

急拡大する国際資金フローと日本の位置

—急がれる国際的な資金仲介機能と資産運用能力の向上—

調査部 環太平洋戦略研究センター

上席主任研究員 高安 健一

要 旨

1. 本稿の目的は、アメリカ、イギリス、ユーロ圏、そしてわが国の国際収支統計を分析することを通じて、各国・地域の国際資金仲介機能とその特徴を、対外資金取引（フロー）および対外資産負債残高（ストック）の視点から明らかにすることである。
2. 欧米諸国は90年代より、経常収支の動向にほとんど制約されることなく、対外資産と対外負債を両建てで急拡大させてきた。その過程で、対外資金取引および対外資産負債残高に占める証券の割合が大幅に高まった。
3. アメリカは、その世界最大の金融資本市場を非居住者に資金運用市場として提供している。外国の公的部門による財務省証券への投資に加えて、経常収支赤字を上回る外国民間部門の資金流入が観察される。外国民間部門は、株式や社債への投資を積極的に行っている。一方、アメリカは対外証券投資大国としての顔をもっている。対外株式投資を積極的に展開するとともに、非銀行部門金融機関（ヘッジファンド、投信等）による対外投資が急拡大している。
4. イギリスは近年、対外証券取引、同国所在銀行の対外資金取引のいずれにおいても、国際的な資金仲介機能を一段と高めている。その対外投資収益率は、非居住者による対内投資収益率を上回っている。ユーロ圏では、ドイツ、フランス、ルクセンブルク、オランダなどの対外資金取引が活発である。イギリスに依存することなく、国際的な資金仲介機能を発揮している。
5. 欧米諸国と比較して、わが国の国際的な資金仲介機能と資金運用機能は十分とはいえない。対外資金取引、対外資産残高に占める債券投資の割合が極めて高く、安全資産に傾斜した運用を行っている。アジアとの資金取引をみると、わが国の対アジア証券投資残高がアジアの対日証券投資残高を下回っている。新興成長地域であるアジアが世界最大の債権国であるわが国に、より多く証券投資を行っている。
6. 安倍政権は2006年9月の発足時に、「アジア・ゲートウェイ構想」を政策課題として掲げた。しかしながら、現状、わが国は国際的な資金取引においてハブ機能を十分には発揮出来ていない。政府、関係省庁、金融機関などの関係者が一体となり、わが国の国際的な資金仲介機能と資産運用能力を高め、「資産運用大国」となることを目指すべきである。

目次

はじめに

I. 主要国・地域の金融資本市場

1. 先進諸国
2. 新興成長地域
3. 主要国・地域における証券投資の対外資産負債残高

II. アメリカ

1. 経常収支・資本収支
2. 対外投資ポジション
3. 証券投資
4. 小活

III. イギリス

1. 経常収支・資本収支
2. 対外投資ポジション
3. 証券投資
4. イギリス所在銀行の対外取引
5. 対外投資収益率
6. 小活

IV. ユーロ圏

1. 経常収支・資本収支
2. 証券投資
3. 対外投資ポジション
4. 小活

V. 日本

1. 経常収支・資本収支
2. 地域別資本収支
3. 証券投資（フロー）
4. 対外投資ポジション
5. 証券投資（ストック）
6. 銀行部門の対外資産負債
7. 小活

おわりに

はじめに

本稿の目的は、アメリカ、イギリス、ユーロ圏、そしてわが国の国際収支統計を分析することを通じて、各国・地域の国際資金仲介機能とその特徴を、対外資金取引（フロー）と対外資産負債残高（ストック）の視点から明らかにすることである。

ITバブル崩壊と米国同時多発テロの影響が薄れた2003年頃より、欧米諸国の対外資金取引が資産と負債の両建てで急拡大してきた。アメリカやイギリスのような経常収支赤字国を含め、国境を越えた証券投資や銀行取引が活発化している。欧米諸国は、グローバル資金運用を積極的に展開することにより、高い投資収益率を追求する傾向を強めている。これに対して、経済・金融危機から脱したわが国の国際的な資金仲介機能と資金運用機能は十分には回復していない。

以下においては、まず第1章において、主要国・地域の金融資本市場の特徴を、株式時価総額、債券発行残高（公的部門、民間部門）、銀行資産の規模を比較検討することにより明らかにする。第2章から第5章では、アメリカ、イギリス、ユーロ圏、日本について、経常収支、資本収支、対外投資ポジションを分析し、対外資金取引と対外資産負債残高の特徴を明らかにする。最後に、わが国金融資本市場の国際的な金融仲介機能を向上させる必要性を指摘する。

I. 主要国・地域の金融資本市場

第1章では、次章以降において国・地域に関する分析に入る前段として、主要国・地域の金融資本市場の特徴を国際比較の視点から整理する。各国・地域の金融資本市場の世界シェアは、経済規模（国内総生産）、貿易取引額、外貨準備高などのそれと対応しないことが多い。国際金融センターとしての要件を供えた一部の国・地域の金融資本市場の世界シェアは、概して経済規模よりも大きい。他方、実体経済面で急速に力を蓄えている新興成長地域の金融資本市場は、世界的にはまだ小さい。

1. 先進諸国

図表1は、2004年末時点における主要国・地域の金融資本市場の規模を、株式時価総額、債券発行残高（公的部門及び民間部門）、銀行資産の三つに関して整理したものである。まず、アメリカについては、株式時価総額（43.9%）と債券発行残高（38.6%）が経済規模の世界シェアである28.4%を大きく上回っていることが指摘出来る。アメリカの債券市場の動向については、財政赤字の円滑なファイナンスの視点から論じられることが一般的である。しかし、より注目すべきは、民間部門の債券発行残高が公的部門の3倍近くに達していることである。しかもその世界シェ

図表1 世界主要国・地域の金融資本市場規模（2004年）

(10億ドル)

	国内総生産		株式時価総額(1)		債券市場残高(2)						銀行資産(3)		(1)+(2)+(3)	
					公的部門		民間部門		合計					
	構成比(%)		構成比(%)		構成比(%)		構成比(%)		構成比(%)		構成比(%)		構成比(%)	
世界	41,255	100.0	37,168	100.0	23,180	100.0	34,663	100.0	57,843	100.0	57,316	100.0	152,327	100.0
欧州連合(EU)	12,346	29.9	9,270	24.9	7,261	31.3	12,000	34.6	19,261	33.3	27,993	48.8	56,524	37.1
イギリス	2,134	5.2	2,865	7.7	678	2.9	1,768	5.1	2,445	4.2	6,327	11.0	11,638	7.6
ドイツ	2,755	6.7	1,195	3.2	1,378	5.9	3,167	9.1	4,545	7.9	4,027	7.0	9,766	6.4
フランス	2,046	5.0	1,436	3.9	1,198	5.2	1,860	5.4	3,058	5.3	5,695	9.9	10,189	6.7
北米	12,728	30.9	17,501	47.1	6,177	26.6	17,187	49.6	23,363	40.4	10,017	17.5	50,881	33.4
アメリカ	11,734	28.4	16,324	43.9	5,529	23.9	16,778	48.4	22,307	38.6	8,497	14.8	47,127	30.9
カナダ	993	2.4	1,178	3.2	648	2.8	409	1.2	1,057	1.8	1,520	2.7	3,754	2.5
日本	4,587	11.1	5,845	15.7	6,840	29.5	2,314	6.7	9,154	15.8	6,434	11.2	21,432	14.1
新興成長地域	10,216	24.8	5,143	13.8	2,445	10.5	1,339	3.9	3,784	6.5	9,332	16.3	18,259	12.0
アジア	4,750	11.5	3,510	9.4	1,022	4.4	1,012	2.9	2,034	3.5	6,391	11.2	11,935	7.8
ラテンアメリカ	2,017	4.9	850	2.3	797	3.4	215	0.6	1,012	1.7	1,045	1.8	2,907	1.9
中東	953	2.3	133	0.4	13	0.1	18	0.1	31	0.1	766	1.3	929	0.6
アフリカ	690	1.7	443	1.2	94	0.4	36	0.1	130	0.2	483	0.8	1,055	0.7
欧州	1,807	4.4	208	0.6	520	2.2	59	0.2	578	1.0	647	1.1	1,433	0.9

(資料) International Monetary Fund「Global Financial Stability Report」April 2006, p.155より日本総合研究所作成

アは48.4%と圧倒的である。この市場を目指して海外から大量に資金が流入している。アメリカの債券市場では、国債に加えて、多様なリスク・プロファイルをもつ社債が供給され、外国から資金を引き付けていると考えられる。一方、アメリカの銀行資産の世界シェアは14.8%にすぎず、経済規模のそれを大きく下回っている。世界最大の金融資本市場を有するアメリカでは、資本市場に軸足を置いた資金の運用・調達活動が極めて活発である。

欧州連合（EU）は、経済規模の世界シェアが29.9%であるのに対して、銀行資産と債券発行残高のそれが高い地域である。銀行資産の世界シェアは48.8%と世界の半分弱を占めている。欧州の銀行は国内のみならずEU域内で積極的に業務を拡大している。債券発行残高の世界シェアは33.3%（公的部門31.3%、民間部門34.6%）である。これには、ユーロ建て債券市場の発達が寄与していると考えられる。一方、株式時価総額の世界シェアは24.9%であり、経済規模の世界シェアを5%ポイント下回っている。世界を代表する国際金融センターであるイギリスについては、経済規模の世界シェアが5.2%であるのに対し、株式時価総額が7.7%と大きい。また、銀行資産が11.0%と突出している。

わが国の金融資本市場の特徴は、公的部門の債券発行残高の世界シェアが極めて高いことである。財政赤字の拡大を反映して2004年に29.5%に達しており、経済規模の世界シェ

アである11.1%をはるかに上回る。これは、アメリカの23.9%を凌駕している。公的部門とは対照的に、わが国の民間部門の債券発行残高の世界シェアはわずか6.7%であり、社債市場の育成が相対的に遅れていることを示している。株式時価総額の割合は15.7%と経済規模を上回る。これは上場企業数、あるいはグローバル企業の多さを反映しているといえよう。銀行資産の世界シェアは経済規模とほぼ同じ11.2%である。必ずしも間接金融の割合が高いとはいえない。世界シェアをみる限り、わが国の企業部門の資金調達の特徴として、銀行借入への依存度の高さよりも、社債市場の脆弱性が指摘出来る（注1）。

2. 新興成長地域

新興成長地域は先進諸国を上回る経済成長率を記録し、かつ2000年以降は経常収支黒字（除く中東欧地域）を計上している。しかしながら、新興成長地域の実体経済の好調さは、今のところ金融資本市場の世界シェアの拡大に結びついていない。

2004年における新興成長地域の経済規模の世界シェア（24.8%）と比べて、株式時価総額（13.8%）、債券発行残高（6.5%）、銀行資産（16.3%）は著しく低い。新興成長地域の企業は、資金調達のかかなりの部分を自己資金やグループ金融に依存していると推測される。他方、資金の運用サイドでは、経済成長の果実である経常収支黒字や外貨準備の運用

を、国内や他の新興成長国の金融資本市場ではなく、先進地域の金融資本市場を活用して行っていると推測される。流動性に優れた金融商品を新興成長地域で確保することが困難であることや、資金運用産業が未発達なことなどが、先進国に投資が向かう背景にある。

新興成長地域の金融資本市場の特徴は、以下の通りである。まず、株式市場については、アジアの時価総額の世界シェアが、9.4%と比較的高い。これは、香港、韓国、シンガポールなどのアジアNIEsの株式市場が発達したこと、ならびに中国の市場規模が大きいことを背景としている。中国の株式時価総額は2005年末時点で7,808億ドルであり、わが国の21.2%に相当する。ただし、政府系企業が多数上場していることにより時価総額がかさ上げされている面がある。アジア以外の新興成長地域については、ラテンアメリカ、中東、アフリカ、欧州のいずれも株式時価総額の世界シェアが小さい。市場規模がある程度大きくないと、流動性の観点から先進国の機関投資家の国際分散投資の対象になりにくいと思われる。

新興成長地域の債券発行残高の世界シェアはわずか6.5%であり、先進諸国に遠く及ばない。公的部門については10.5%と2桁に乗せているものの、民間部門に限ると3.9%である。97年の経済危機を受けて債券市場の整備が官民で推進されてきたアジアでも、世界シェアは公的部門が4.4%、民間部門が2.9%

にとどまっている。社債市場の発達が足踏みしている背景には、国内社債市場の整備が遅れている側面と、信用力の高い大手企業が国際資本市場を活用している側面がある。

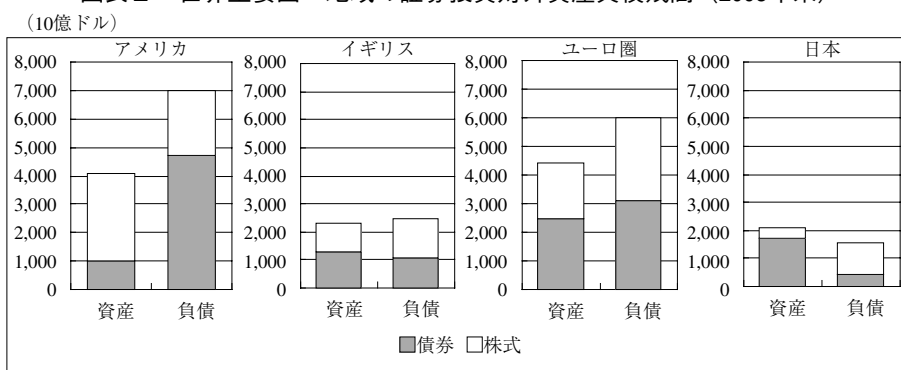
銀行資産については、その蓄積が経済規模の世界シェアと比較して不十分な地域が多くみられる。新興成長地域においては、間接金融の拡充が必要な地域がまだ多い。アジアの世界シェアは11.2%と経済規模のそれとほぼ同じ水準にあるが、これには銀行資産が急伸している中国の存在が大きく影響している。同国の対民間部門貸付は、2005年末時点で2兆5,952億ドルに達しており、わが国の62.3%に相当する。

