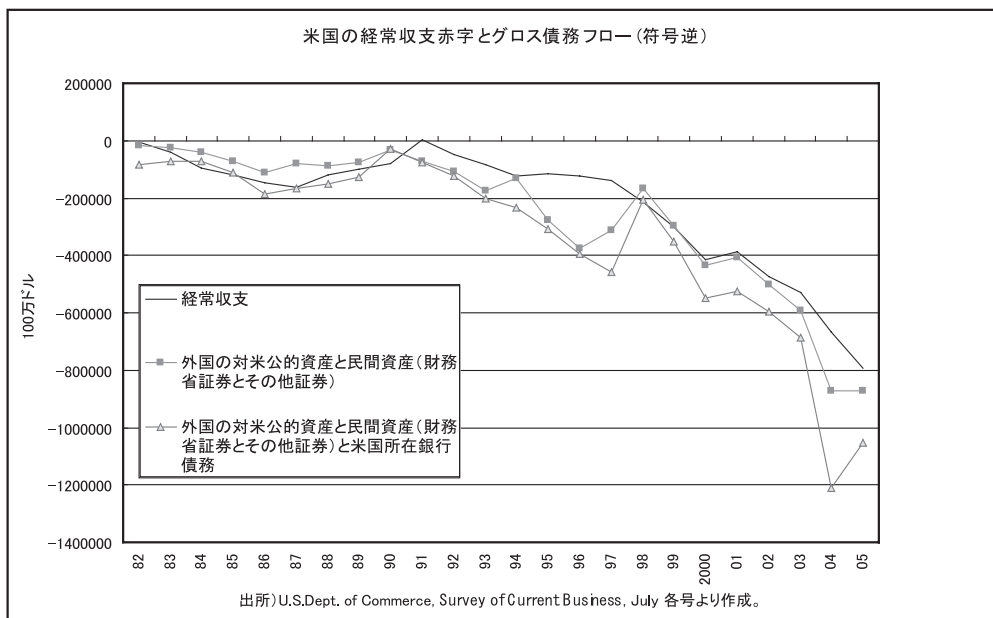
国際証券投資の通貨別内訳
 (2005年末。単位:%)

ドル	22.5
ユーロ	36.8
ポンド	2.1
円	5.0
スイス・フラン	1.9
その他	3.6

注)国によって、総計と通貨の別を合計した値が一致しない場合があるため、パーセントの合計は必ずしも100にならない。
 出所)IMF、CPISより作成。

² 真壁昭夫[2005]は、「貿易黒字を稼いだ諸国の資金は、リスクの低い預金の格好で米国へ流れ込む。その資金を、米国の金融システムが呑み込んでリスクマネーに転換した後、BRICs諸国（ブラジル、ロシア、インド、中国の新興経済国）などへの投資資金となって動いている。結果的に、米国は、リスクテイクに対するプレミアムを享受することができる」（23頁）と述べている。しかし、米国が持つ先進の金融テクノロジーが誰でも利用可能すなわち陳腐化したとき、「何も、米国を通して、手数料を払ってまで投資を行う必要は薄れる」（23頁）とも述べている。

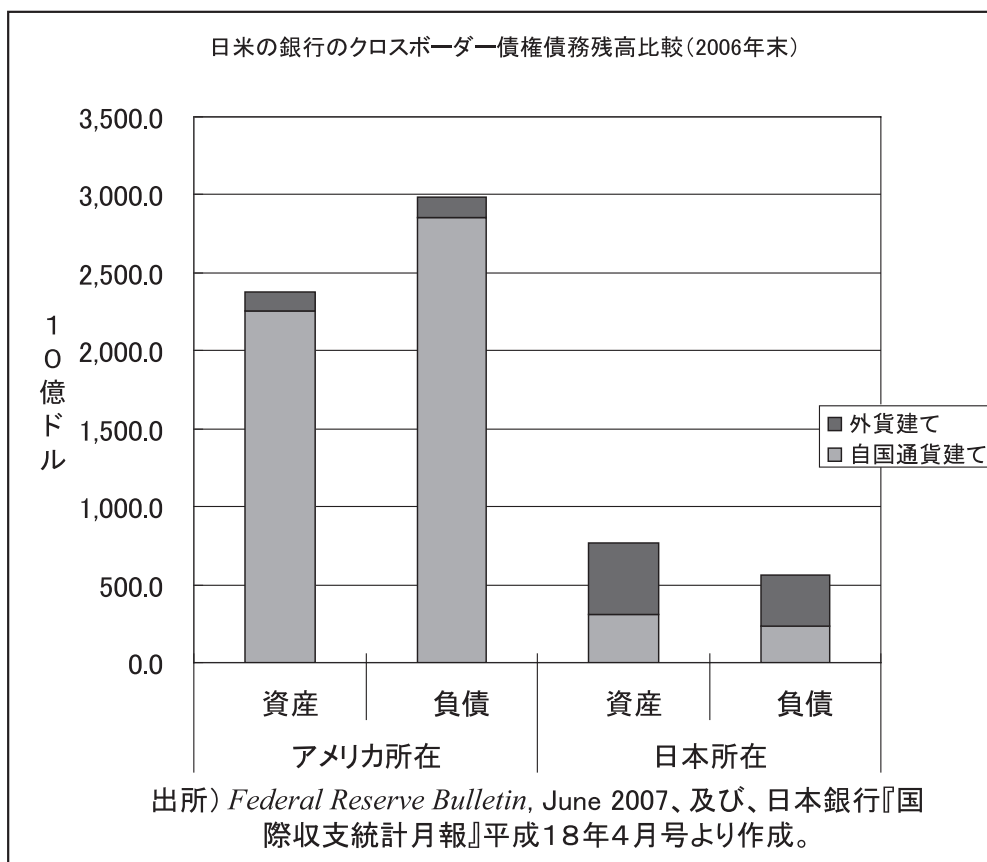
このように、途上国、米国、EUを代表として、グロスレベルで国際資金フローが増大していることが、今日の国際金融システムの特徴といえよう。では、このような国際資金フローの爆発的な増大は、何ゆえに起こっているのだろうか。資金の源泉としてまず追ってきたい。



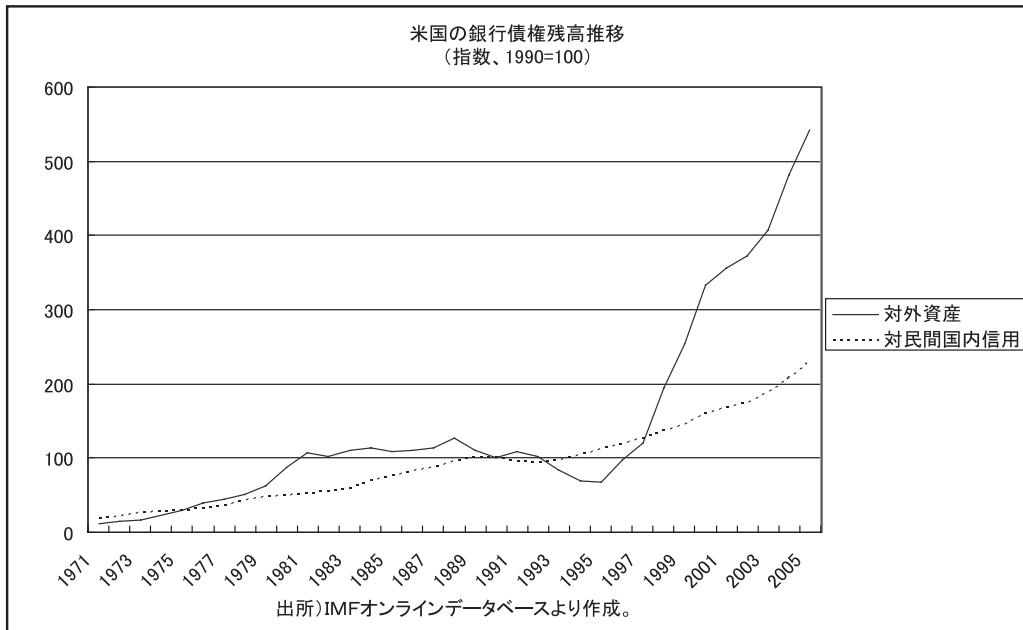
資金の源泉としての第一は、米国の経常収支赤字である。上のグラフに見られるとおり、米国の経常収支赤字は年々膨大な額に上っている。米国の対外債務残高の増加額³⁾は、経常収支赤字額よりも概して大きい。つまり、経常収支赤字を上回る資金の流入が生じているわけである。しかし、経常収支赤字は、対外債務の形成においてかなりの割合を占めているといえよう。米経常赤字の原因は様々であろうが、プラザ合意の経験、米国のISバランス、米国経済のサービス化・オフショアリングの状況に照らしてみても、早々に赤字が解消するとは思えない。国際資金フローの議論から大切なことは、米国の経常収支赤字は外国への基軸通貨ドルの供給だということである。非基軸通貨国とくに途上国の場合、経常収支赤字を出し続ければ、外貨の不足にいずれ直面し、為替レートの減価、金利の高騰、通貨危機などに見舞われる。先進国の場合もそうなのかどうかは、議論の余地があるところだが、いずれにせよ米国の場合には、経常収支赤字を長期に出しつづることが可能であり、その結果、非居住者が保有する大量のドル残高が世界に滞留することになる。このドルの遍在は、現代の国際金融システムにおける際立った特徴といえよう。

資金源泉の第二は、銀行貸付である。とりわけ基軸通貨国である米国所在銀行のドル建ての貸付は、基軸通貨ドルの供給という重要な役割を果たしている。

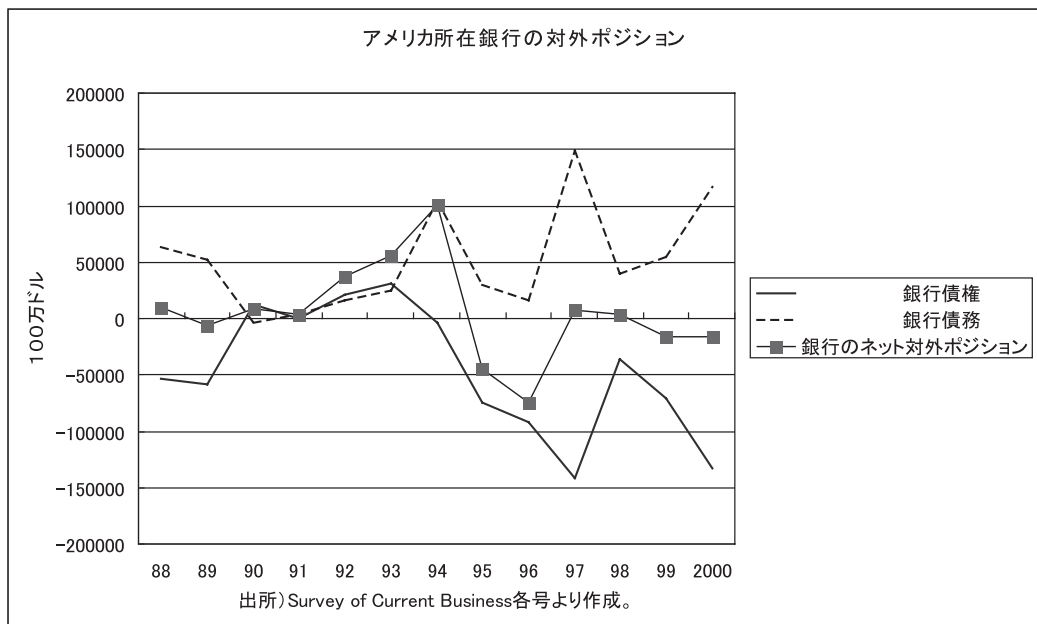
³⁾ 米国への資本流入は国際収支上の黒字要因なので、本来は符号がプラスである。しかし、このグラフでは、経常収支赤字と比較する便宜上、符号をマイナスで表現している。



上のグラフは、日本所在の銀行と米国所在銀行の国際債権残高を比較したものである。資産においても負債においても、米国所在銀行の残高は大きい。とくに、米国所在銀行の場合は、自国通貨（ドル）建ての割合が大きいことがわかる。実際、米国所在銀行は他の国の銀行よりも、クロスボーダーでのインターバンク貸付の比率が高い。また、最近の特徴として、米国所在銀行は国際貸付を国内貸付よりも大きく伸ばしていることが挙げられる（次頁上のグラフ参照）。



銀行貸付は、機関投資家や非銀行金融仲介機関と違って、新規に要求払い預金を創造するという重大な機能を持っており、国際資金フローのブーム・アンド・バストを引き起こす一つの原因である。一例として、1998年ロシア危機前後の米国所在銀行の国際債権を見てみよう。



上のグラフは、当時の様子を概観したものである。ロシア危機直後には、対外債権残高が全体

として縮小していることがわかる。これは、当時の米銀が、リスク回避の急な舵取りを行ったということである。Palmer & Wolfrum[2000]でも、ロシア危機後に対ロシア・東欧だけでなくカリブ向けの貸付においても、米銀の行動が慎重になったことが伺われる。以上のことから、銀行貸付は、外国向・国内向けを問わず、国際資金フローの増大にとって大きくかかわっており、信用収縮が生じたときは、特定の国だけではなく、他の国にも波及する可能性があることがわかる。

資金源泉の第三は、企業の内部留保資金、個人の貯蓄部分などが、機関投資家などの運用資金となっている部分である。小口の資金が集合することによって一つの勢力となる、という信託の基本的機能は、国際資金フロー増大の要因としても挙げることができる。また、少子高齢化による年金財政の苦境が、年金基金による資金の積極運用を増やしている、との指摘もある⁴⁾。

以上の説明をドルに限定して掘り下げてみると、国際的に活動するファンドは米国内の銀行預金の形態で存在していた資金だということができる。すなわち、第一の源泉である米国の經常収支赤字とは、米国居住者（輸入者）が非居住者（輸出者）に対して支払ったものであり、もっとも典型的な決済方法としては米国内の銀行に預金されていた居住者の勘定から、非居住者の勘定に振り返られた資金なのである。第二の源泉である銀行貸付は、米国内・国外の顧客に対して米国内外に所在する銀行がドルで貸付を行ったわけであり、そのうち相殺と回転速度の上昇を伴っている部分については信用創造が発生したと見てよい。米国外に所在する銀行たとえばロンドン所在の銀行によるドル建て貸付については、その決済は米国内の銀行で行われており、そうしたマーケットが存在することによる活動資金量の増大は、米国内の銀行制度における資金の回転速度の上昇に反映されていると理解できる。「ユーロ」ドルやオフショア・ドルとは、米国内の一つのドル預金が、たとえばロンドン所在のユーロバンクへの預金と、そのユーロバンクの米国所在銀行への預金に二重化したものであり、もともとは米国内から発生したものなのである。第三に、米国の機関投資家や個人による対外投資についても元々は米国内の資金が運動しているといえる。たとえば、個人がその所得のうち、銀行預金で保有していたもので投資信託を購入した場合、結果としてみれば個人の銀行預金が、投資信託によって保有される銀行預金に換わっただけであり、マネーサプライは変化していない。にもかかわらず、休眠状態であった小口の個人預金が集合して、国際的に活動する一つの資金量になったわけである。以上について、やや混みいった説明をすれば、企業の内部留保や個人の貯蓄などによる資金量の増大は、多いに、国際資金フロー増大の原因であるが、国際資金フローの増大は、必ずしも資金量の増大を前提にしないということである⁵⁾。