3. 主要国・地域における証券投資の対外資産負債残高

近年急拡大している国境を越えた証券投資について、対外資産と対外負債というストックの視点から、主要国・地域別の特徴を整理する（図表2）。

アメリカは、世界最大の純債務国であるが、2005年末時点で4兆740億ドルの証券を国外に保有している投資大国でもある。その規模は、ユーロ圏に次ぐもので、株式を中心に対外証券投資を積み上げてきた。株式の割合は75.8%と極めて高い。さらに、本稿の分析対象である4カ国・地域を合計した対外株式投資残高（6兆4,471億ドル）のうち、アメリカは3兆865億ドル、47.5%を握っている。

図表2 世界主要国・地域の証券投資対外資産負債残高（2005年末）



(資料) IMF「International Financial Statistics」より日本総合研究所作成

その一方で、同対外債券投資残高（6兆4,827億ドル）のうち、アメリカのシェアは9,875億ドル、15.2%に過ぎない。一方、アメリカの対外負債は、7兆10億ドルで4カ国・地域のなかで最大である。債券は4兆6,984億ドルと多く、4カ国・地域の50.7%を占め過半となる。アメリカは世界の投資家に対して財務省証券を中心に安全資産を提供しているといえよう。

イギリスは、経済規模が日本の半分以下であるものの、対外証券投資を着実に積み上げてきた。その規模は2005年末時点で、2兆3,040億ドルに達した。対外株式投資と債券投資のバランスもとれており、前者が1兆64億ドル、後者が1兆2,976億ドルとともに1兆ドルの大台を突破している。他方、対外負債は2兆4,547億ドルであり、債券投資が1兆569億ドル、株式投資が1兆3,978億ドルとなっている。

ユーロ圏は、世界最大の対外証券投資を保有しており、その規模は2005年末に4兆4,370億ドル、シェアは34.3%となった。一方、対外負債はアメリカに次ぐ5兆9,807億ドルである。そのうち対内債券投資残高は3兆1,017億ドルとアメリカに迫る。株式については、アメリカを上回る2兆8,790億ドルの対外負債をもつ。そして、イギリスと同様に、対外資産、対外負債ともに債券と株式のバランスが取れている。

日本は、世界最大の債権国である。しかし、証券投資に限ると、対外資産、対外負債とも、四つの国・地域のなかでもっとも少ない。グローバル証券投資におけるプレゼンスは低いように思われる。加えて、対外資産（2兆1,149億ドル）のうち、債券が1兆7,063億ドル、76.1%と4分の3以上を占めている。対外株式投資残高（4,086億ドル）は他地域と比較して小規模である。4カ国・地域に占め

るシェアは、債券が26.3%であるのに対して、株式投資は6.3%に過ぎない。相対的にリスクの高い証券への投資を控えている。他方、対外負債にも偏りが見られる。その総額である1兆5,425億ドルのうち、株式が1兆1,262億ドル（73.0%）、債券が4,164億ドル（27.0%）となっている。

（注1）ただし、銀行の貸出ポートフォリオに占める企業部門の割合については、個人向けや政府向けの貸出を勘案する必要があり、国・地域により違いがある。

Ⅱ. アメリカ

アメリカは、世界最大の経常収支赤字と金融資本市場を併せもつユニークな存在であり、財と金融資本市場の国際競争力が乖離している。アメリカは、外国人投資家に世界最大の資金運用市場を提供している。世界の投資家は、財務省証券という安全資産に加えて、多様な株式や社債にアクセス出来る。その一方で、アメリカは自ら多額の対外投資を行っており、資金の出し手としても国際資金フローに大きな影響を及ぼしている。

以下では、95年から2005年までの経常収支、資本収支、対外投資ポジションを分析することにより、アメリカの対外資金取引の特徴について述べる。

1. 経常収支・資本収支

(1) 経常収支

アメリカは、2005年に▲7,915億ドルと過去最大の経常収支赤字を記録し、その対名目GDP比率は6.4%に達した（図表3）。そのほとんどが貿易・サービス収支の赤字（▲7,167億ドル）に起因している。経常収支を構成するもう一つの項目である投資収益収支（受取－支払）はほぼ均衡を保っている。今のところ、経常収支赤字の累積にともなう毎年の対外支払い負担が、経常収支赤字を大きく拡大させる要因にはなっていない。

アメリカでは、直接投資収支が2005年に1,344億ドルの流入超過（黒字）となり、投資収益収支の悪化を防いでいる。その一方で、その他民間投資収益の流出超過（赤字）が2001年より定着し、2005年には▲60億ドルとなった。政府投資収益の流出超過は、海外からの財務省証券投資の累積に伴う対外支払い負担により、2005年に▲1,108億ドルの赤字を計上した。

(2) 資本収支

①対米投資

世界最大の経常収支赤字国であるアメリカは、そのファイナンスを外国からの資金流入に依存している。

95年から2005年までの資本収支統計を分析

図表3 アメリカの国際収支

(10億ドル)

	1990年	95	96	97	98	99	2000	01	02	03	04	05
経常収支	▲ 79	▲ 114	▲ 125	▲ 140	▲ 214	▲ 300	▲ 415	▲ 389	▲ 472	▲ 528	▲ 665	▲ 792
貿易・サービス収支	▲ 81	▲ 96	▲ 104	▲ 108	▲ 165	▲ 263	▲ 378	▲ 363	▲ 421	▲ 495	▲ 611	▲ 717
投資収益収支	29	21	22	13	4	14	21	25	12	37	28	11
直接投資収益	63	65	69	72	66	78	95	116	102	113	124	134
受取り	66	95	103	115	104	132	152	129	146	187	226	251
支払い	▲ 3	▲ 30	▲ 33	▲ 43	▲ 38	▲ 53	▲ 57	▲ 13	▲ 43	▲ 74	▲ 102	▲ 117
その他民間投資収益	▲ 1	11	19	23	24	18	11	▲ 7	▲ 11	▲ 1	▲ 5	▲ 6
受取り	94	108	117	136	152	156	192	153	119	109	143	218
支払い	▲ 96	▲ 97	▲ 98	▲ 113	▲ 128	▲ 138	▲ 181	▲ 160	▲ 130	▲ 110	▲ 148	▲ 224
政府投資収益	▲ 30	▲ 51	▲ 62	▲ 78	▲ 81	▲ 77	▲ 81	▲ 79	▲ 73	▲ 69	▲ 85	▲ 111
受取り	11	5	5	4	4	3	4	4	3	5	3	3
支払い	▲ 41	▲ 56	▲ 67	▲ 82	▲ 84	▲ 81	▲ 85	▲ 82	▲ 77	▲ 74	▲ 88	▲ 114
移転収支	▲ 3	▲ 4	▲ 4	▲ 4	▲ 5	▲ 5	▲ 5	▲ 5	▲ 6	▲ 6	▲ 6	▲ 6
資本収支	167	313	390	177	160	415	499	436	699	1,092	1,452	1,234
民間資本収支	128	214	258	159	187	360	458	413	587	811	1,060	1,015
対米投資	108	329	424	688	443	697	1,004	755	682	586	1,062	1,013
直接投資	48	58	87	106	179	289	321	167	84	64	133	110
証券投資	▲ 1	169	250	292	185	254	390	380	384	312	484	674
国債	▲ 3	92	147	130	29	▲ 44	▲ 70	▲ 14	100	91	103	199
株式・社債	2	77	103	161	156	299	460	394	283	221	381	474
米国通貨	19	12	17	25	17	22	5	24	22	17	15	19
銀行部門債権	▲ 4	30	16	149	40	54	117	118	96	97	337	180
非銀行部門債務	45	60	54	117	23	76	171	66	96	97	93	30
対外投資	21	▲ 115	▲ 166	▲ 529	▲ 256	▲ 337	▲ 546	▲ 342	▲ 95	225	▲ 3	2
直接投資	▲ 37	▲ 99	▲ 92	▲ 105	▲ 143	▲ 225	▲ 159	▲ 142	▲ 154	▲ 150	▲ 244	▲ 9
証券投資	▲ 29	▲ 122	▲ 149	▲ 117	▲ 130	▲ 122	▲ 128	▲ 91	▲ 49	▲ 147	▲ 147	▲ 180
銀行部門債権	12	▲ 75	▲ 92	▲ 141	▲ 36	▲ 71	▲ 133	▲ 136	▲ 38	▲ 13	▲ 362	▲ 213
非銀行部門債権	▲ 28	▲ 45	▲ 86	▲ 122	▲ 38	▲ 98	▲ 139	▲ 9	▲ 50	▲ 19	▲ 120	▲ 44
公的資本収支	38	99	132	18	▲ 27	55	42	23	113	280	392	219
米公的準備	4	▲ 11	6	▲ 1	▲ 7	11	▲ 1	▲ 5	▲ 3	2	5	20
外国公的資産	34	110	127	19	▲ 20	44	43	28	116	278	388	199
統計上の不突合	25	28	▲ 12	▲ 80	145	69	▲ 70	▲ 10	▲ 29	▲ 8	85	10

(資料) Department of Commerce「Survey of Current Business」2006年7月号、pp.62-63より、藤田誠一p.29、表2-3を参考に作成

すると、外国民間部門による対米投資が経常収支赤字のファイナンスへの貢献度を高めていることがわかる。図表3に示したすべての年において、外国民間部門は経常収支赤字を上回る対米投資を実施してきた。2005年には、経常収支赤字である▲7,915億ドルをはるかに超える1兆150億ドルもの資金が外国民間

部門を通じて流入した。経常収支赤字のファイナンスの主役は、外国の公的部門から外国民間部門に移行している。

投資収益収支を構成する項目ごとの動向は、次の通りである。まず、外国からの直接投資の流入は変動が大きいものの、流入超過が続いている。2005年においても1,098億ド

ルの流入超過となった。ただし、2000年には直接投資の流入超過額のみで経常収支赤字の77.3%をカバーしていたのに対し、2005年には13.7%に低下した。

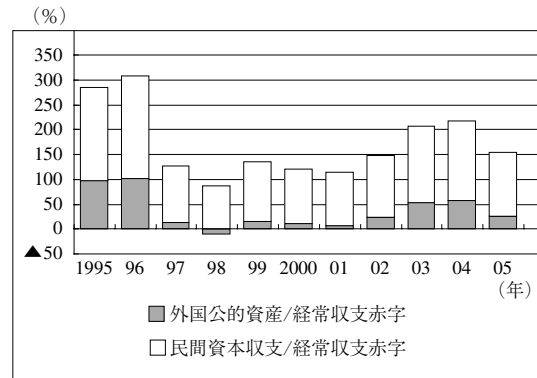
証券投資は、外国民間部門による対米投資のなかで最大のシェアを占めている。2005年にはその66.5%に相当する6,736億ドルの流入超過を記録した。これは経常収支赤字の85.1%に相当する。

アメリカは、外国民間部門にとって証券の一大運用市場となっている。そして、外国民間部門は投資対象の構成比率を見直している。97年までは国債と株式・社債の取得超過額がほぼ拮抗していた。それが、98年以降は株式・社債の取得超過額と構成比が大きく伸長した。外国民間部門は、アメリカの民間企業のリスクを積極的にとることにより、収益を確保する姿勢に転じたといえよう。2005年には、国債の取得超過額が1,995億ドルであったのに対し、株式・社債のそれは4,741億ドルに達した。これは同年の経常収支赤字の59.9%に相当する。

外国民間部門による対銀行部門債権は、2000年を境に大きく増加した。米銀による外国銀行からの借入が拡大している。これは、国際決済銀行（BIS）の国際資金取引統計から読み取れる傾向と一致している（注2）。

外国公的部門による投資は2002年以降急増し、経常収支赤字のファイナンスに大きく寄与した（図表4）。ただし、日本の公的部門

図表4 外国公的資産と民間資本による
米国経常収支ファイナンス



(注) 統計上の不突合などにより、合計は100%にならない。
(資料) Department of Commerce 「Survey of Current Business」
より日本総合研究所作成

による投資超過により2003年（2,783億ドル）と2004年（3,878億ドル）に急増したあとは停滞し、2005年には1,995億ドルとなった。これは同年の外国民間部門による対米投資の19.7%に相当する。

②対外投資

アメリカの対外投資をみると、証券投資と銀行部門債権を柱に、近年流出超過額が急拡大している。直接投資は、2005年に特殊要因により停滞したのを除くと、97年以降▲1,000億ドルを上回る資金をネット（取得－回収）で海外に投資している。対外証券投資も活発であり、米国同時多発テロなどの影響で2001年と2002年に低迷したのを除くと、やはり▲1,000億ドルを上回る対外証券をネットで取得している（2005年は▲1,801億ドル）。

銀行部門債権についても、積極的に対外資

産を増やしている。同部門の取得超過は2004年に▲3,616億ドル、2005年に▲2,130億ドルに達した。近年のアメリカの資本輸出構造の特徴として、ヘッジ・ファンドや各種投資ファンドを含む非銀行部門債権の流出超過が、比較的大きいことが指摘出来る。2004年に▲1,200億ドル、翌2005年に▲442億ドルを放出した。

③部門別収支

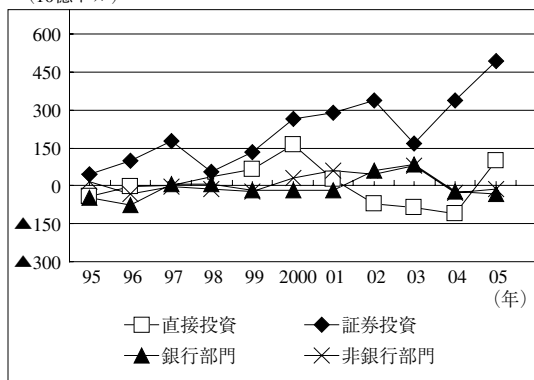
資本収支を構成する項目ごとの収支（アメリカの対外取得超過額から非居住者による対内取得超過額を差し引いたもの）について、図表5で確認する。まず、直接投資は、2005年に特殊要因でプラスになったものの、2003年以降は赤字基調となっている。証券投資収支の黒字は極めて大きく、2000年から2005年までの間に年平均で3,138億ドルもの資金が流入した。他方、銀行部門は2004年に▲249