資金源泉はこのように、銀行貸付や投資信託・ヘッジファンドのように異なっても、資金の運用主体としては渾然一体となってきている。たとえば、李[2007]は米国金融機関における

⁴ Chandler [1998], p. 194参照。

⁵ このように、本章では、国際資金フローとは、各国の銀行制度内に元々は存在する資金による国際的な債権債務残高またはその変化を意味している。通貨・金融危機などによって、もちろんこの債権債務残高は収縮する。しかし、信用創造による貸付を除いたネットの銀行預金残高については、収縮しないことを付言しておきたい。

「垂直統合型」のビジネスモデルを次のように説明している。

ベアー・スターンズなど一部の大手証券会社は住宅金融専門会社やヘッジファンドを傘下に収め、住宅ローンの融資から証券化、アセット・マネジメントに至る、あらゆるプロセスを自社グループ内で完結する『垂直統合型』のビジネスモデルの構築を推進してきた(26頁)。

もちろん、第二資金源泉である銀行融資は、ヘッジファンドによるレバレッジにも大きく作用していることはいままでのない。

資金源泉を以上のように分類しただけでは、なぜ国際資金フローが増大しているのかを説明し尽くしていない。以下、それ以外の要因を説明したい。

国際的な資金の流れを増大させた戦後最大かつ最初の要因は、変動為替相場制とユーロカレンシー市場を中心とした自由な金融市場による金利の変動である。これらは、為替取引高の増大とユーロカレンシー市場の爆発的な拡大をもたらした。たとえば、典型的な為替取引の例を見よう。顧客による外貨の先渡し売り(銀行にとっては先渡しの買い)が行われれば、銀行はそれに対して、まず直物の売りを銀行間で行って持ち高をスクエアにし(為替持高調整)、さらに、直物の買いと先渡し売りのスワップ取引を行う(為替資金調整と為替持高調整)。このように、一つの対顧客取引が、銀行間の直物取引と直先スワップ取引を誘発するのである。

次に、CAPMを代表とする投資手法の開発、デリバティブ、資産の証券化も、国際資金フローの増大に大きな影響を及ぼしたと思われる。それらを取りあえず金融手法と呼ぶこととする。CAPMの出発点は、リスクを標準偏差でとらえた上で、複数の資産を組合せることによってそのリスクを低減できるというものである(その際、組合せる複数資産の相関係数が1未満であることが前提である)。リスクが低減すれば、当然、投資額を増やすことができる。ポートフォリオのリスク分散効果によって、国際資金フローの増大がもたらされていると思われる。デリバティブにおいても同様である。信用デリバティブであるCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)を例に説明しよう。これは、債務者がデフォルトした場合に、第三者(プロテクターと呼ばれる)が債権者に対して支払うという取引であり、内容的には一種の保証行為である。これについて吉井一洋・古頭尚志[2007]は、次のように解説している。

新BIS規制(バーゼルII)では、内部格付手法において、ダブル・デフォルト効果を限定的に認容しています。ダブル・デフォルト効果とは、以下の①②につて、それぞれの(i)(ii)がともにデフォルトするリスクに基づいて信用リスクを削減することをいいます。

①保証の場合

(i)被保証債権の債務者

(ii)保証人

②クレジット・デリバティブの場合

(i)原債権の債務者

(ii)プロテクションの提供者

(i)(ii)が両方ともデフォルトするリスクは、(i)(ii)のいずれかがデフォルトするリスクよりも低いことから、それを反映して最低所用自己資本を軽減することとしています。この取扱いは、2005年7月にバーゼル銀行監督委員会が公表した「トレーディング業務

に対するバーゼルⅡの適用及びダブル・デフォルト効果の取扱い」により導入されることになりました（144－145頁）。

このように、信用デリバティブを利用することでリスクが低減し、必要な自己資本額が減るということは、銀行はさらに貸付を増やすことが可能になる、ということである。資産の証券化についても同様である。単に特定の資産が証券化される図式を思い浮かべるだけでは、リスクの総量は変化せずに、ただ分散化・広域化されただけのように見えるが、実態は異なる。貸付債権を切り離すことに成功した金融機関とくに銀行は、その結果、さらに貸付を増やすことができるのである。このように、CAPM、デリバティブ、証券化といった金融手法は、国際資金フローを増大させ、リスク総量を膨張させる原因であるといえるのではないだろうか。

2007年におこった米国のサブプライムローン問題を一例に説明しよう⁶⁾。これは、2007年夏に、米国の住宅に対するサブプライムローン（低所得者向けの住宅ローン）の不安が、全世界に波及した事態である。米国内での住宅ローン問題が、ヨーロッパや日本にまで影響したのは初めてのことである。80年代末のS & L危機にはなかったことである。世界中に波及した理由は、米国の住宅ローン債権が、資産担保証券の形で証券化され、各国から投資されていたからである。これについて、日本経済新聞[2007/9/25]は、次のように説明している。

住宅融資の焦げ付きは、それを組み入れていた米国の資産担保コマーシャルペーパー（ABC P）市場を直撃した。このABC Pに対して万一の時に流動性を供与する契約を結んでいたのが大手の金融機関だ。……平時なら供与するのは事務ミスなどのケースで、使われるのは枠の一割程度。一割しか使われないのに全体分の手数料が入り、大もうけできる。金融機関は競うように流動性供与契約を結んだ。……金融機関は流動性を供与しなければならぬので、そのための資金調達を迫られた。シティなど大手米銀は、手元流動性が潤沢で資金調達に困ることはあまりない。それに対して投資銀行や米国以外の銀行は必ずしも潤沢なドルの短期資金を抱えているわけではないので、市場で資金調達が必要になる。しかし、資金の出し手はサブプライム問題の影響で慎重になっている。このため投資銀行などはかなり高い上乗せ金利を払って資金を取りあつた。仮に必要な資金が取れなければ資金繰り破綻に追い込まれるので、なりふり構ってられない。流動性を実際に供与することの意味合いは、ABC Pの投資家が取っていたリスクを流動性供与する金融機関が肩代わりすることにはほかならない。」（文意に則して、表現を一箇所訂正）

ここで含意されているのは、まずサブプライムローンが、ABC Pの形で証券化されていたこと、おそらくその結果、ローンがさらに提供されやすくなっていたこと、そしてそのABC Pに対して世界中から投資されていただけでなく、流動性供与の契約を世界中の金融機関が行っていたことである。流動性供与の契約は、数多く組み入れるほど、倒産確立に大数の法則が働き、引用にあるように一割なら一割といった計算が容易になる。そのことが、さらに流動性供与契約を推し進めたということである。しかし、平時を想定したこのような行動が裏目に出たのが、2007年に勃発したサブプライム問題だったのである。このように、米国の銀行本体

⁶ サブプライム問題をファンド資本主義の観点から「融資の市場化」をキーワードに整理したものとして、伊豆[2007/b]を参照。

からはリスクが切り離されているものの、そのリスクは資産担保証券に投資した世界中の投資家に、広範囲に分散された上に、流動性供与の契約が広範囲に行き渡り、世界中の金融機関に流動性問題を引き起こしたのである。よって、問題は米国の商業銀行がヘッジファンドや投資信託にレバレッジを供与してきたことに加えて、流動性枠の供与という問題の影響が大きいのである。さらに、先の李[2007]の引用に見られるとおり、銀行からリスクが必ずしも切り離されていなかった理由に、系列金融機関による「垂直的統合」という米国金融制度の変質も関係している。

しかし、2007年に起きた米国のサブプライム問題の原因としては、資産の証券化手法だけでは説明不足である。筆者は、国際的な資金フローの枠組みからの説明が不可欠であると考ええる。すなわち、米国の住宅金融公社が発行する資産担保証券は、2000年前後からアジアの通貨当局を中心にして幅広く購入されてきた。政府保証は付与されていないものの、最も高い信用を得た公的機関として、住宅金融公社は高い格付けを得てきたのである。こうしたエージェンシー債や米財務証券を中心とする米国への資本流入の結果、米国の長期金利は永らく低く抑えられてきたのである。そのことが、米国の住宅バブルの原因となり、サブプライムローンをさらに活発化させることとなったのである。

次に、各国での金融規制緩和は、80年代に先進国で、90年代には途上国でも拍車がかかり、国際資金フローの増大をもたらしている。金融規制緩和と金融グローバル化を進める動機は、国によって様々である。その中でも最近目立つのは、WTOなど国際機関への加盟である。加盟に際して、規制緩和や自由化についての約束や行程表を作成することが通常求められる。加盟した以上、自らの約束を誠実に履行することは当然のことであり、経常収支項目レベルの規制緩和は、この要因によっても進展しているのである。

その他、IT技術の発達など様々な要因が国際資金フローを増大させているが、詳細は割愛する。

Ⅲ. 国際資金フローによる不安定性増大の様相

90年代以降の国際資金フローの特徴をまず概観しよう。第一は、先進国の資本収支において、民間部門の項目はどれも変化が大きく、資金の流出入が活発化していることである。例えば、米国の資本収支において、証券投資と銀行部門は資産・負債部門どちらでも資金の流出入が極めて大きくなっている。直接投資ももちろん非常に大きな項目であるが、途上国に比べて先進国への資金流入では、証券形態が相対的に大きくなっている。

米国の国際収支

(単位：100万ドル)

	2000	01	02	03	04	05
経常収支	-415,150	-388,959	-472,446	-527,514	-665,286	-791,508
資本収支	486,373	400,243	503,167	538,345	582,419	785,449
米国の対外資産	-560,523	-382,616	-294,646	-326,424	-867,802	-426,801
公的準備資産	-290	-4,911	-3,681	1,523	2,805	14,096
政府資産	-941	-486	345	537	1,710	5,539
民間資産	-559,292	-377,219	-291,310	-328,484	-872,317	-446,436
直接投資	-159,212	-142,349	-154,460	-149,897	-244,128	-9,072
証券投資	-127,908	-90,644	-48,568	-146,722	-146,549	-180,125
非銀行の債権	-138,790	-8,520	-50,022	-18,851	-120,017	-44,221
銀行債権	-133,382	-135,706	-38,260	-13,014	-361,623	-213,018
外国の対米資産	1,046,896	782,859	797,813	864,769	1,450,221	1,212,250
公的資産	42,758	28,059	115,945	278,275	387,809	199,495
財務証券以外-1)	40,909	20,920	30,505	39,943	41,662	84,701
その他・民間資産	1,004,138	754,800	681,868	586,494	1,062,412	1,012,755
直接投資	321,274	167,021	84,372	63,961	133,162	109,754
財務省証券	-69,983	-14,378	100,403	91,455	102,940	199,491
その他証券	459,889	393,885	283,299	220,705	381,493	474,140
非銀行の債務	170,672	66,110	95,871	96,526	93,250	30,105
銀行債務	116,971	118,379	96,410	97,207	336,740	179,849
統計上の不突合	-70,213	-10,014	-29,251	-7,510	85,128	10,410

出所) U.S.Dept. of Commerce, Survey of Current Business, July 各号より作成。

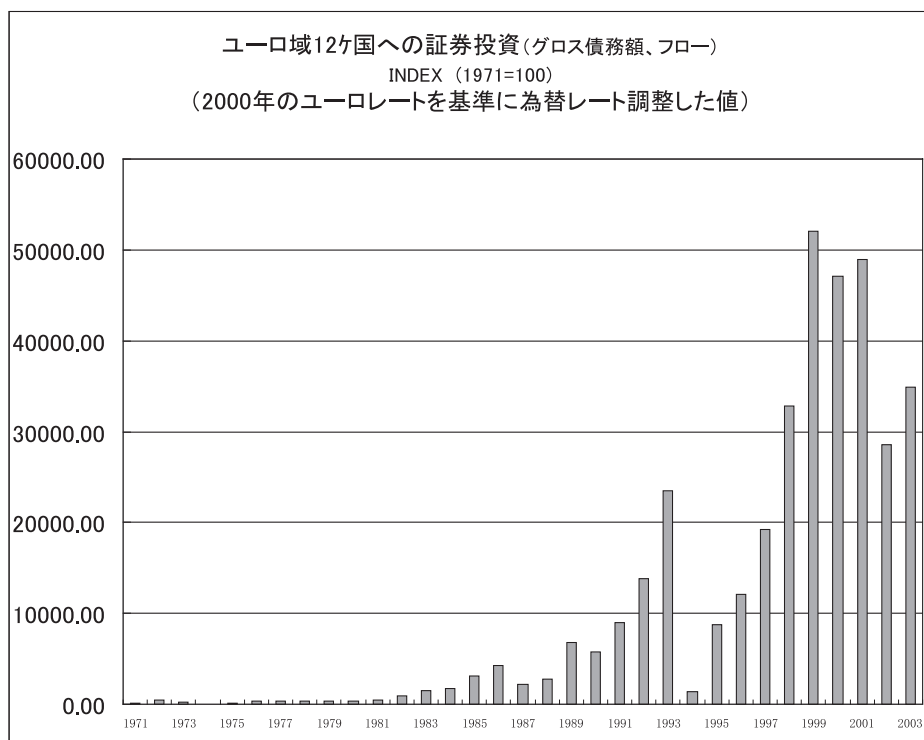
注-1) 政府機関債含む。

注-2) 資本収支は、「米国の対外資産」と「外国の対米資産」の合計。

上の表は、米国の2000年以降の国際収支である。絶対値が大きな項目上位2つを着色している。民間資産では直接投資が大きいものの、証券投資と銀行債権も大きな数値を記録している。対外債務（表の下段）でも、その他証券と銀行債務が大きい。

第二は、米国が国際資金フローの要としての位置にあることである。この点については、すでに冒頭で述べたので省略する。

第三は、ユーロの誕生前の1990年代末頃から、欧州への資金流入が極めて大きくなっていることである。



(出所) IMF オンラインデータベースより作成。

上のグラフは、非居住者によるユーロ域12ヶ国への証券投資額（グロス・フロー統計）をドル建てで計算し指数で示したものである。2000年末のユーロの対ドルレートでデータ調整しているため、2001年以降のユーロ高によるデータの水ぶくれは除去されている。ただし、欧州内部での取引も含まれているため、欧州外から欧州への資金流入のみを示したものではないが、欧州への資金流入の活発さが伺える。80年代前半以降の「ユーロ」債市場を中心とした証券化ブームの時代、次に、単一通貨誕生が確実となった90年代後半に著しい伸びを見せている。別の角度から見てみよう。下の表は、IMFのCPI Sデータから作成した地域別の証券投資残高である（2005年末）。欧州地域が投資先としても投資元としても、米大陸地域の2倍弱にも達していることがわかる⁷⁾。

四番目の特徴は、途上国への国際資金フローとくに直接投資も極めて大きいことである。その結果、途上国においては合弁企業などによる経済発展が急速に進んでいると同時に、株式価格の高騰などが起こっている。反面、バブルが発生したり為替レートが高騰したりするなど、様々なひずみも指摘されている。