億ドル、2005年に▲332億ドルの赤字となった。非銀行部門も、2004年に▲268億ドル、2005年に▲141億ドルの赤字に転化した。これは、アメリカから外国に対して、ミューチュアル・ファンド、ペンション・ファンド、ヘッジ・ファンドなどの資金が大量に向かっていることを反映していると考えられる。銀行部門と非銀行部門が2004年以降ともに赤字を計上するなかであって、経常収支赤字ファイナンスの証券投資収支への依存度が高まっている。

2. 対外投資ポジション

これまで述べてきた国際収支動向（フロー）を踏まえて、以下ではアメリカの対外投資ポジション（ストック）について分析を加える。対外資産負債残高統計は、一定期間の金融取引を記録した国際収支における金融取引項目（資本収支＋外貨準備）について、その残高（ストック）を集計したものである。アメリカの対外資産は、同国の居住者が保有している海外資産の残高、対外負債は同国の非居住者に対する負債（非居住者がアメリカに保有している資産）の残高のことを示す。そして、対外資産と対外負債の差額がネット投資ポジションである。対外資産が対外負債を上回っていれば、対外純資産を保有していることになる。

図表5 アメリカの資本収支構造（ネット流入額）
（10億ドル）



（資料）Department of Commerce 「Survey of Current Business」
より日本総合研究所作成

(1) 対外資産

アメリカの2005年末時点の対外資産は、10兆87億ドルであった。90年末対比で4.6倍の拡大である。対外資産の部門別構成比の推移が(図表6)に示してある。まず、直接投資は95年以降、25%程度で安定的に推移してきた。債券投資(民間部門による)が90年の6.6%から9.2%へ、株式投資(同)が9.1%から30.8%へシェアを急拡大させた。これにより、証券投資は合計で全体の40.7%を占めるに至った。アメリカの対外資産に占める証券

投資の重要性は、株式投資を中心に飛躍的に高まった。銀行部門による対外貸付などで構成されるその他部門は、同期間中に2.9倍に拡大した。しかし、証券部門の増加ペースを大きく下回りそのシェアは56.0%から34.8%へ急落した。

(2) 対外負債

アメリカの2005年末時点の対外負債は、▲12兆7,025億ドルであった。非居住者による対米直接投資残高は90年から2005年までの間に3.7倍拡大し、▲1兆8,743億ドルとなった。しかし、その対外負債に占める割合は低下しており、90年の20.8%から2005年には14.8%となった。一方、非居住者による対内証券投資残高が急増し、その対外負債に占める割合が着実に高まっている。その90年末から2005年末までの変化をみると、財務省証券(▲1,525億ドル→▲7,049億ドル、4.6倍)を上回る、社債その他債券(▲2,389億ドル→▲2兆2,752億ドル、9.5倍)および株式(▲2,217億ドル→▲2兆1,154億ドル、9.5倍)の拡大が観察される。これら証券部門の対外負債は2005年末に▲5兆956億ドルに達し、対外負債に占める割合は40.1%に高まった。その他投資は90年から4.4倍に増加したものの、対外負債に占める割合は53.9%から45.1%へ低下した。

図表6 アメリカの対外資産・負債の部門別構成比

(10億ドル)				
	1990年	95	2000	05
対外資産	2,179	3,486	6,239	10,009
(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
直接投資	616.7	885.5	1,531.6	2,453.9
(%)	28.3	25.4	24.5	24.5
債券投資(民間)	144.7	413.3	572.7	987.5
(%)	6.6	11.9	9.2	9.9
株式投資(民間)	197.6	790.6	1,852.8	3,086.5
(%)	9.1	22.7	29.7	30.8
その他	1,220.0	1,396.8	2,281.6	3,480.7
(%)	56.0	40.1	36.6	34.8
対外負債	2,424.3	3,944.7	7,620.0	12,702.5
(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
直接投資	505.3	680.1	1,421.0	1,874.3
(%)	20.8	17.2	18.6	14.8
財務省証券	152.5	327.0	381.6	704.9
(%)	6.3	8.3	5.0	5.5
社債その他債券	238.9	459.1	1,068.6	2,275.2
(%)	9.9	11.6	14.0	17.9
株式	221.7	510.8	1,554.4	2,115.5
(%)	9.1	12.9	20.4	16.7
その他投資	1,305.9	1,967.8	3,194.3	5,732.7
(%)	53.9	49.9	41.9	45.1

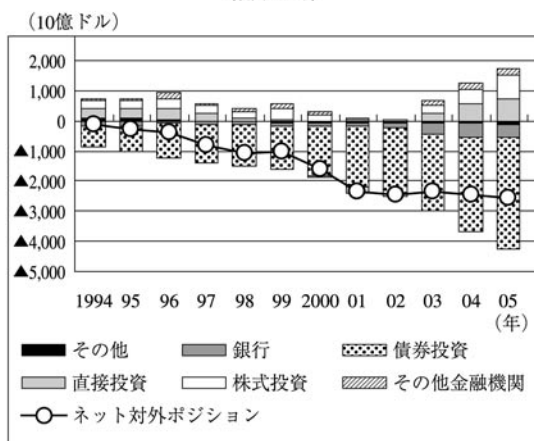
(資料) Department of Commerce 「Survey of Current Business」
より日本総合研究所作成

(3) ネット対外投資ポジション

アメリカは、86年に純債務国に転落した。その後、90年代中頃より、対外資産と対外負債がともに急拡大する過程で、対外純債務が膨張した。その規模は2005年末に、▲2兆5,462億ドル、名目GDP比で21.6%に達した。

部門別（直接投資、株式、債券、銀行、その他金融機関、その他（金融当局、一般政府、公的準備の合計））のネット対外投資ポジション（図表7）をみると、その特徴として五つの点が指摘出来る。第1は、アメリカの対外純債務が債券部門のネット対外投資ポジションの赤字に起因していることである。債券部門の対外純債務は2005年末に▲3兆7,108億ドルに達し、国全体の対外純債務を上回った。

図表7 アメリカの対外投資ネットポジション
(部門別)



(資料) IMF「International Financial Statistics」より日本総合研究所作成

第2は、株式部門が同7,838億ドルの純資産を保有していることである。アメリカは、債券投資とは異なり、対外株式投資に積極的である。海外から安全資産である債券市場に流入した資金が、株式投資として海外に放出される循環になっている。第3は、直接投資部門が対外純資産を維持していることである。2005年末時点で7,273億ドルとなり、アメリカ企業の海外投資が堅調であることを示している。第4は、銀行部門の対外純債務が2002年以降拡大しており、2005年末に▲4,646億ドルとなったことである。これは、経常収支赤字のファイナンスが銀行部門による海外からの資金の取り入れに依存するようになったことを示している。第5は、銀行部門とは対照的にその他金融機関が対外純資産を増やしていることである。同部門は、2005年末に2,208億ドルの対外純資産を保有している。ミューチュアル・ファンド、ペンション・ファンド、ヘッジ・ファンドなどの対外資産取得意欲が旺盛なことがうかがえる。

3. 証券投資

これまで述べてきたように、証券投資の動向が、経常収支における投資収益収支、経常収支赤字のファイナンス、対外資産負債残高など、いずれの項目でも重要性を高めている。以下では、アメリカが世界のどの国・地域との間で、どれだけ証券投資交流を行っているのかを、各年の取引（フロー）と投資残高（ス

トック)の双方から把握する。

(1) 対内投資

アメリカは、多様な国・地域から多額の証券投資を受け入れている。図表8は、外国人投資家による証券投資取得超過額を、2000年から2006年1－6月期について整理したものである(アメリカ財務省ウェブサイト掲載のデータベースをもとに算出)。これによると、日欧を中心に非居住者による継続的な証券の取得超過が観察される。しかも、2001年以降、

前年を上回る証券投資の流入が続いている(2006年1－6月期は年換算で1兆28億ドル)。

投資国・地域別の特徴として、次の六つの点が指摘出来る。第1は、欧州の証券投資(2000年から2006年6月までの累計額)のシェアが47.7%と半分近くに達していることである。とくに、国際金融センターであるイギリスが33.0%を占めており、大西洋を挟んだ両国間での証券投資のやり取りが活発であることをうかがわせる。これに対して、欧州最大の経常収支黒字国であるドイツのシェア

図表8 外国人投資家によるアメリカ証券投資取得超過額(投資国・地域別)

(10億ドル)

	2000年	01	02	03	04	05	06.1-6月	2000年以降累計額	シェア(%)
欧州	294.9	262.9	243.8	281.8	364.3	508.1	265.8	2,221.6	47.7
イギリス	166.3	184.0	186.7	167.3	254.1	361.9	216.3	1,536.6	33.0
ドイツ	28.5	19.1	1.1	9.5	18.6	23.6	2.6	103.0	2.2
ロシア	0.5	1.8	11.4	3.9	14.6	5.0	11.0	48.2	1.0
カナダ	18.7	13.9	2.0	26.2	29.5	52.7	30.5	173.5	3.7
ラテンアメリカ	▲0.4	17.3	20.3	26.3	39.4	45.9	18.1	166.9	3.6
ブラジル	1.8	4.4	1.5	3.4	4.2	13.2	6.5	35.0	0.8
カリブ	16.3	58.8	67.3	83.9	100.8	119.5	21.7	468.3	10.1
バミューダ	▲0.4	15.8	8.8	40.2	▲6.1	46.0	18.6	122.9	2.6
ケイマン諸島	20.1	50.5	46.8	32.7	70.0	44.0	13.0	277.1	6.0
アジア	104.2	167.6	200.7	293.6	377.5	267.3	155.6	1,566.5	33.7
日本	52.0	56.6	91.4	176.6	247.1	78.9	18.2	720.8	15.5
中国	15.6	51.8	59.5	65.0	47.3	87.1	60.3	386.6	8.3
香港	10.4	30.0	9.1	23.4	17.3	40.6	37.5	168.3	3.6
シンガポール	6.2	13.5	9.1	5.9	8.1	12.2	6.2	61.2	1.3
インド	1.6	0.9	▲0.9	0.4	▲0.3	0.4	▲1.1	1.0	0.0
アフリカ	0.9	▲0.5	1.6	1.9	1.1	2.8	2.5	10.3	0.2
その他諸国(オセアニア等)	3.0	0.7	9.7	5.9	0.8	8.2	5.1	33.4	0.7
国際機関	▲0.5	0.1	2.2	0.4	3.1	6.0	2.1	13.4	0.3
総計	457.8	520.8	547.6	719.9	916.5	1,010.7	501.4	4,653.9	100.0
その他アジア(中東等)	9.7	▲0.9	6.5	▲8.6	11.7	14.5	10.4	43.3	0.9
BRICs	19.5	58.9	71.5	72.7	65.8	105.7	76.7	470.8	10.1

(注) マイナス符号は、外国人投資家がアメリカ証券を売り越し(売却>取得)たことを示す。

(資料) Treasury International Capital Systemより日本総合研究所作成

は2.2%にすぎず、欧州大陸諸国からの直接的な流入は比較的少ない。

第2は、わが国のプレゼンスの著しい低下である。わが国は、アジア（シェア33.7%）のなかでは15.5%と最大のシェアを確保しているものの、大量のドル買い・円売り介入を実施した2003年と2004年に1,766億ドル、2,471億ドルの取得超過を記録してからは、2005年（789億ドル）、2006年1－6月期（182億ドル）と減少している。2006年1－6月期に限るとわが国のシェアはわずか3.6%である。

第3は、中国の対米証券投資が急増していることである。2000年に156億ドルであった取得超過幅が、2005年に871億ドル、2006年1－6月期に603億ドルへと増加した。同様に、香港の取得超過幅も拡大しており2005年には406億ドル、2006年1－6月期に375億ドルに達した。

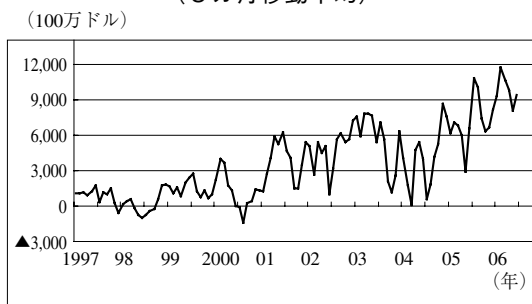
図表9は、1兆ドル余りの外貨準備高を保

有している中国の対米証券投資（3カ月移動平均）を描いたものである。民間部門による対外証券投資が規制されているため、中国の対米証券投資の多くを外貨準備の運用が占めていると推察される。中国は2000年から2006年1－6月期までの間に、累計で3,866億ドルの米国証券を買い越した。これは、同期間の外貨準備高増加額の49.9%に相当する。中国の対アメリカ証券投資は、主に財務省証券と政府機関債に流入している（注3）。近年では社債のシェアが伸びており、2005年には証券取得超過額の30.0%にあたる261億ドルを占めた。他方、株式投資には消極的な姿勢を継続しており、2005年には▲5億ドルを売り越した。中国は、債券を中心にドル建て資産の多様化を進めていると推測される。

第4は、BRICsの台頭である。上述の中国に加えてロシアも対米証券投資を活発化させている。4カ国を合計すると2005年のシェアは10.1%と二桁に達した。ただし、インドについては、外貨準備が急速に増えているものの、アメリカの証券取得に消極的である。

第5は、カリブ地域のバミューダ、ケイマン諸島を経由して、大量の資金がアメリカの証券市場に流入していることである。2005年にはその規模は1,195億ドルに達した。資金の出し手の国籍が分かりにくい資金の流入が拡大している。

図表9 中国の対米証券投資買越額
（3カ月移動平均）



（資料）アメリカ財務省ウェブサイト掲載データより日本総合研究所作成

(2) 投資国・地域ごとの証券投資の内訳

世界の多くの国・地域が対米証券投資を活性化させているが、株式と債券の投資割合に大きな違いがみられる。図表10は、2003年から2005年までの3年間について、主要な国・地域によるアメリカ証券取得超過額に占める、投資証券（株式、社債、財務省証券、政府機関債）の構成比を算出したものである。

欧州は、非居住者による証券取得超過額である4,886億ドルのうち44.7%を占めている。その投資証券ごとに構成比をみると、株式（56.1%）と社債（57.7%）が高く、財務省証券は32.0%にとどまった。欧州の投資家は、民間企業に対する投資に傾斜している。政府機関債については売り越しとなった。