⁷⁾ このデータで顕著なのは、欧州地域内での国際投資の活発さである。

国際証券投資残高の地域別内訳(世界総合計に対するパーセント)

(2005年末。単位%)

投資元→ 投資先↓	「オフ ショア」 市場	米 大陸 地域	欧 州 地 域	ア ジ ア 地 域	そ の 他 地 域	合 計
オフショア・「ユーロ」市場	5.71	7.54	9.35	2.48	0.37	25.45
米大陸地域	7.33	3.96	6.21	3.48	0.69	21.68
欧州地域	9.89	5.24	20.38	2.50	0.24	38.25
アジア地域	2.99	3.56	1.32	0.10	0.09	8.06
その他地域	2.26	1.40	1.98	0.67	0.22	6.52
合計	28.19	21.71	39.24	9.22	1.61	99.97

出所) IMF, CPISより作成。

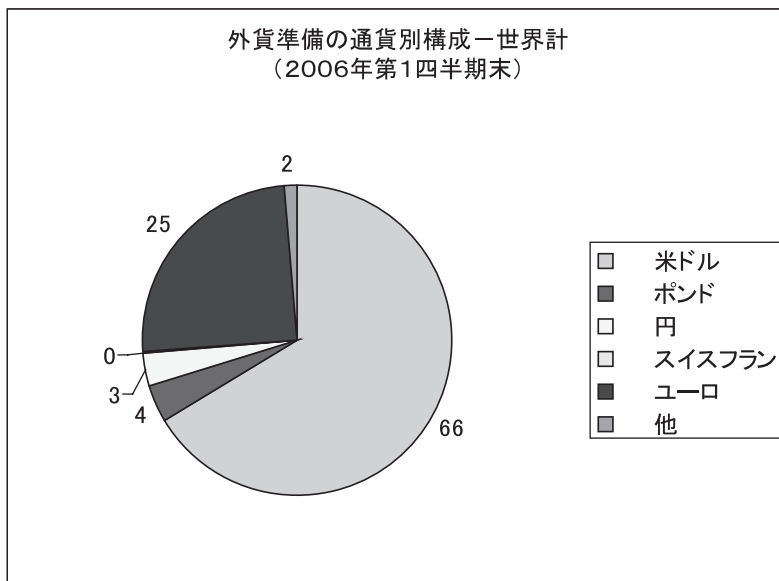
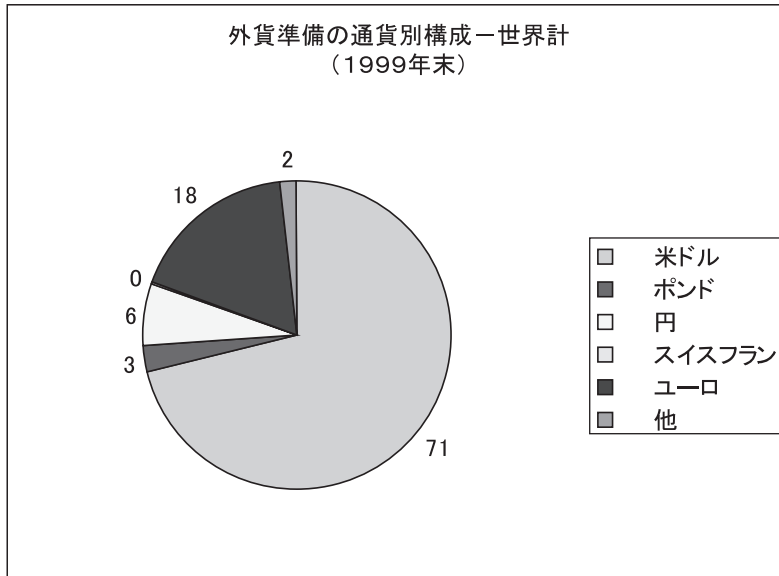
注) オフショア・「ユーロ」市場は、バハマ、ケイマン諸島、コスタリカ、キプロス、ルクセンブルク、マルタ、オランダ領アンティル、スイス、イギリス、香港、シンガポール、アルバ、バルバドス、バーミューダ、ジブラルタル、ガーンジー、マン諸島、ジャージー、モーリタス、パナマ。

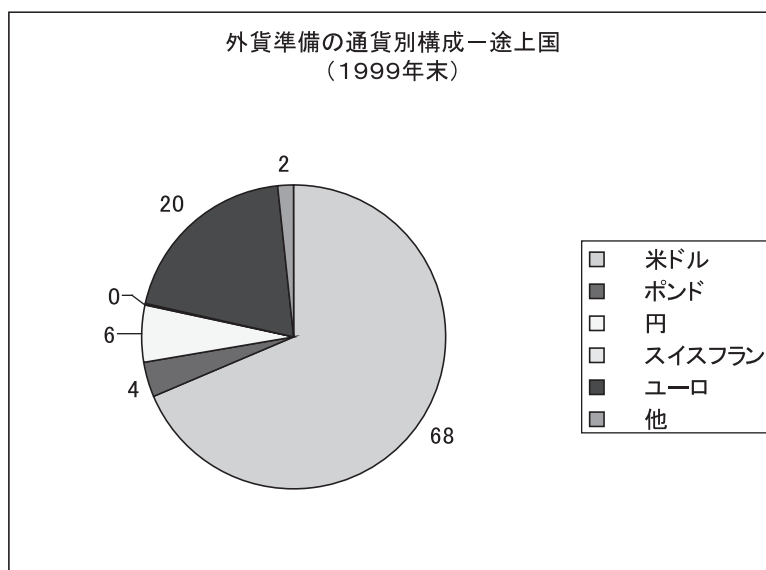
原統計に秘匿データが含まれるなどの理由により、合計は必ずしも100パーセントにならない。
 通貨当局および公的ファンド保有分を除く。

第五の特徴は、米国の経常収支赤字が続いており、ドルの先行きや米国への資本流入について懸念が増大している、との見方があることである。米国は経常収支赤字を無限に出し続けることができるのか、あるいはもし限界があるとすれば、どのような形で問題が露呈するのかは、極めて難しくも重要な問題である。本報告ではこの問題にアプローチするには至らないが⁸⁾、この問題に関連した最近の傾向として、外貨準備におけるドル離れを指摘しておきたい。

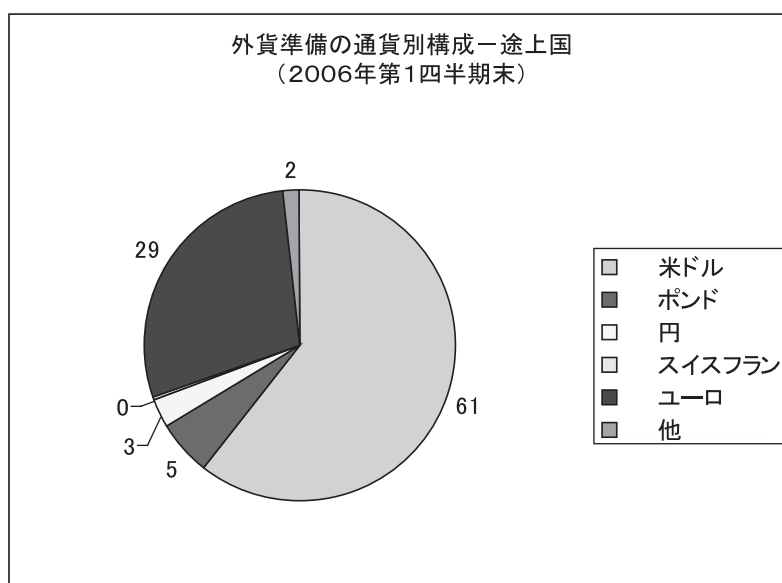
IMFの発表(Statistics Department, COFER database)によると、1999年末の世界の外貨準備総計に占めるドルの比率は71パーセント、ユーロは18パーセントであった。ところが、2006年第1四半期末には、ドルが66パーセント、ユーロが25パーセントとなっている。このユーロの増大は、主に途上国における外貨準備構成の変化によるものである(円グラフ参照)。