証券取得超過額の23.1%を占めるアジアは、株式については9.3%、社債については

16.6%のシェアをもつにとどまる。アメリカの民間企業への投資割合はまだ低い。対照的に、財務省証券（26.4%）と政府機関債（84.5%）のシェアが大きく、公的部門が発行・保証する債券の取得に軸足を置いている。

(3) 非居住者による証券保有状況(ストック)

①株式

図表11は、外国民間部門による米国株式保有状況を整理したものである。2005年末の保有額は2兆1,155億ドルであった。地域別の保有額をみると、欧州が1兆1,745億ドルで全体の55.5%と過半を占めている（構成比は2000年末より▲10.1%ポイント低下）。国別ではイギリスが3,041億ドルで最大の保有額を有し、そのシェアは14.4%である。アメリカの隣国であるカナダの保有額が増加しており、2005年末に2,475億ドル、シェアが11.7%

図表10 外国による対米ネット証券（長期）の取得国・地域別構成比
（2003年から2005年までの3カ年の平均）

	(%)				
	株式	社債	財務省証券	政府機関債	合計
欧州	56.1	57.7	32.0	▲27.2	44.7
イギリス	29.3	37.7	n.a.	41.0	n.a.
カナダ	19.9	1.7	12.7	12.9	7.6
カリブ金融センター	8.1	17.9	23.7	19.9	18.4
ラテンアメリカ (除くカリブ金融センター)	▲0.2	4.5	2.6	13.6	4.0
アジア	9.3	16.6	26.4	84.5	23.1
日本	1.4	8.8	n.a.	34.1	n.a.
アフリカ	0.2	0.2	0.6	▲0.2	0.3
その他	6.5	1.4	2.0	▲3.4	1.9
総額（10億ドル）	59.9	264.5	129.9	34.3	488.6

（資料）Department of Commerce「Survey of Current Business」より日本総合研究所作成

図表11 外国民間部門による米国株式保有高

(10億ドル)

	2000年	03	04	05	シェア(%)
総額	1,547.7	1,712.1	1,960.4	2,115.5	100.0
欧州	1,016.2	948.5	1,098.7	1,174.5	55.5
イギリス	381.0	247.4	292.4	304.1	14.4
ベルギー・ルクセンブルク	n.a.	140.1	162.6	186.0	8.8
オランダ	97.4	129.8	156.5	167.0	7.9
スイス	n.a.	123.6	134.4	140.2	6.6
カナダ	156.6	203.9	220.2	247.5	11.7
カリブ金融センター	125.1	243.3	281.7	322.3	15.2
ケイマン諸島	n.a.	116.0	139.5	163.7	7.7
バミューダ	n.a.	51.9	56.7	63.7	3.0
ラテンアメリカ(除くカリブ金融センター)	28.7	29.7	31.8	34.4	1.6
アジア	n.a.	230.7	256.1	264.3	12.5
日本	134.4	155.8	179.4	186.0	8.8
アフリカ	n.a.	4.3	4.9	4.9	0.2
その他諸国	n.a.	51.7	67.0	67.6	3.2

(資料) Department of Commerce「Survey of Current Business」より日本総合研究所作成

となった。カリブ金融センターの保有額が同年末に3,223億ドル、15.2%に拡大した。これは、ケイマン諸島やバミューダを経由した株式投資が活発にアメリカに流入していることを示している。

アジアに目を向けると、保有額は2,643億ドル、シェアは12.5%にとどまる。わが国は2005年末に1,860億ドル、8.8%とアジアでは最大の株式を保有していた。その保有額は2000年末比で516億ドル増えているが、シェアの上昇は0.1%ポイントにとどまった。日本を除くアジアは2005年末に783億ドル、3.7%を保有しているのみであり、その経済プレゼンスや外貨準備と比べて少ない。

②社債・政府機関債

次に、外国民間部門による社債および政府

機関債の保有状況について述べる。その取得超過額は、2005年に3,884億ドルとなり前年の3,219億ドルを上回った(注4)。そのうち社債の取得超過額は同年に3,160億ドルと前年の2,546億ドルを超え、投資家の購入意欲が旺盛であることを示した。

図表12で、社債と政府機関債の保有国の内訳を2005年についてみると、欧州の割合が61.2%と高いことが注目される。イギリス(23.0%)とベルギー・ルクセンブルク(22.9%)からの投資が際立っている。カリブの金融センターを経由した外国民間資金の流入のパイプも太く、3,593億ドル、15.8%を占めた。日本を含むアジアは3,985億ドル、17.5%と上述の株式投資のシェアを5%ポイント上回る。うち日本は、2,644億ドルで、世界シェアは

図表12 外国民間部門による米国企業および政府機関債保有高

(10億ドル)

	2000年	03	04	05	シェア(%)
総額	1,076.0	1,710.8	2,035.1	2,275.2	100.0
欧州	710.6	1,139.3	1,295.8	1,393.4	61.2
イギリス	517.2	492.9	463.7	522.4	23.0
ベルギー・ルクセンブルク	n.a.	413.0	517.3	521.7	22.9
オランダ	20.5	40.0	60.8	72.9	3.2
ドイツ	42.7	44.2	62.5	67.8	3.0
カナダ	24.1	47.1	52.0	63.2	2.8
カリブ金融センター	172.7	255.6	329.8	359.3	15.8
ケイマン諸島	n.a.	140.8	197.6	231.1	10.2
バミューダ	n.a.	78.4	96.0	95.7	4.2
ラテンアメリカ(除くカリブ金融センター)	18.7	20.5	28.3	33.4	1.5
アジア	n.a.	233.3	308.9	398.5	17.5
日本	100.5	158.9	213.7	264.4	11.6
アフリカ	n.a.	1.6	2.1	2.7	0.1
その他諸国	n.a.	13.4	18.2	24.7	1.1

(資料) Department of Commerce「Survey of Current Business」より日本総合研究所作成

11.6%であった。

③財務省証券

図表13は、アメリカの財務省証券を保有している国(外国の公的部門及び民間部門)の内訳を整理したものである。2006年5月末時点で、総額2兆757億ドルのうち、外国公的部門はその61.9%にあたる1兆2,856億ドルを保有している。保有国の内訳をみると、アジアが1兆2,149億ドル、58.5%を占めており、上述の株式や社債・政府機関債の保有シェアをかなり上回っている。日本を除いたベースでもアジアは5,770億ドル保有しており、そのシェアは27.8%と四分の一を超える。とりわけ中国の保有高の増加ペースは速く2000年末から2006年5月末までの間に、603億ドルから3,261億ドルへ急増した。同期間中にシェ

アは5.9%から15.7%へ高まった。これは日本の半分近い水準である。中国がその後も外貨準備を着実に増やしていることを勘案すると、今後も保有額とシェアが高まろう。

図表14は、アジア主要国のアメリカ財務省証券保有額(公的部門及び民間部門)を外貨準備で除したものである。国ごとの特徴は次のとおりである。まず、わが国に関しては、2000年末から2005年5月末までの間に、外貨準備が3,549億ドルから8,343億ドルへ急増した過程で、財務省証券の保有額がほぼ同額の4,794億ドル増えたことが指摘出来る。2003年と2004年に行われた大量のドル買い・円売り介入で蓄積されたドル資金の多くが、財務省証券の購入に振り向けられたと推測される。

図表13 アメリカ財務省証券保有国内訳

(10億ドル)

	2000年	01	02	03	04	05	06年5月	
							シェア(%)	
日本	317.7	317.9	378.1	550.8	689.9	669.0	637.9	30.7
中国	60.3	78.6	118.4	159.0	222.9	310.8	326.1	15.7
香港	38.6	47.7	47.5	50.0	45.1	40.3	51.2	2.5
台湾	33.4	35.3	37.4	50.9	67.9	68.1	67.5	3.3
韓国	29.6	32.8	38.0	63.1	55.0	69.0	68.9	3.3
シンガポール	27.9	20.0	17.8	21.2	30.4	33.0	35.7	1.7
タイ	13.8	15.7	17.2	11.7	12.5	16.1	15.4	0.7
インド	—	—	9.2	16.7	15.0	9.9	12.2	0.6
アジア計	521.3	548.0	663.6	923.4	1,138.7	1,216.2	1,214.9	58.5
日本を除くアジア	203.6	230.1	285.5	372.6	448.8	547.2	577.0	27.8
イギリス	50.2	45.0	80.8	82.2	95.8	146.0	174.7	8.4
カリブ銀行センター	37.4	27.6	50.3	47.3	51.1	78.5	61.0	2.9
ブラジル	—	—	12.7	11.8	15.2	28.7	33.1	1.6
BRICs(除くロシア)	—	—	140.3	187.5	253.1	349.4	371.4	17.9
石油輸出国	47.7	46.8	49.6	42.6	62.1	78.2	102.8	5.0
合計	1,015.2	1,040.1	1,235.6	1,523.1	1,849.3	2,035.0	2,075.7	100.0
うち外国公的部門	609.2	619.4	760.1	933.9	1,233.3	1,280.4	1,285.6	61.9

(資料) アメリカ財務省ウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

図表14 アジア主要国の外貨準備高に占めるアメリカ財務省証券の割合

(10億ドル)

	日本	中国	インド	韓国	台湾	シンガポール
2000年末						
アメリカ財務省証券(A)	317.7	60.3	n.a.	29.6	33.4	27.9
外貨準備高(B)	354.9	168.3	37.9	96.1	106.7	80.4
(A)／(B), %	89.5	35.8	n.a.	30.8	31.3	34.7
2005年5月末						
アメリカ財務省証券(A)	637.9	326.1	12.2	68.9	67.5	35.7
外貨準備高(B)	834.3	927.5	156.9	224.5	260.9	128.9
(A)／(B), %	76.5	35.2	7.8	30.7	25.9	27.7

(資料) アメリカ財務省ウェブサイト掲載資料、IMF資料、各国統計などより日本総合研究所作成

これに対して、アジア諸国の動きをみると、外貨準備高に占める財務省証券の割合を一定水準に保つ傾向がある。中国は、外貨準備が2000年末から2005年5月末までの間に1,683億ドルから9,725億ドルに急増するなかに

あって、財務省証券の割合を35.8%、35.2%と一定に保った。韓国(30.8%→30.7%)も同様である。台湾(31.3%→25.9%)とシンガポール(34.7%→27.7%)は、財務省証券の割合を若干低下させた。このように、アジ

ア諸国は、財務省証券離れを起こしているのではなく、外貨準備の一定割合を振り向ける傾向が続いていると推測される。さらに、先述の中国のケースのように、ドル建ての社債へ投資対象を拡大している可能性がある。

(4) アメリカの対外証券投資

①株式投資残高

アメリカは対外証券投資大国としての顔をもつ。その特徴を、投資先の国・地域を分析することで明らかにする。まず、図表15は、対外株式保有高について、国・地域別内訳を

整理したものである。欧州を中心としながらも、その投資対象は多くの国・地域に分散している。

2005年末時点の対世界株式保有高は3兆865億ドルであり、2000年から66.6%の大幅増となった。最大の投資先は欧州であり、1兆5,821億ドルで全体の51.3%を占めた。保有額は2000年から46.4%増加したものの、そのシェアは60.4%から大きく低下した。個別の国としては、イギリスに対して5,537億ドル（シェア17.9%）を保有しているのが最大である。

図表15 アメリカの外国株式地域別保有高

	2000年	03	04	05	
				シェア(%)	
総額	1,852.9	2,079.4	2,560.4	3,086.5	100.0
欧州	1,118.4	1,135.3	1,356.2	1,582.1	51.3
イギリス	411.7	426.2	461.8	553.7	17.9
フランス	137.2	130.8	164.6	188.5	6.1
スイス	94.9	117.9	138.2	157.4	5.1
オランダ	147.9	115.8	136.5	156.9	5.1
カナダ	108.6	149.3	180.4	207.0	6.7
カリブ金融センター	170.7	180.3	257.5	292.3	9.5
バミューダ	108.1	107.5	153.5	175.8	5.7
ケイマン諸島	n.a.	45.3	69.7	82.1	2.7
ラテンアメリカ(除くカリブ金融センター)	66.6	80.1	105.8	145.9	4.7
ブラジル	24.2	31.8	43.1	61.4	2.0
メキシコ	28.0	28.5	37.5	50.8	1.6
アジア	n.a.	454.4	565.8	739.6	24.0
日本	197.8	255.5	330.4	411.2	13.3
韓国	n.a.	49.1	66.6	88.9	2.9
台湾	n.a.	27.0	34.6	54.5	1.8
香港	34.3	36.2	35.4	47.5	1.5
アフリカ	n.a.	18.7	28.9	40.0	1.3
南アフリカ	n.a.	15.1	21.6	30.2	1.0
その他諸国	n.a.	61.3	65.8	79.6	2.6
オーストラリア	43.4	56.5	57.1	68.8	2.2

(資料) Department of Commerce「Survey of Current Business」より日本総合研究所作成

アメリカの保有高が伸びた地域として、カリブ金融センターがあり、2005年末に2,923億ドル、シェアが9.5%に達した。また、アメリカは、国境を接している2カ国への投資を増やした。カナダに対する保有高は1,086億ドルから2,070億ドルへ90.7%増加し、シェアは5.9%から6.7%へ高まった。メキシコへの保有高は280億ドルから508億ドルへ増加し、シェアは1.5%から1.6%へ漸増となった。

アメリカはアジア（日本を含む）に対する株式投資を活発化させている。その保有額（2000年末の統計は公表されていない）は、2003年末から2005年末までの間に4,544億ドルから7,396億ドルへ62.8%と大きく伸びた。世界シェアも24.0%に達し、4分の1弱を占めている。わが国については、株式の新規取得や株価上昇に伴う評価額の上昇により、2005年末時点で4,112億ドルを保有し、シェアは13.3%となった。これは単独の国としてはイギリスの17.9%に次ぐものである。

他の新興成長地域では、ラテンアメリカ（除くカリブ金融センター）に対する保有額が2000年末から2005年末までの間に666億ドルから1,459億ドルへ2.2倍に増加、アフリカに対する保有額が2003年末から2005年末までの間に187億ドルから400億ドルへ2.1倍増加するなど、投資先を分散する動きがみられた。

②債券投資残高

図表16は、アメリカの居住者による外国債券保有高の国・地域別の内訳を整理したも

のである。対外株式投資と比較すると、アメリカの対外債券投資は地域分散が進んでいない。2005年末時点の外国債券保有高は9,875億ドルであり、外国株式保有高の32.0%にとどまる。国内に大規模かつ流動性に優れた債券市場をもつアメリカの投資家にとって、外国の債券市場へ積極的に投資する意欲は乏しいと思われる。

2005年末の債券の保有状況を投資相手国別にみると、イギリス（1,927億ドル、シェア19.5%）、ドイツ（630億ドル、同6.4%）、オランダ（531億ドル、5.4%）フランス（415億ドル、同4.2%）などの欧州諸国に加え、アメリカよりも金利水準が高いカナダ（1,468億ドル、同14.9%）が上位に入っている。日本に対する債券保有高は278億ドル、シェアは2.8%にとどまる。これは世界の債券発行残高に占める日本のシェアである15.8%を大きく下回る。さらに、上述のように対日株式保有高が4,112億ドルに達し、13.3%のシェアを占めているのと比較しても、アメリカは対日債券投資に消極的である。

新興成長地域への債券投資は、株式投資と比べて低調である。日本を除くアジアに対する債券保有高は259億ドルであり、世界シェアは2.6%である。しかも、アメリカの投資家は2005年に売却を進め、その残高は前年の425億ドルから減少した。また、対アジア保有高は、経済規模でアジアを大きく下回るラテンアメリカの970億ドル、9.8%にも遠

図表16 アメリカの外国債券地域別保有残高

(10億ドル)

	2000年	03	04	05	
				シェア (%)	
総額	532.5	874.4	993.0	987.5	100.0
欧州	236.8	442.4	478.2	487.0	49.3
イギリス	72.6	148.3	178.6	192.7	19.5
ドイツ	48.5	71.4	67.9	63.0	6.4
オランダ	25.6	58.0	55.1	53.1	5.4
フランス	21.5	43.0	41.8	41.5	4.2
カナダ	104.0	139.4	151.9	146.8	14.9
カリブ金融センター	26.6	89.8	129.3	126.4	12.8
ケイマン諸島	16.8	75.7	114.4	110.3	11.2
ラテンアメリカ(除くカリブ金融センター)	67.1	75.2	83.8	97.0	9.8
ブラジル	12.4	18.4	19.9	26.6	2.7
メキシコ	26.5	27.6	28.6	29.7	3.0
アジア	n.a.	69.3	78.9	53.7	5.4
日本	23.2	37.2	36.4	27.8	2.8
アフリカ	n.a.	6.6	6.3	5.8	0.6
南アフリカ	n.a.	2.7	3.0	3.1	0.3
その他諸国	n.a.	51.7	64.6	70.7	7.2
オーストラリア	13.7	29.2	40.4	47.8	4.8

(資料) Department of Commerce「Survey of Current Business」より日本総合研究所作成

く及ばない。2005年に、対ラテンアメリカ債券投資は、経済情勢が落ち着きを取り戻したことを背景にブラジル債とメキシコ債を中心に活発化した。また、2005年にはアメリカの投資家にとっても高金利債と位置づけられる豪ドル債への投資が拡大した。カリブ金融センターで発行される債券の保有高は同年末に1,264億ドル、シェアは12.8%となった。

4. 小活

アメリカの国際収支の推移を90年代中頃から振り返ると、毎年の資金取引（フロー）と対外資産負債残高（ストック）の双方において、証券投資の重要性が顕著に高まっている

ことが指摘出来る。大量の証券投資の流入が経常収支赤字のファイナンスを円滑にしているが、その一方で証券部門の対外純債務が国全体のそれをはるかに上回る状態が生じている。

他方で、アメリカは、国際資金フローの中心地としての役割を強めている。世界の投資家に自国の金融資本市場を資金運用市場として提供している。外国の政府部門のみならず民間部門の資金を大量に受け入れている。投資対象も財務省証券、政府機関債、社債、株式へと多様化している。相手国・地域別にみると、欧州、カリブ金融センター、カナダからの証券投資が活発である。アジアからは、

財務省証券を中心に証券投資を受け入れている。一方、アメリカの対外証券投資は、株式投資を軸として拡大し、かつ投資対象地域の分散が進んでいる。債券投資については、日本を含むアジアのシェアが低水準にとどまっている。

(注2) 米銀の対外ポジションについては、高安(2006)参照。
(注3) 政府機関債(Agency Bond)とは、アメリカの政府後援企業(Government Sponsored Enterprises, Federal National Mortgage Association(FNMA)、Federal Home Loan Mortgage Corporation(Feddie Mac)等)が発行する債券のことである。

(注4) 「Survey of Current Business」July, 2006, pp.14-15

Ⅲ. イギリス

イギリスは国際的な資金仲介機能と資金運用機能をいかに発揮している。ロンドン国際金融市場は世界最大のユーロ市場であ

る。そして、ユーロ債業務、外国株式投資、イギリス所在銀行によるユーロカレンシーの取り入れと放出などが活発に行われている。イギリスで運用されている資産規模は、Investment Management Associationによると、2006年8月末時点で3,783億ポンドに達している。ロンドン国際金融市場は、欧州大陸諸国、アメリカ、オフショア金融センター、中東、日本、新興成長地域を問わず、世界の多くの国・地域との間で資金取引を着実に拡大してきた。以下では、経常収支・資本収支、対外投資ポジション、イギリス所在銀行の対外ポジション、対外投資収益率について述べる。

1. 経常収支・資本収支

図表17は、イギリスの国際収支の推移を95年から2005年についてまとめたものである。

図表17 イギリスの国際収支

(10億ポンド)

	経常収支	資本収支	投資収支								誤差脱漏
			合計	直接投資	証券投資	対外投資		金融派生商品	その他投資	外貨準備	
1995年	▲ 8.5	0.5	2.6	▲ 17.3	▲ 2.0	▲ 39.3	37.3	1.7	19.9	0.2	5.4
96	▲ 6.7	1.3	2.8	▲ 6.0	▲ 16.8	▲ 59.8	43.0	1.0	24.1	0.5	2.6
97	▲ 0.8	1.0	▲ 8.8	▲ 14.4	▲ 25.2	▲ 51.9	26.8	1.2	27.3	2.4	8.7
98	▲ 3.1	0.5	9.9	▲ 28.7	▲ 11.2	▲ 32.1	20.9	▲ 3.0	52.8	0.2	▲ 7.2
99	▲ 21.7	0.7	21.4	▲ 70.5	92.7	▲ 21.4	114.1	2.7	▲ 4.1	0.6	▲ 0.4
2000	▲ 24.8	1.7	12.6	▲ 75.0	99.0	▲ 65.6	164.5	1.6	▲ 9.0	▲ 3.9	10.5
01	▲ 21.9	1.3	17.5	▲ 5.5	▲ 38.4	▲ 86.6	48.1	8.4	49.9	3.1	3.1
02	▲ 16.5	0.9	7.2	▲ 18.3	50.0	▲ 1.0	51.0	1.0	▲ 26.0	0.5	8.4
03	▲ 14.9	1.5	20.5	▲ 24.1	59.0	▲ 36.3	95.2	▲ 5.4	▲ 10.5	1.6	▲ 7.1
04	▲ 19.3	2.1	5.6	▲ 11.4	▲ 53.6	▲ 140.9	87.2	▲ 7.9	78.7	▲ 0.2	11.6
05	▲ 26.6	2.4	17.5	31.2	▲ 33.7	▲ 160.7	127.0	▲ 2.5	23.1	▲ 0.7	6.7

(資料) Office for National Statistics「United Kingdom Balance of Payments: The Pink Book 2006」より日本総合研究所作成

84年以降一貫して経常収支赤字を計上してきたイギリスは、貿易・サービス収支の赤字を、所得収支の黒字で補ってきた。2005年の経常収支赤字の対名目GDP比率は2.2%に抑制されている（最大は2000年の2.6%）。これはアメリカの6.4%を大きく下回っている。

資本収支を構成する投資収支の特徴は、次の通りである。まず、直接投資については、非金融民間企業の対イギリス直接投資が急増した影響で2005年に312億ポンドの流入超になったのを除くと、一貫して流出超を記録してきた。証券投資は、対外投資が2003年に急回復し、2005年には実に▲1,607億ポンドの流出超となった。同様に対内証券投資も活発

であり、同年には1,270億ポンドの流入超となった。これは、経常収支赤字を大幅に上回る。イギリスの証券投資は、対外投資と対内投資が両建てで急拡大している。

2. 対外投資ポジション

(1) 項目別の概要

図表18は、イギリスの対外投資ポジションの推移を示している。対外資産は、2000年末から2005年末までの間に、2兆9,812億ポンドから4兆8,371億ポンドへ62.3%増加した。対外負債の拡大も著しく、▲3兆50億ポンドから▲5兆60億ポンドへ66.6%膨らんだ。こ

図表18 イギリスの対外投資ポジション

<ネット対外投資ポジション (対外資産－対外負債)> (10億ポンド)							
	1995年	2000	01	02	03	04	05
直接投資	67.1	308.4	253.5	296.6	335.6	304.6	281.2
証券投資	93.0	▲ 92.2	▲ 21.1	▲ 48.2	▲ 111.5	▲ 85.5	▲ 86.2
その他投資	▲ 204.9	▲ 268.9	▲ 316.5	▲ 310.0	▲ 292.0	▲ 353.2	▲ 388.5
外貨準備	31.8	28.8	25.6	25.5	23.8	23.3	24.7
合計	▲ 13.0	▲ 23.9	▲ 58.4	▲ 36.3	▲ 44.1	▲ 110.9	▲ 168.9
<対外投資>							
	1995年	2000	01	02	03	04	05
直接投資	213.3	618.8	616.9	637.2	691.1	689.0	753.2
証券投資	499.3	906.1	937.4	844.0	935.8	1,092.3	1,332.1
その他投資	808.1	1,427.5	1,573.1	1,635.8	1,885.1	2,156.2	2,727.1
外貨準備	31.8	28.8	25.6	25.5	23.8	23.3	24.7
合計	1,552.5	2,981.2	3,153.1	3,142.4	3,535.8	3,960.7	4,837.1
<対外負債>							
	1995年	2000	01	02	03	04	05
直接投資	146.2	310.4	363.5	340.6	355.5	384.4	472.0
証券投資	406.3	998.2	958.5	892.3	1,047.3	1,177.8	1,418.3
その他投資	1,013.0	1,696.4	1,889.6	1,945.8	2,177.1	2,509.4	3,115.6
合計	1,565.5	3,005.0	3,211.5	3,178.7	3,579.9	4,071.6	5,006.0

(資料) Office for National Statistics 「United Kingdom Balance of Payments: The Pink Book 2006」より日本総合研究所作成

の結果、対外純債務は2005年末に▲1,688億ポンドと過去最高を更新した。ただし、対名目GDP比では11.5%であり、対外純債務を抱えていることに伴う対外支払いは、経常収支赤字を大幅に悪化させる要因にはなっていない。

直接投資部門の2005年末時点の対外資産は7,532億ポンド、対外負債は▲4,720億ポンドとなった。イギリスは差し引きで2,812億ポンドの対外純資産を保有している。次に、イギリスは、証券投資部門で95年に930億ポンドの純資産を保有していた。対外資産は2000年末から2005年末の間に、9,061億ポンドから1兆3,321億ポンドへ47.0%増加した（対外資産全体に占める割合は30.4%から27.5%へ低下）。他方、証券部門の対外負債（非居住者による対英投資）は、2000年末の▲9,982億ポンドから2005年末に▲1兆4,183億ポンドへ、42.1%膨張した（対外負債全体に占める割合は、33.2%から28.3%へ低下）。このように、対外資産と負債が急増する過程で、対外投資ポジションがマイナスに転じ、証券部門は2005年末に▲862億ポンドの純債務となった。

その他投資部門の対外投資ポジションはマイナスの状態が続いている。その対外純債務は2005年末に▲3,885億ポンドに達し、直接投資の純資産（2,812億ポンド）と外貨準備（247億ポンド）の合計を上回った。対外資産は銀行部門を中心に急増し同年末に

2兆7,271億ポンドに膨れ上がった。しかし、その一方で対外負債が顕著に増加し▲3兆1,156億ポンドに達した。

(2) 国・地域別対外投資ポジション (2004年末)

① 欧州

2004年末時点の対外資産負債残高統計を用いて、イギリスの対外投資ポジションを、国・地域別に概観する（図表19）。

イギリスにとって、対外資産、対外負債のいずれの観点からも欧州大陸との関係が最も重要である。イギリスが欧州（EU25カ国＋欧州自由貿易地域（EFTA））に保有している対外資産は、対世界の53.7%にあたる2兆1,272億ポンドである。対外負債は▲2兆2,651億ポンド（構成比55.6%）で、ネット投資ポジションは▲1,379億ポンドのマイナスである。

対世界直接投資（6,890億ポンド）のうち4,017億ポンド、58.3%が欧州に集中している。また、対世界証券投資（1兆923億ポンド）のうち5,044億ポンド、46.1%が欧州向けである。国別には、ドイツ（793億ポンド）、フランス（775億ポンド）、オランダ（647億ポンド）、イタリア（609億ポンド）に対する証券投資残高が多い。その他投資（対世界2兆1,562億ポンド）は、銀行部門の資金のやり取りが欧州との間で拡大している影響で、1兆2,211億ポンド、56.6%に達した。金融大国である