⁸⁾ これに関わる論点は、民間の投資家にとってドル建て資産がすでに飽和状態であるかどうか、ドル買い介入をしている国の通貨当局にとって、バブルやインフレが限界に来ているのかどうか、さらに、不胎化がどこまで可能か、そして不胎化の結果生じた中央銀行のバランスシートにおける通貨ミスマッチによって、金利リスクがどこまで許容可能か、最後に、そもそもドルの残高が大量に累積していることがドルの不安定性に特別な意味を持っているのかどうか、である。これらについては、吉富・Li [2005]、Gray [2004]、中井 [2006] を参照。





途上国の外貨準備構成では、1999年末にドルとユーロの比率は、それぞれ68パーセントと20パーセントであったものが、2006年の第1四半期末には、61パーセントと29パーセントとなっている。



しかし、このIMFのデータについては、不十分であるとの指摘が最近あがっている。ECB [2006]は、ユーロの準備通貨としての利用は、もっと進んでいると考えている。それによると、通貨別構成を報告していない主に途上国の外貨準備（円グラフのデータには含まれていな

い)が、最近急増(世界の外貨準備総額の三分の一超)しており、さらに中央銀行によって管理されていない公的外貨資産(いわゆる政府系ファンド:Sovereign Wealth Fund)も、世界の外貨準備総額の三分の一にも達している(ECB[2006], p. 43)。ECB[2006]は、こうしたことから、ユーロの比率はIMFのデータよりももっと高く、2006年末に25.8パーセント、これに対してドルは64.7パーセントと推計している。

こうした途上国における外貨準備や公的外貨資産におけるユーロの増大の原因は、ドルの先行きに対する不安感、及び、中東欧を中心とした国々がユーロを(も)アンカー・カレンシーとして使い始めていることである。前者についてはアジアでその傾向が強く、後者については中東欧で強いと思われる(ECB[2006], p. 47)。また、ユーロが、2001年以降値上がりしていることも原因の一つであろう

以上の5つの特徴は、どのような影響を国際金融システムに与えるのだろうか。第一の銀行関連部門と証券部門の国際資金フローが大きくなっていることは、資金の可動性が大きくなっていることを意味している。資金調達方法が、銀行融資だけでなく直接金融でも大きくなっていくことは、一国の金融システムにとって安定性を増すとの見方もある。しかし同時に、直接投資に比べて証券形態の投資資金は、可動性も大きい。国際資金フローにおいて証券形態が大きくなっていくことは、不安定性と安定性どちらに資するのかは、一概には断定できない。かつて様々な論者が、次のように主張した。すなわち、日本の不良債権問題やアジア金融・通貨危機を引き合いにだして、証券化が進んでおらず銀行融資(間接金融)に偏重していた日本やアジアは、危機が起こったときに銀行の健全性に対する不安が増大し、経済は致命的なダメージを受けたが、米国は直接金融と間接金融の両者が発達しており、ショックに対してより柔軟なシステムである、と。ところが、2007年のサブプライム問題が生じた際には、証券化がもたらすマイナスの側面を論断する主張も現れている。本稿の見解は、以下である。ある国で資金調達における証券化や資産の証券化が進むことは、直接投資を除けば、流入した資金の可動性を高めるという意味で、より不安定である。しかし、銀行にショックがより直撃しなくなるという意味では、安定性に寄与する。つまり、金融システムの健全性(prudence)の代償として、資金の可動性(volatility)が増大するのである。今後、途上国の国際収支においても、証券形態での資金の流出入は大きくなっていくであろう。その結果、通貨危機や金融危機は、銀行の経営不安という形ではなく、ますますヴォラティリティーの増大としての性格を強めると予想される。第二の特徴である米国の中軸性についても、見方は分かれている。米国への資金流入の原因である、ドルの基軸通貨性、企業収益の高さ、金利差、テリパティブなど発達した金融資本市場の役割などが減退した場合、国際資金フローの連鎖が米国発で収縮しはじめる可能性は否定できない。しかし、当面は、システムに激震が走るほどの深刻な米国及びドルの地盤沈下が起きている証拠もなさそうである。第三の特徴であるユーロの台頭は、今後の国際金融システムにとって大きな影響を持っていると思われる。この問題は、第五の特徴と関連している。すなわち、米国やドルの先行きに対する信認が低下したとき、ドル・ユーロ間の資金移動が大規模に発生する可能性である。ドル一辺倒であった基軸通貨が、ユーロという受け皿を得たことで、国際金融システムは変質を遂げつつあるのかもしれない。第四の特徴、すなわち途上国への資金流入の巨大化も、国際金融システムに大きな影響を及ぼす。国際資金フロー

は、途上国でのバブルの発生と崩壊や通貨危機・金融危機を今後も頻繁に引き起こす可能性が高い。危機のモニタリングと早期是正の枠組み改善がますます必要になっている。

IV. 結論

不安定性はドルと米国にだけあるのではなく、ユーロも円も途上国通貨も、またそれぞれの国も、今やその対象となっている。信用の拡張とファンドの運動によって、時として急激な信用収縮や資産価格の激変が、また、大規模な国際資金フローの逆流や恒常的なミスアラインメントが起こっている。

では、不安定性は高まっているのだろうか？ 国際資金フローのヴォラティリティーを計測する方法として、Cailloux, Jacques and Griffith-Jones, Stephany[2003]が行った手法を簡略化して、米国の対外債務について、対外債務グロス・フローの絶対値を各前年末の対外債務残高で除した数値を四半期ごとに計算し、年代別に平均と標準偏差を示したのが、下の表である（2004年末まで）。絶対値を使う理由は、資金の流入であれ流出であれ額が大きくなること、不安定性の増大である、と前提しているからである⁹⁾。

アメリカの対外債務グロスフロー（四半期、季節非調整の絶対値）／各前年末債務残高、平均*100と標準偏差*10

	77-79年末 平均	80年代 平均	90年代 平均	00-04年 末	77-79年 末	80年代 標準偏差	90年代 標準偏差	00-04年 末
対外債務計	3.98	3.55	2.56	3.02	2.67	1.49	1.15	1.05
対公的機関	6.77	3.08	3.10	3.46	4.01	2.36	1.97	2.46
財務省証券	8.65	3.98	3.29	3.82	4.24	3.04	2.52	2.74
銀行報告分	6.47	6.21	8.18	6.06	6.36	3.97	7.13	5.86
対民間及び他の債務	4.22	4.12	2.60	2.96	2.05	1.89	1.37	1.22
直接投資	3.28	3.63	3.14	3.02	1.32	1.91	2.99	2.49
財務省証券	12.19	7.26	5.20	4.92	7.38	5.69	4.77	3.69
他の有価証券	0.95	3.87	2.43	3.19	0.47	3.48	1.39	1.37
非銀行債務	3.43	4.60	4.53	4.72	2.21	4.00	3.81	4.23
銀行報告分	8.54	5.83	3.00	3.15	5.44	4.13	2.25	2.00