図表19 イギリスの対外投資ポジション（国・地域別・項目別）（2004 年）

（10億ポンド）

	資産				負債				ネット			
	直接投資	証券投資	その他	合計	直接投資	証券投資	その他	合計	直接投資	証券投資	その他	合計
EU25カ国	367.8	442.0	1,000.3	1,810.1	172.5	499.7	1,036.6	1,708.7	195.3	▲ 57.7	▲ 36.3	101.4
ベルギー	8.4	11.7	78.1	98.2	3.8	11.9	79.5	95.2	4.6	▲ 0.2	▲ 1.4	3.0
フランス	39.0	77.5	158.4	274.8	41.4	93.6	102.5	237.5	▲ 2.4	▲ 16.1	55.9	37.3
ドイツ	11.9	79.3	247.8	339.0	50.2	55.2	341.6	447.0	▲ 38.3	24.1	▲ 93.8	▲ 108.0
アイルランド	34.0	1.2	109.0	144.2	6.0	108.8	92.3	207.1	28.0	▲ 107.6	16.7	▲ 62.9
イタリア	12.1	60.9	76.3	149.3	4.8	27.2	46.4	78.4	7.3	33.7	29.9	70.9
ルクセンブルク	80.7	28.1	50.7	159.5	6.6	61.3	57.1	125.0	74.1	▲ 33.2	▲ 6.4	34.5
オランダ	134.4	64.7	114.7	313.7	48.1	42.6	159.4	250.1	86.3	22.1	▲ 44.7	63.6
スペイン	20.9	27.5	73.9	122.3	5.3	27.9	33.5	66.7	15.6	▲ 0.4	40.4	55.6
EFTA	14.0	30.5	125.3	169.8	14.6	36.0	230.0	280.7	▲ 0.6	▲ 5.5	▲ 104.7	▲ 110.9
ノルウェー	4.9	7.0	16.3	28.2	0.2	12.6	14.5	27.3	4.7	▲ 5.6	1.8	0.9
スイス	8.7	22.3	108.1	139.1	13.6	22.9	213.2	249.7	▲ 4.9	▲ 0.6	▲ 105.1	▲ 110.6
欧州合計	401.7	504.4	1,221.1	2,127.2	191.7	598.1	1,475.3	2,265.1	210.0	▲ 93.7	▲ 254.2	▲ 137.9
米州	194.2	346.7	600.4	1,141.3	144.8	413.1	621.3	1,179.3	49.4	▲ 66.4	▲ 20.9	▲ 38.0
アメリカ	149.8	276.5	442.7	869.1	127.3	379.1	418.5	925.0	22.5	▲ 102.6	24.2	▲ 55.9
カナダ	8.1	7.7	25.1	40.9	12.6	20.4	15.6	48.6	▲ 4.5	▲ 12.7	9.5	▲ 7.7
アジア	50.6	126.6	303.1	480.3	30.5	122.3	352.0	504.8	20.1	4.3	▲ 48.9	▲ 24.5
日本	5.8	66.6	189.6	262.0	18.2	68.5	126.8	213.5	▲ 12.4	▲ 1.9	62.8	48.5
香港	21.1	15.1	19.6	55.8	6.8	33.7	43.3	83.8	14.3	▲ 18.6	▲ 23.7	▲ 28.0
シンガポール	6.2	5.5	31.0	42.7	0.9	15.8	60.7	77.5	5.3	▲ 10.3	▲ 29.7	▲ 34.8
オセアニア	23.1	30.9	15.9	69.8	16.8	11.7	17.4	45.9	6.3	19.2	▲ 1.5	23.9
オーストラリア	21.2	27.8	13.6	62.6	16.6	10.6	16.0	43.2	4.6	17.2	▲ 2.4	19.4
アフリカ	19.4	5.9	11.6	36.9	0.5	18.5	37.5	56.3	18.9	▲ 12.6	▲ 25.9	▲ 19.4
南アフリカ	11.0	5.0	4.4	20.3	0.3	18.4	11.5	30.1	10.7	▲ 13.4	▲ 7.1	▲ 9.8
国際機関	-	12.5	4.1	16.6	-	14.2	6.0	20.2	-	▲ 1.7	▲ 1.9	▲ 3.6
世界計	689.0	1,092.3	2,156.2	3,960.7	384.4	1,177.8	2,509.4	4,071.6	304.6	▲ 85.5	▲ 353.2	▲ 110.9

（資料）Office for National Statistics「United Kingdom Balance of Payments: The Pink Book 2006」より日本総合研究所作成

スイスに対しては、その他投資の負債が▲2,132億ポンドと大きく、ネット投資ポジションでも▲1,051億ポンドのマイナスとなった。

EU25カ国に限ると、イギリスの対外資産は1兆8,101億ポンド、対外負債は▲1兆7,087億ポンドであり、ネット投資ポジションは1,014億ポンドのプラスとなる。これは、直接投資のネット投資ポジションのプラス幅（1,953億ポンド）が、証券投資（▲577億ポンド）やその他部門（▲363億ポンド）のマ

イナス幅を大幅に上回るためである。直接投資の大半は、ルクセンブルクとオランダに向かっており、そこに設立された金融子会社などを通じて他の国々に資金が流れていると思われる。

②アメリカ

世界を代表する経常収支赤字国であるイギリスとアメリカは、互いに多額の資産を保有している。イギリスのアメリカに対する資産は2004年末に、8,691億ポンドと対世界

の21.9%を占めた。単独の国としてはドイツに対する3,390億ポンド（8.6%）を大きく引き離し最大である。他方、アメリカに対する負債は▲9,250億ポンド（対世界シェアは22.7%）である。世界最大の経常収支赤字と純債務をもつアメリカに対するネット投資ポジションは、イギリス側の▲559億ポンドのマイナスとなっている。

イギリスの対米直接投資残高は1,498億ポンドである。ネット投資ポジションでも225億ポンドのプラスである。対米証券投資残高は2,765億ポンドで全体の25.3%を占めており、単独の投資先としては最大である。その一方で、アメリカに対する負債は▲3,791億ポンド（32.2%）とやはり単独の国としては圧倒的に多い。太平洋を挟んで証券の保有高が積みあがっている。そのなかにあって、イギリスの対米証券投資のネット投資ポジションは、▲1,026億ポンドのマイナスとなっている。

その他部門では、イギリスの対米資産が4,427億ポンド（20.5%）、同負債が▲4,185億ポンド（16.7%）となり、金額、構成比とも負債の方が小さい。ネット投資ポジションは、イギリス側が242億ポンドのプラスとなっており、銀行部門の資金供給力は若干勝っている。

③日本

イギリスのわが国に対する資産と負債は、欧米と比較して少ない。対日資産は2,620億

ポンドで、対世界の6.6%にすぎない。これは、アメリカ、ドイツ、オランダ、フランスに次いで第5位である。その背景として、まず、欧米諸国と比較して直接投資残高が58億ポンドと際立って少ないことを指摘しなければならない。証券投資保有高は、666億ポンドでアメリカ、ドイツについて第3位である。一方、日本に対する負債は▲2,135億ポンドで、そのシェアは5.2%にとどまる。直接投資、証券投資、その他投資とも対世界シェアは低い。このように、イギリスの対外資産負債に占める日本の割合は、経済規模の世界シェアである11.1%よりもかなり低い。

イギリスは、ネット投資ポジションでは、485億ポンドの純資産をわが国に保有している計算になる。対外純債務国であるイギリスが、世界最大の純債権国である日本に対して、純資産を保有している。

④アジア

イギリスの対アジア資産（除く日本）は2004末時点で2,183億ポンドであり、対世界の5.5%を占める。その部門別内訳は直接投資が448億ポンド（6.5%）、証券投資が600億ポンド（5.4%）、その他投資が1,135億ポンド（5.3%）である。

対外資産の内訳を香港とシンガポールについて比較すると、香港は直接投資（211億ポンド）と証券投資（151億ポンド）が、シンガポールはその他投資（310億ポンド）がそれぞれ多いという違いがみられる。他方、ア

ジアに対する負債は2,913億ポンド（世界シェア7.2％）である。ネット投資ポジションは▲730億ポンドであり、先進国であるイギリスが新興成長地域であるアジアに対して純債務を負っている構図にある。なかでも、香港（▲280億ポンド）とシンガポール（▲348億ポンド）というアジアを代表する国際金融センターに対する純債務が大きい。

次に、図表20を用いて、イギリスのアジアに対する資産負債残高を国別に述べる（図表19とは必ずしも数値は一致しない）。2000年末から2004年末までの間に、対アジア資産（除く日本）は1,350億ポンドから1,742億ポンドへ29.0％増加した。これは対世界の伸び率である25.6％を若干上回る。また、対アジア資

産の世界シェアは、2000年末が4.3％、2004年末が4.4％とわずかに伸びた。

個別の国に着目すると、対外資産残高の増減に大きな違いが認められる。北東アジアの国々の増加率は、台湾（167.6％）、韓国（70.5％）、中国（51.2％）、香港（40.1％）と大幅なものになった。対照的に、シンガポール（▲14.5％）、インドネシア（2.7％）、フィリピン（9.7％）など、東南アジア諸国連合（ASEAN）に属する国々は伸び悩んだ。イギリスは、北東アジアの国々とインド（2004年末時点で86億ポンド、2000年末比52.8％増）に対する資産を重点的に積み上げている。

他方、対アジア負債（除く日本）は、2000年から2004年までの間に▲1,933億ポンドか

図表20 イギリスの対アジア資産負債残高

(100万ポンド)

	対外資産			対外負債			ネット投資ポジション	
	2000年	2004年	増加率(%)	2000年	2004年	増加率(%)	2000年	2004年
アジア計	341,107	436,189	27.9	414,397	435,008	5.0	▲73,290	1,181
中国	5,941	8,985	51.2	8,106	10,050	24.0	▲2,165	▲1,065
香港	39,853	55,819	40.1	82,698	83,821	1.4	▲42,845	▲28,002
台湾	7,667	20,514	167.6	4,533	10,367	128.7	3,134	10,147
韓国	11,498	19,606	70.5	4,215	5,162	22.5	7,283	14,444
シンガポール	49,996	42,728	▲14.5	68,251	77,468	13.5	▲18,255	▲34,740
インド	5,613	8,565	52.6	8,935	18,274	104.5	▲3,322	▲9,709
タイ	3,053	4,521	48.1	4,035	2,995	▲25.8	▲982	1,526
日本	206,061	262,039	27.2	221,130	213,462	▲3.5	▲15,069	48,577
日本を除くアジア	135,046	174,150	29.0	193,267	221,546	14.6	▲58,221	▲47,396
BRICs計	30,943	43,122	39.4	29,591	56,874	92.2	1,352	▲13,752
ブラジル	11,776	9,205	▲21.8	3,213	5,404	68.2	8,563	3,801
ロシア	7,613	16,367	115.0	9,337	23,146	147.9	▲1,724	▲6,779
世界計	3,153,108	3,960,721	25.6	3,211,546	4,071,589	26.8	▲58,438	▲110,868

(注) アジアは、中国、香港、インド、インドネシア、日本、マレーシア、パキスタン、フィリピン、シンガポール、韓国、台湾、タイの合計である。

(資料) Office for National Statistics 「United Kingdom Balance of Payments: The Pink Book」 各号より日本総合研究所作成

ら▲2,215億ポンドへ14.6%増加した。これは対世界負債の伸び率の26.8%を大きく下回る。対アジア負債の世界シェアは6.0%から5.4%へ低下した。個別の国では、タイ（▲25.8%）と香港（1.4%）に対する負債の伸びが停滞した。また、日本については▲3.5%と減少した。他方で、台湾（128.7%）、中国（24.0%）、韓国（22.5%）に対する負債は比較的高く伸びた。アジアの多くの国々で経常収支黒字が定着し、外貨準備が大きく積みあがるなど、資金を海外に投資する余裕が生まれている。一方で、いくつかの国は、イギリスに対する資産の積み増しを控えている。

イギリスのアジア(除く日本)に対するネット投資ポジションの変化をみると、債務超過幅は2000年末から2004年末までの間に、▲582億ポンドから▲474億ポンドへ減少した。イギリスの対外純債務が拡大しているなかであって、アジアは逆の動きをしている。こうした傾向は、イギリスが積極的に資産を増加

させている北東アジアの国々と日本について顕著である。イギリスは、中国（12億ポンド）、台湾（101億ポンド）、韓国（144億ポンド）に対しては純資産を保有している。また、わが国に対するネット投資ポジションは2000年末の▲150億ポンドから2004年末に486億ポンドへ大幅に改善した。

3. 証券投資

近年急拡大しているイギリスの対内外証券投資の動向について、フローとストックの両面から述べる。まず、図表21を用いて、99年から2005年までの証券投資（フロー）の動向を取り上げる。これより、近年の特徴として、対外証券投資に占める株式の割合が高いことが指摘出来る。2005年には、対外証券投資の取得超過額（イギリスの投資家による買い越し額）のおよそ4割が株式投資であった。また、対外株式投資から対内株式投資の入超額（非居住者による買い越し額）を差し引いた

図表21 イギリスの対外・対内証券投資

(100万ポンド)

	対内証券投資			対外証券投資			収支（対内投資－対外投資）		
	株式	債券	合計	株式	債券	合計	株式	債券	合計
1999年	72,127	41,908	114,035	14,455	6,935	21,390	57,672	34,973	92,645
2000	113,593	51,039	164,632	20,521	45,042	65,563	93,072	5,997	99,069
01	23,065	25,072	48,137	44,464	42,087	86,551	▲21,399	▲17,015	▲38,414
02	3,164	47,846	51,010	▲3,189	4,200	1,011	6,353	43,646	49,999
03	9,738	86,154	95,892	19,684	16,583	36,267	▲9,946	69,571	59,625
04	▲8,388	94,844	86,456	56,647	84,206	140,853	▲65,035	10,638	▲54,397
05	2,661	128,474	131,135	64,319	96,919	161,238	▲61,658	31,555	▲30,103

(資料) Office for National Statistics「Financial Statistics」各号より日本総合研究所作成

収支をみると、かなりの出超（赤字）となっている。2005年には収支ベースで▲617億ポンドの株式を取得した。

債券投資については、イギリスの取得超過額以上に、対内債券投資の入超額が増える展開になっている。このため、債券投資の収支は大幅な入超（黒字）となっており、2005年には316億ポンドがネットでイギリスに流入した。株式と債券を合わせた証券投資全体では、対外投資が対内投資を上回り、2004年が▲544億ポンド、2005年が▲301億ポンドの出超となった。イギリスは、経常収支赤字国でありながらも、ネットベースで対外証券投資を積極的に進めている。

次に、証券投資についてネット投資ポジションをみると、次のような変化がみられる（図表22）。例えば、2000年末には株式のネット投資ポジションが▲1,751億ポンドであったのが、2005年末には▲293億ポンドま

でマイナス幅が縮小した。イギリスの活発な対外株式投資により、対外投資ポジションが大きく改善した。逆に、債券のネット投資ポジションは2000年末に832億ポンドのプラスであったのが、2005年末に▲582億ポンドのマイナスへ転じている。株式と債券をあわせ証券投資全体では、2000年末が▲919億ポンド、2005年末が▲876億ポンドとほとんど変化していないが、より投資リスクの高い株式のウェイトが高まった。

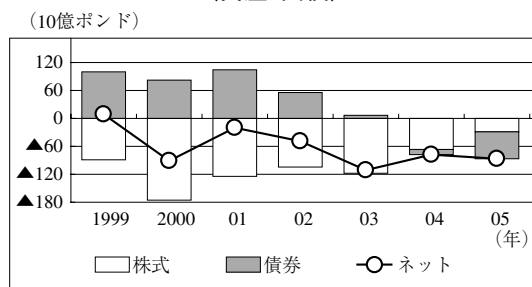
4. イギリス所在銀行の対外取引

(1) 資産

イギリスの国際収支に生じている変化の一つに、銀行部門の対外貸付・借入を含むその他投資部門の資産・負債が急拡大していることが挙げられる。その背景には、国内外の銀行で構成されるイギリス所在銀行の対外資金取引の活発化がある。イギリスは他の先進国と比較して、外国銀行のプレゼンスが高いという特徴をもつ。

図表23は、イギリス所在銀行の対外資産負債残高を、2000年末と2006年3月末について整理したものである。資産は2兆603億ドルから4兆3,507億ドルへ2.1倍の増加を記録した。これには、対先進国資産が銀行間取引を中心に急増したことが寄与している。個別国の動向としては、対米資産が4,047億ドルから1兆353億ドルへ2.6倍に増えたことが注目

図表22 イギリスの証券投資対外投資ポジション
(資産-負債)



(資料) Office for National Statistics 「Financial Statistics」 各号
より日本総合研究所作成

図表23 イギリス所在銀行の国・地域別資産負債残高

(10億米ドル)

	2000年末			2006年3月末		
	資産	負債	資産－負債	資産	負債	資産－負債
先進国計	1,685.7	1,311.0	374.7	3,500.3	2,951.6	548.7
欧州計	n.a	n.a	n.a	2,166.6	1,938.4	228.2
フランス	145.0	73.3	71.7	403.7	216.2	187.4
ドイツ	241.0	136.4	104.6	356.6	488.6	▲ 132.0
オランダ	95.4	80.6	14.9	285.7	330.9	▲ 45.2
スイス	170.2	249.2	▲ 79.0	185.8	335.1	▲ 149.3
アメリカ	404.7	324.4	80.3	1,035.3	787.5	247.8
日本	166.0	171.8	▲ 5.8	171.0	165.8	5.1
オフショア金融センター	184.3	233.6	▲ 49.2	517.5	807.2	▲ 289.6
ケイマン諸島	62.8	63.8	▲ 1.0	221.9	245.2	▲ 23.2
ジャージー島	13.7	90.0	▲ 76.3	80.1	208.5	▲ 128.4
香港	23.0	60.8	▲ 37.9	34.7	67.4	▲ 32.6
シンガポール	26.9	51.2	▲ 24.4	40.7	74.9	▲ 34.2
新興成長地域	98.6	181.2	▲ 82.6	256.9	439.9	▲ 183.0
欧州	14.6	21.0	▲ 6.5	91.0	134.7	▲ 43.7
アフリカ・中東	35.8	97.3	▲ 61.6	66.2	180.7	▲ 114.5
ラテンアメリカ・カリブ	24.5	20.3	4.2	27.8	24.9	3.0
アジア太平洋	23.8	42.6	▲ 18.8	71.8	99.7	▲ 27.9
BRICs	18.6	31.3	▲ 12.7	72.8	143.7	▲ 70.9
ブラジル	7.4	4.9	2.4	8.3	7.1	1.2
ロシア	4.2	9.5	▲ 5.2	44.2	88.1	▲ 43.9
インド	3.2	8.0	▲ 4.8	10.4	32.9	▲ 22.4
中国	3.8	8.9	▲ 5.1	9.9	15.6	▲ 5.7
世界合計	2,060.3	2,172.9	▲ 112.6	4,350.7	4,851.2	▲ 500.5

(注) 図表に掲載した以外の国・地域もあるため、世界合計に一致せず。

(資料) Bank of Englandウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

される。大西洋を挟んだ隣国に対して多額の資金が貸し付けられた。欧州に対する資産は2006年3月末に2兆1,666億ドルとなり、全体の49.8%を占めた。一方、対欧米諸国とは異なり、わが国に対する資産は同期間に1,660億ドルから1,710億ドルへ3.0%の増加にとどまった。

オフショア金融センターに対する資産は、2000年から2006年3月末までの間に、1,843億ドルから5,175億ドルへ2.8倍に増えた。と

くにケイマン諸島(628億ドル→2,219億ドル)、ジャージー島(137億ドル→801億ドル)向けが急増した。これは、オフショア金融センターで設立される各種ファンドへの投資を背景としていると思われる。

対新興成長地域は986億ドルから2,569億ドルへ2.6倍に拡大した。ラテンアメリカ・カリブ地域を除き、欧州(146億ドル→910億ドル)、アジア太平洋(238億ドル→718億ドル)、アフリカ・中東(385億ドル→662億ドル)に

対して保有している資産が急増した。これはイギリス国籍の銀行を含め、イギリス所在銀行が新興成長国への貸し出し姿勢を積極化させている表れである。ただし、新興成長地域に対する資産の世界シェアは、2000年末の4.8%から、2006年3月末に5.9%へとわずかな上昇にとどまった。

(2) 負債

イギリス所在銀行の対外負債は、2000年末の▲2兆1,729億ドルから2006年3月末に2.2倍増加し▲4兆8,512億ドルとなった。対先進国は、銀行間取引を中心に▲1兆5,092億ドルから▲2兆9,516億ドルへ2.0倍に増えたものの、その増加率は対世界のそれを下回った。先進国に対する負債の割合は69.5%から60.8%へ低下しており、イギリス所在銀行は非先進国からの資金調達の割合を増やした。わが国に対する負債は2000年末の▲1,718億ドルから2006年3月末に▲1,658億ドルへと、60億ドルの減少となった。これは、先進国のなかで唯一の例であり、邦銀の国際的な資金供給力の低下を反映している。わが国とイギリス所在銀行との銀行取引は、わが国の金融システムが回復過程に入り、ジャパン・プレミアムがほぼ解消するなど金融環境が好転しても、増勢に転じていない。

オフショア金融センターに対する負債は、▲2,336億ドルから▲8,072億ドルへ3.5倍に拡大した。2006年3月末時点で、イギリス所

在銀行の負債に占める割合は16.6%に高まった。

新興成長地域に対する負債は、▲1,812億ドルから▲4,399億ドルへ2.4倍の伸びとなった。ラテンアメリカ・カリブ（▲203億ドル→▲249億ドル）、欧州（▲210億ドル→▲1,347億ドル）、原油輸出で潤うアフリカ・中東（▲973億ドル→▲1,807億ドル）、経常収支黒字が定着したアジア太平洋（▲426億ドル→▲997億ドル）など、新興成長地域に対する負債が軒並み増加した。

(3) ネット対外投資ポジション

イギリス所在銀行の対外資産から対外負債を差し引いた純資産は、2000年末の▲1,126億ドルから2006年3月末に▲5,005億ドルへマイナス幅を拡大させた。ネット対外投資ポジションをみると、オフショア金融センターや新興成長地域から取り入れた資金を、先進国へ放出している姿が浮かび上がる。

先進国に対する純資産は同期間に2,449億ドルから5,487億ドルへ増加した。国別では、アメリカに対する純資産が803億ドルから2,478億ドルへ、フランスに対する純資産が717億ドルから1,874億ドルに拡大したことが寄与している。さらに、小幅ではあるが、日本に対するポジションが▲58億ドルの負債超過から51億ドルの資産超過に転換したことも純資産の拡大に寄与した。また、イギリス所在銀行は2006年3月末時点で、欧州全体に対

しては2,282億ドルの純資産を保有しているが、ドイツ、オランダ、スイスなどの経常収支黒字国からはネットで資金を取り入れている。

オフショア金融センターとの間で大きな変化が見られた。2000年末に、イギリス所在銀行のネット対外投資ポジションは▲492億ドルのマイナスであったが、その後、資産、負債が両建てで拡大するなかであって、2006年3月末には▲2,896億ドルにマイナス額が拡大した。とくに、ケイマン諸島とジャージー島に対する純債務が急増している。

イギリス所在銀行は新興成長地域からネットベースで多額の資金を調達するようになった。イギリス所在銀行のネット対外投資ポジションは、2000年末の▲826億ドルから2006年3月末には▲1,830億ドルへ拡大した。欧州（▲65億ドル→▲439億ドル）、アフリカ・中東（▲616億ドル→▲1,145億ドル）、アジア太平洋（▲188億ドル→▲279億ドル）といずれもマイナス幅を拡大させた。BRICsを形成する4カ国で括ると、2000年末から2006年3月末までの間に、イギリス所在銀行の対BRICs資産、負債がともに4倍程度拡大する状況下、ネット対外投資ポジションのマイナス幅が▲127億ドルから▲709億ドルに増加した。イギリス所在銀行はBRICsからもネットで資金を調達している。

(4) イギリス所在銀行の対外資産の通貨構成

イギリス所在銀行の対外資産が急拡大する過程で、その通貨構成に変化が生じた。図表24より、世界の主要通貨の力関係の変化を読み取ることが出来る。まず、自国通貨であるポンドのシェアは2001年末、2006年3月末とも10.6%で変わっておらず、イギリス所在銀行の対外資産の大半が外貨建てである状態が続いている。外貨では、ユーロのシェアが31.5%から37.3%へと着実に高まっており、統一通貨誕生の効果が表れている。ドルはシェアを44.3%から41.2%へ若干低下させたものの、依然もっとも重要な通貨としての地位を保っている。欧米諸国の通貨とは対照的に、円の長期低落傾向に歯止めがかかっていない。そのシェアは同期間に6.7%から3.7%へ急落した。円建ての資産は金額ベースでも伸びが停滞しており、1,457億ドルから1,591

図表24 イギリス所在銀行の対外資産の通貨構成

(10億ドル)

	2001年末		2006年3月末	
		シェア(%)		シェア(%)
米ドル	959.6	44.3	1,788.9	41.2
ユーロ	680.9	31.5	1,621.7	37.3
ポンド	230.1	10.6	462.0	10.6
円	145.7	6.7	159.1	3.7
スイスフラン	45.6	2.1	59.6	1.4
その他通貨	103.0	4.8	254.6	5.9
合計	2,164.8	100.0	4,345.9	100.0

(資料) Bank of Englandウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

億ドルへわずかに9.2%の増加にとどまった。

(5) イギリス所在銀行の対外資産の国籍別構成

イギリスでは、対外資産に占める外国銀行のシェアが極めて高い。図表25は、イギリス所在の先進7カ国の銀行の対外資産を銀行の国籍別に整理したものである。80年代中頃より金融ビッグバンが推進されてきた過程で、イギリスの銀行の地盤沈下が長らく指摘されてきた。ところが2001年末から2006年3月末までの間に、その資産は5,155億ドルから1兆1,887億ドルへ2.3倍に増えたのみならず、シェアは28.1%から33.8%へ5.7%ポイントも高まった。これにはグローバル化を積極的に進めている香港上海銀行やロイヤル・バンク・オブ・スコットランドなどの動向が反映されていると思われる。欧州大陸諸国では、ス

イスが16.2%から19.0%へ大きくシェアを伸ばした。ドイツは、22.6%から23.3%へ微増、フランスは7.3%で変わらずとなった。一方、イタリアは、4.1%から1.9%へとシェアを低下させた。欧州5カ国のシェアは、78.3%から85.3%へ上昇した。これは、80年代末よりグローバル化に取り組んできた欧州大陸の有力銀行が、イギリスにおける地位を高めたためといえよう。欧州勢とは対照的に、アメリカは13.4%から10.7%へシェアを低下させた。日本にいたっては、シェアを8.2%から4.0%へ半減させており、その退潮振りが著しい。

5. 対外投資収益率

多額の対外資産と対外負債を抱える対外純債務国であるイギリスにとって、高い対外投資収益率を維持出来る態勢を整えることの意味は大きい。対外投資収益率を対内投資収益率より高い状態を保つことが出来れば、経常収支を構成する所得収支の悪化を抑制することが出来る。

図表26は、部門別の毎年の投資収益(income earned and paid)を年末の投資総額(残高)で除して、投資収益率を算出したものである。直接投資の投資収益率は一貫してもっとも高く、2005年には10.5%に達した。証券投資は98年の4.2%をピークに緩やかに低下しており、2005年には3.4%となった。その他投資の低下幅は比較的大きく、2005年には2.2%となった。証券投資とその他投資という、近

図表25 イギリス所在銀行の対外資産の銀行国籍別内訳

(10億ドル)

	2001年末		2006年3月末	
		シェア(%)		シェア(%)
ドイツ	413.5	22.6	817.3	23.3
イギリス	515.5	28.1	1,188.7	33.8
アメリカ	246.2	13.4	377.2	10.7
スイス	297.4	16.2	668.6	19.0
日本	150.7	8.2	139.0	4.0
フランス	133.3	7.3	255.6	7.3
イタリア	74.9	4.1	66.7	1.9
7カ国合計	1,831.4	100.0	3,513.1	100.0