(出所) <http://www.bea.gov/bea/di/home/iip.htm>より作成。

(注) 直接投資残高は、カレント・コストベース。

これを見ると、たしかに2000年代は90年代よりもヴォラティリティーが高まっている項目もあるが、80年代と比較すれば、むしろ安定しているほどである。80年代のヴォラティリティーの高さは、マネーサプライコントロールによる金利と為替相場の乱高下、プラザ合意、ブラックマンデーなどによるものであろう。ちなみに、同指標を国別に見たものが、下の表である。この表から、90年代と比較して対アジアとEUでヴォラティリティーが高まっていることがわかる。しかし、それでもなお、80年代との比較では、対EUでは2000年代の方が、安定性が増している。

⁹⁾ 平均と標準偏差それぞれに100を乗じているのは、単にデータを見やすくするためである。

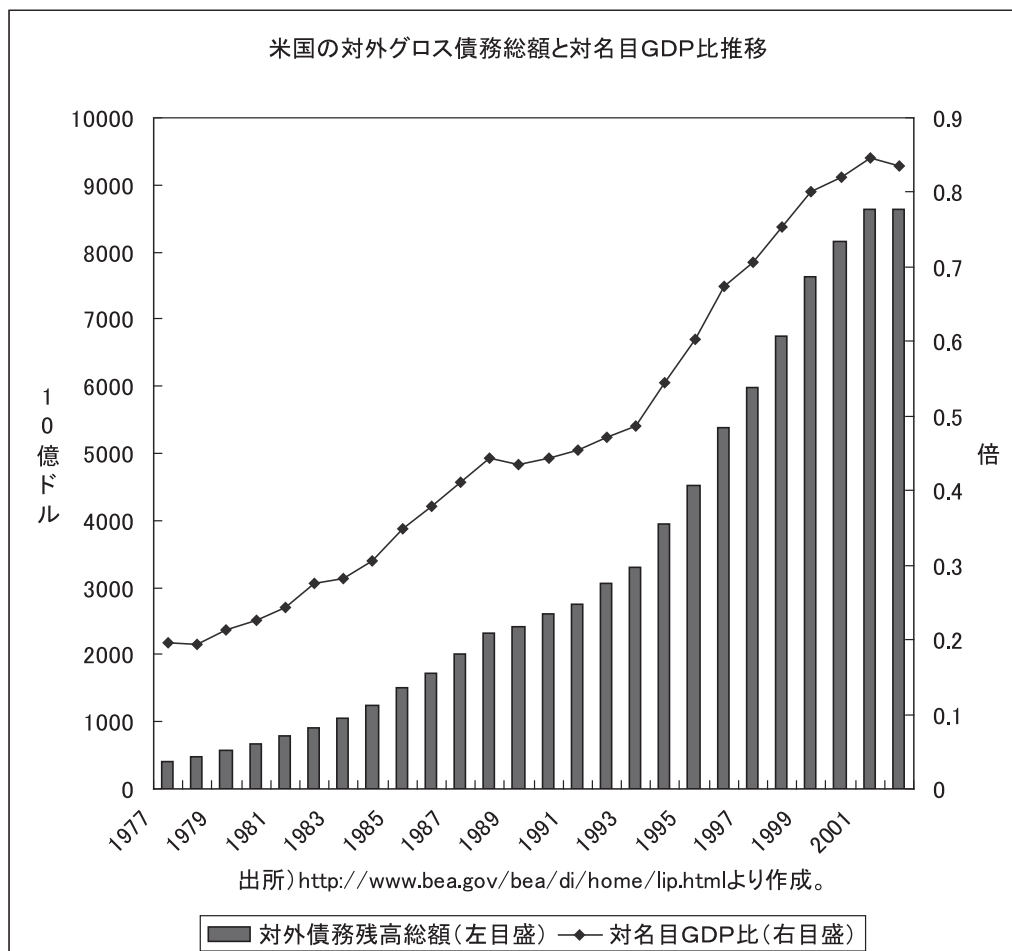
アメリカの地域別対外債務グロスフロー(四半期、季節非調整の絶対値)／各前年末債務残高、平均*100と標準偏差*100

対外債務、増減額	77-79年末	80年代	90年代	00-04年	77-79年	80年代	90年代	00-04年
	平均	平均	平均	末	末	標準偏差	標準偏差	末
対EU	-	1.62	1.25	1.22	-	0.77	0.70	0.82
対イギリス	0.90	0.91	0.74	0.78	0.60	0.51	0.45	0.50
対日本	0.85	0.63	0.42	0.35	0.70	0.41	0.28	0.26
対アジア・アフリカ、他(注)	0.62	0.41	0.35	0.72	0.36	0.32	0.20	0.37
対ラテン・アメリカ、他西半球	0.81	0.92	0.53	0.67	0.64	0.67	0.45	0.35
対カナダ	0.20	0.22	0.13	0.12	0.18	0.17	0.09	0.08
対民間及び他の債務	-	-	-	-	-	-	-	-
直接投資	-	-	-	-	-	-	-	-
対EU	-	2.57	2.11	2.06	-	1.35	2.68	1.95
対イギリス	0.65	1.06	0.90	0.73	0.52	0.90	1.63	0.73
対日本	0.39	0.63	0.44	0.21	0.20	0.50	0.33	0.15
対アジア・アフリカ、他(注)	0.08	0.16	0.16	0.32	0.05	0.32	0.19	0.20
対ラテン・アメリカ、他西半球	0.38	0.31	0.21	0.23	0.30	0.23	0.19	0.15
対カナダ	0.30	0.32	0.29	0.35	0.18	0.38	0.29	0.36
財務省証券以外の有価証券	-	-	-	-	-	-	-	-
対EU	-	2.50	1.51	1.67	-	1.70	0.91	1.07
対イギリス	0.61	2.15	1.10	1.25	0.24	2.23	0.61	0.60
対日本	0.14	0.59	0.32	0.35	0.07	0.59	0.25	0.26
対アジア・アフリカ、他(注)	0.06	0.14	0.25	0.71	0.04	0.10	0.22	0.38
対ラテン・アメリカ、他西半球	0.13	0.28	0.53	0.56	0.10	0.19	0.37	0.29
対カナダ	0.17	0.23	0.12	0.14	0.13	0.22	0.12	0.08

(出所) <http://www.bea.gov/bea/di/home/iip.htm>, Survey of Current Business 各号より作成。

(注) 直接投資残高は、カレント・コストベース。99年からは、「アジア・アフリカ、他」は「アジア」のみ。

しかし、このことをもって、現在は80年代よりも一般的に安定性が高まっていると断定できない。なぜなら、この指標は対外債務残高に対するフローの額に関するものであり、下の図でわかるとおり現在は80年代よりも対外債務残高そのものが巨大になっているからである。すなわち、GDPに対する影響度という観点からヴォラティリティーを定義すれば、80年代よりも現在の国際資金フローが大きいと見るべきであろう。このことから、ヴォラティリティーを計る指標として、資金フローの絶対値を前年度末の対外債務残高で除すのではなく、前年度末の名目GDPで除した表が、以下である。



アメリカの対外債務グロスフロー(四半期、季節非調整の絶対値)／各年末名目GDP、平均と標準偏差

	77-79年末 平均	80年代 平均	90年代 平均	00-04年 末	77-79年 末	80年代 標準偏差	90年代 標準偏差	00-04年 末
対外債務計	5.69	8.83	12.40	22.89	3.76	4.24	6.47	7.82
対公的機関	3.77	1.58	2.31	4.00	2.12	1.18	1.51	3.15
財務省証券	3.42	1.42	1.83	2.80	1.54	1.10	1.45	2.25
銀行報告分	0.53	0.45	0.76	0.89	0.53	0.31	0.60	0.86
対民間及び他の債務	3.70	7.93	10.70	19.08	1.83	4.00	6.57	7.28
直接投資	0.79	1.88	2.77	3.76	0.35	1.08	2.87	2.72
財務省証券	0.40	0.87	1.95	1.99	0.24	0.63	1.80	1.49
他の有価証券	0.22	1.53	3.06	8.18	0.11	1.37	2.41	3.31
非銀行債務	0.19	0.68	1.78	2.91	0.12	0.61	1.71	2.75
銀行報告分	2.29	3.82	3.06	4.09	1.53	2.36	2.30	2.85

(出所) <http://www.bea.gov/bea/di/home/iip.htm>より作成。

(注) 直接投資残高は、カレント・コストベース。

アメリカの地域別対外債務グロスフロー(四半期、季節非調整の絶対値)／各年名目GDP、平均と標準偏差

対外債務、増減額	77-79年末	80年代	90年代	00-04年	77-79年	80年代	90年代	00-04年
	平均	平均	平均	末	末	標準偏差	標準偏差	末
対EU	-	5.01	6.22	8.92	-	2.23	4.00	6.23
対イギリス	1.30	2.34	3.65	5.46	0.85	1.46	2.56	3.87
対日本	1.24	1.72	1.99	2.11	1.00	1.37	1.31	1.54
対アジア・アフリカ、他	0.90	0.91	1.64	4.77	0.53	0.58	1.02	2.41
対ラテン・アメリカ、他西半球	1.20	2.22	2.54	4.53	0.98	1.45	2.22	2.24
対カナダ	0.29	0.56	0.64	0.76	0.26	0.42	0.49	0.54
対民間及び他の債務	-	-	-	-	-	-	-	-
直接投資	-	-	-	-	-	-	-	-
対EU	-	1.58	1.88	2.84	-	0.79	2.56	2.30
対イギリス	0.16	0.58	0.81	0.97	0.13	0.53	1.55	0.86
対日本	0.09	0.36	0.37	0.25	0.05	0.34	0.27	0.18
対アジア・アフリカ、他	0.02	0.08	0.14	0.39	0.01	0.13	0.18	0.24
対ラテン・アメリカ、他西半球	0.09	0.16	0.18	0.33	0.08	0.12	0.17	0.23
対カナダ	0.07	0.15	0.26	0.39	0.04	0.13	0.27	0.32
財務省証券以外の有価証券	-	-	-	-	-	-	-	-
対EU	-	1.39	1.98	4.48	-	0.71	1.62	2.62
対イギリス	0.13	0.84	1.39	3.31	0.05	0.80	1.04	1.40
対日本	0.03	0.28	0.36	0.85	0.02	0.31	0.27	0.62
対アジア・アフリカ、他	0.01	0.06	0.29	1.79	0.01	0.06	0.33	0.94
対ラテン・アメリカ、他西半球	0.03	0.12	0.66	1.38	0.02	0.11	0.57	0.78
対カナダ	0.04	0.07	0.14	0.37	0.03	0.06	0.18	0.22

(出所) <http://www.bea.gov/bea/di/home/iip.htm>、Survey of Current Business 各号より作成。

(注) 直接投資残高は、カレント・コストベース。99年からは、「アジア・アフリカ、他」は「アジア」のみ。

これを見てわかることは、対EUでヴォラティリティーが非常に高まっているということである。ユーロ域への証券投資の棒グラフとあわせて考えると、米国とEUないしユーロ域の間で、資金の流出入が活発化していると考えられることができるだろう。

今後起こりうる不安定性は、資本収支型の通貨危機、ブーム・アンド・バースト、ヴォラティリティーの増大、そして国際資金フローの旋回である。ここでいう旋回とは、国際的な資金の流れが大きくなるとなると方向を変えることである。これまで、ユーロ域とBRICsへのファンドの流入は、主に金利と成長率によって規定されてきた。日米の金利も含めて、この構図が変化するとき、国際資金フローは大きくなるとなると方向を変える可能性がある。そのとき、為替レートのみならず、様々な資産価格の変動が起こるとともに、時として特定の国や地域に通貨危機や金融危機を引き起こすだろう。

不安定性が生じたときには、国際資金フローの収縮、国内回帰、質への逃避が起こる。先に説明した資金の源泉との関係でいうと、それはレバレッジや円キャリーを代表とする銀行融資の収縮、国際投資ポジションのアンワインディング、他の投資先や国内への旋回である¹⁰⁾。資本収支レベルでは、証券投資、銀行部門、非銀行部門などにおける債権債務関係の組み替えや縮小である。しかも「垂直統合型」金融機関にとっては、問題が各関連会社に波及することを意味している。1998年のLTCM危機や2007年のサブプライムローン問題のように、今や不安定性は国際的なレベルでも発現し影響しあう状況になっているといえよう。

¹⁰⁾ しかし、先に述べたようにもともとの由来である銀行預金量については、貸付部分を除くと収縮しない。

[参考文献]

- Cailloux, Jacques and Griffith-Jones, Stephany[2003]—— ‘Global Capital Flows to East Asia: Surges and Reversals’ , in Griffith-Jones(eds.), *International Capital Flows in Calm & turbulent Times*, The University of Michigan Press.
- Brown, Brendan[2006]——*What Drives Global Capital Flows?—Myth, Speculation and Currency Diplomacy* ——, Palgrave Macmillan, 田村勝省訳『ドルはどこへ行くのか』春秋社、2007年。
- Chandler, Beverly [1998] ——*Investing with the Hedge Fund Giants*, Financial Times Pitman Publishing.
- European Central Bank[2007]——Review of the International Role of the EURO, June.
- Gray, H. Peter[2004]——*The Exhaustion of the Dollar*, Palgrave Macmillan.
- Palmer, E. David & Wolfrum, Peggy[2000]——"U.S. Bank Exposure to Emerging-Market Countries during Recent Financial Crises", *Federal Reserve Bulletin*, February.
- Krugman[1992]—— *Currencies and Crises*, MIT Press, 高中公男訳『国際金融の理論』文眞堂、2007。
- 伊豆久[2007/a]——「ファンド・ブーム下の国際資本市場」『甲南経済学論集』第47巻第4号、3月。
- 伊豆久[2007/b]——「サブプライム問題とファンド資本主義」『生活経済政策』129号、10月。
- 徳永潤二[2005]——「1990年代後半の国際資本移動におけるアメリカの役割」、『金融経済研究』（金融学会）第22巻, pp.111-129.
- 徳永潤二[2006/A]——「2000年代前半の国際資本移動におけるアメリカの役割」、『経済理論』（経済理論学会）第43巻第3号, pp.40-51.
- 徳永潤二[2006/B]——「国際通貨国アメリカと国際資本移動」, 信用理論研究会編『金融グローバル化の理論』大月書店, pp.298-306.
- 中井浩之[2006]——「中国に見る為替レート政策と国内金融政策の関係—または、ある市場エコノミストの敗戦の弁—」『国際金融』1169号、10月。
- 西垣秀樹[2007]——「日本の対外証券投資の拡大と当面の投資環境」『国際金融』1176号。
- 日本経済新聞[2007/9/25]——「十字路 流動性危機の真相」。
- 真壁昭夫[2005]——「『不均衡』のメカニズムとリスク」『エコノミスト』「特集 世界マネーフローのリスクシナリオ」2005年9月6日号。
- 吉井一洋（編著）・古頭尚志[2007]——『よくわかる新B I S規制—バーゼルIIの理念と実務—』金融財政市場研究会。
- 吉富勝・Li-Gang LIU[2005]——「アジアの経済統合と世界の新しい経常収支不均衡の解決」経済産業研究所『Policy Analysis Paper』No.1、2005年4月。
- 李立栄[2007]——「米サブプライムローン問題 危うきはヘッジファンドに集中している」『エコノミスト』(7月31日特大号)。