(資料) Bank of Englandウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

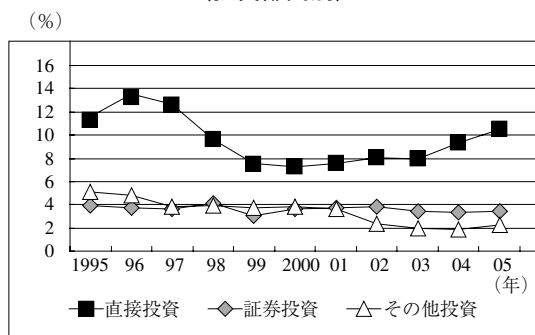
年対外ポジションが急増している分野の投資収益率は伸び悩んでいる。

図表27は、イギリスの対外投資と非居住者による対内投資の収益率格差（対外投資－対内投資）を、部門別に整理したものである（ただし、投資先の国・地域の景気や本国への利

益送金などにより振れる面がある）。これによると、イギリスの対外投資収益率が対内投資のそれをもっとも上回っているのは、直接投資である。2005年には対内投資を3.2%ポイント上回る収益率を確保した。証券投資は、99年以前はマイナスであったが、それ以降はプラスを維持している。その他投資はイギリスの対外投資収益率の方が下回っており、2005年には▲0.3%となった。

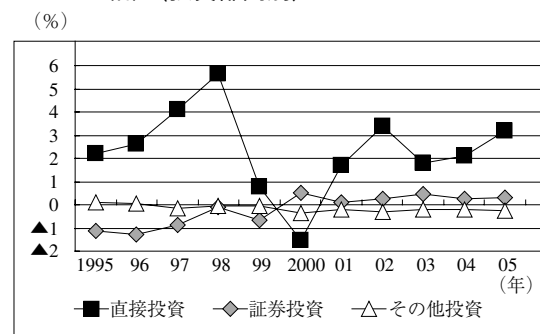
図表28は、投資収益率の国・地域別の推移を示している。2003年から2005年まで、対世界の投資収益率が3.9%、3.7%、3.8%となり、対内投資収益率である3.1%、3.0%、3.0%を上回った。イギリスは対外投資を積極的に展開すると同時に対内投資を呼び込み、かつネットの収益率をプラスに維持している。2004年の対外資産負債残高のデータをあてはめると、1,465億ポンドの対外運用益を確保する一方で、1,221億ポンドを非居住者に支払った計算になる。差し引きで年間244億

図表26 イギリスの対外投資収益率
(投資部門別)



(資料) Office for National Statistics「United Kingdom Balance of Payments: The Pink Book 2006」より日本総合研究所作成

図表27 イギリスの対外投資と対内投資の収益率格差(投資部門別)



(資料) Office for National Statistics「United Kingdom Balance of Payments: The Pink Book 2006」より日本総合研究所作成

図表28 イギリスの地域別対外資産・対内負債収益率

	対外資産収益率			対内負債収益率		
	2003年	04	05	2003	04	05
EU25	3.9	3.6	3.4	3.2	3.2	3.2
欧州全体	3.8	3.6	3.5	3.1	3.0	3.0
アメリカ	4.0	4.0	3.7	3.4	3.4	3.5
アジア全土	3.6	3.5	3.8	3.0	2.0	2.2
その他世界	4.8	4.3	5.0	2.9	2.8	2.6
世界全体	3.9	3.7	3.8	3.1	3.0	3.0

(資料) Office for National Statistics「United Kingdom Balance of Payments: The Pink Book 2006」より日本総合研究所作成

ポンドの運用益を確保している。さらに、ロンドンが国際金融センターとして対外投資と対内投資の一大拠点として機能していることは、イギリスに大きな経済効果をもたらしている。

地域別の対外投資収益率をみると、EU25カ国および欧州全体は低下基調にある。アメリカは比較的高く、アジアの上昇が著しい。新興成長地域で構成されるその他世界は5.0%と最も高い投資収益率を記録した。

6. 小活

2002年以降、世界的に国境を越えた資金取引や銀行部門の対外資産・負債の急速な拡大が進展するなか、イギリスは国際金融センターとしての地位を確固たるものとした。経常収支尻やネット対外投資ポジションに制約されることなく、資金仲介機能をいかに発揮している。外国銀行を含むイギリス所在銀行は、ネットベース（対外資産－対外負債）でみると、オフショア金融センターや新興成長地域から調達した資金を、先進諸国に還流している。さらに、対外証券取引についても、株式投資を含めて国際的な資金仲介機能と運用機能を高めている。

イギリスは、世界のあらゆる国・地域との取り引きを拡大している。大西洋を挟んだ隣国であるアメリカとの取引が活発である。欧州大陸諸国との間では、証券投資、銀行取引の両面で取引を増やしている。

イギリスの資産運用能力は、投資収益率をみる限り高いといえる。とりわけ、対外投資ポジションが資産超過となっている直接投資は極めて高い。証券投資の対外投資収益率は対内証券投資を上回っている。その一方で、ネット対外投資ポジションがマイナスになっているその他資産は、対外投資収益率が対内投資収益率を下回っている。

Ⅳ. ユーロ圏

国際資金フローにおけるユーロ圏（イギリスを除く主要EU加盟国）の重要性が高まっている。とりわけ、国際金融市場における欧州大陸の銀行のプレゼンスは圧倒的である。ユーロ圏は対外資金取引で、米英のみならず、新興成長地域や石油輸出国との関係を着実に深めている。以下では、ユーロ圏を構成する国々を合計した国際収支統計を用いて述べる。

1. 経常収支・資本収支

ユーロ圏の経常収支は、国によりばらつきがあるものの、地域全体としてはほぼ均衡している（注5）。図表29で97年から2005年までの推移を追うと、経常収支尻は、2000年の▲676億ユーロの赤字から2004年の556億ユーロの黒字の範囲に収まっている。ユーロ圏は、アメリカのように経常収支赤字のファイナン

スが、国際資金フローとの関連で問題視されている地域ではない。

投資収支（直接投資、証券投資、金融派生商品、その他投資、外貨準備で構成）についても、比較的安定している。2005年から2006年にかけて、証券投資収支（対外投資－対内投資）の黒字拡大と、その他投資の黒字転換を背景に流入超となっている。2006年1－8月には1,159億ユーロもの資金が流入超と

なった（他方で、誤差脱漏が▲907億ユーロに達した）。直接投資収支は、域内企業の対外投資が活発なため、ほぼ一貫して流出超である。

2. 証券投資

図表30が示すとおり、90年代末から活発化した証券投資は、2001年に一時的に停滞したものの、活況を取り戻した。しかも、2001年

図表29 ユーロ圏の国際収支

(10億ユーロ)

	経常収支	資本収支	投資収支						誤差脱漏
			合計	直接投資	証券投資	金融派生商品	その他投資	外貨準備	
1997年	56.7	13.0	n.a.	▲44.4	▲24.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
98	26.7	12.4	▲67.0	▲81.3	▲109.9	▲8.2	124.2	8.2	27.9
99	▲23.8	12.8	13.5	▲119.5	▲41.4	3.3	161.0	10.1	▲2.5
2000	▲67.6	9.8	68.4	▲14.9	▲111.6	▲3.4	180.8	17.6	▲10.7
01	▲11.0	6.5	▲45.5	▲118.1	66.1	▲0.8	▲10.5	17.8	50.1
02	57.8	10.2	▲62.1	2.1	107.3	▲10.9	▲158.3	▲2.3	▲5.9
03	32.4	12.3	▲0.5	▲11.4	73.6	▲14.4	▲76.1	27.8	▲44.3
04	55.6	16.6	▲21.1	▲64.2	68.2	▲6.6	▲30.9	12.4	▲51.1
05	▲8.2	11.9	37.4	▲202.3	156.9	▲10.7	75.5	18.0	▲41.1
06年1-8月	▲35.8	10.6	115.9	▲91.0	80.2	▲19.9	135.5	11.1	▲90.7

(資料) Euro Central Bank「Monthly Bulletin」各号より日本総合研究所作成

図表30 ユーロ圏の対外・対内証券投資

(10億ユーロ)

	総計	株式			債券およびノート			短期金融商品		
		資産	負債	収支	資産	負債	収支	資産	負債	収支
1998年	▲109.9	▲116.2	104.0	▲12.2	▲238.9	121.3	▲117.6	▲8.2	28.1	19.9
99	▲41.4	▲156.5	93.0	▲63.5	▲154.9	117.0	▲37.9	0.1	59.9	60.0
2000	▲111.6	▲285.9	49.9	▲236.0	▲114.3	239.2	124.9	▲10.5	10.0	▲0.5
01	68.1	▲104.8	233.2	128.4	▲155.8	114.0	▲41.8	▲27.6	9.1	▲18.5
02	103.5	▲40.2	90.8	50.6	▲88.9	127.7	38.8	▲44.8	58.9	14.1
03	73.7	▲80.0	110.4	30.4	▲176.9	200.0	23.1	▲22.0	42.2	20.2
04	68.2	▲106.6	123.9	17.3	▲177.3	272.1	94.8	▲58.4	14.5	▲43.9
05	157.1	▲134.6	282.8	148.2	▲257.2	242.5	▲14.7	▲14.1	37.7	23.6

(資料) Euro Central Bank「Monthly Bulletin」各号より日本総合研究所作成

以降は対内投資が対外投資を上回る状態にあり、海外からネットで証券投資を受け入れている。経常収支尻が赤字であるか黒字であるかにかかわらず、証券投資は活発である。

対外株式投資については、2001年から2002年にかけての低迷期からの回復ペースが遅かった。2005年によりやうく▲1,346億ユーロの取得超過となった。一方、ユーロ圏への株式投資の流入が急増している。同年には2,828億ユーロの取得超過となった。対外投資から対内投資を差し引いた収支ベースでは、ネットで1,482億ユーロもの株式投資が域内に流入した。

ユーロ圏の対外債券投資が、株式投資を上回る勢いで拡大している。2005年には▲2,572億ユーロと過去最大の取得超過となった。そ

の一方で、域外投資家による取得も増えており、2003年から2005年まで3年連続で2,000億ユーロを上回る資金が債券市場に流入した。株式投資と同様に、債券投資もネットで域内に流入している（除く2005年）。

ユーロ圏がどの国・地域に対して積極的に証券投資を行っているかを、図表31で確認する（注6）。2005年の対外証券投資の取得超過額は▲4,431億ユーロに達した。証券の内訳をみると、株式が▲1,404億ユーロ、債券が▲3,027億ユーロの取得超過となっており、債券の割合が68.3%と高い。

地域別には、ユーロ圏以外の欧州連合（European Union）が▲1,799億ユーロ、40.6%と最大の投資先となっている。そのなかでイギリスに対する証券投資は▲1,281億ユーロ

図表31 ユーロ圏の地域別対外証券投資（資産）

(10億ユーロ)

	合計	ユーロ圏を除く欧州連合 (EU)						カナダ	日本	スイス	アメリカ	オフショア 金融 センター	その他
		小計	デンマーク	スウェーデン	イギリス	その他 EU諸国	EU機関						
[2004年]													
証券投資	▲282.2	▲108.8	0.9	▲8.2	▲81.6	▲14.6	▲5.2	▲4.6	▲42.9	1.5	▲55.0	▲34.5	▲37.8
株式	▲73.6	▲8.6	3.1	▲0.5	▲9.9	▲1.2	▲0.1	▲2.4	▲17.4	2.0	▲20.4	▲13.7	▲13.1
債券	▲208.6	▲100.2	▲2.3	▲7.7	▲71.8	▲13.4	▲5.1	▲2.2	▲25.6	▲0.5	▲34.6	▲20.8	▲24.7
中長期債	▲149.5	▲76.1	▲0.3	▲6.6	▲52.2	▲11.4	▲5.6	▲2.5	▲8.9	▲0.9	▲34.2	0.5	▲27.3
短期債	▲59.1	▲24.1	▲1.9	▲1.1	▲19.6	▲2.1	0.6	0.3	▲16.7	0.4	▲0.4	▲21.3	2.7
[2005年]													
証券投資	▲443.1	▲179.9	▲11.6	▲11.2	▲128.1	▲18.9	▲10.0	▲9.2	▲36.2	▲5.5	▲71.2	▲60.5	▲80.7
株式	▲140.4	▲43.6	▲1.9	▲5.0	▲33.5	▲3.2	0.0	▲3.5	▲21.0	▲4.4	▲14.4	▲16.2	▲37.4
債券	▲302.7	▲136.3	▲9.8	▲6.2	▲94.6	▲15.7	▲10.0	▲5.7	▲15.2	▲1.1	▲56.8	▲44.2	▲43.3
中長期債	▲283.4	▲110.4	▲8.7	▲5.7	▲69.5	▲16.1	▲10.4	▲6.0	▲15.5	0.9	▲77.6	▲36.7	▲38.2
短期債	▲19.3	▲26.0	▲1.1	▲0.5	▲25.1	0.4	0.4	0.3	0.3	▲2.0	20.8	▲7.6	▲5.1

(注) マイナス符号は、対外証券投資（資産）の増加を示す。

(資料) Euro Central Bank「Monthly Bulletin」各号より日本総合研究所作成

と突出している。株式投資（▲335億ユーロ）よりも債券（▲946億ユーロ）中心の資金配分となっている。イギリスの中長期債の取得超過額（▲695億ユーロ）は対アメリカ（▲776億ユーロ）に迫っている。

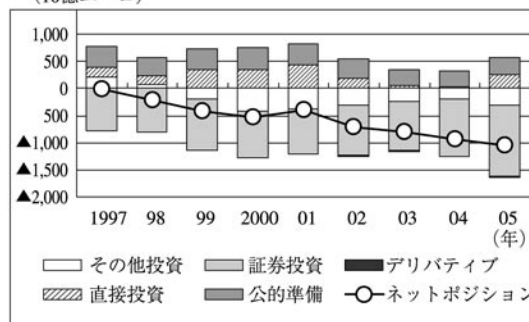
2005年の対米証券取得超過額は、対英に次いで多く、▲712億ユーロに達した。これは、同年のアメリカの経常収支赤字の1割弱に相当する。投資対象の内訳としては、債券投資が▲568億ドルと大勢を占めている。短期債投資については、政策金利の相次ぐ引き上げを背景に流入超（208億ユーロの売却超過）になった。

オフショア金融センターに対する証券取得超過額は▲605億ユーロで、全体の13.6%を占めた。欧州大陸諸国も積極的にオフショア金融センターに投資をしている。2005年の日本に対する証券取得超過額は▲362億ユーロで、シェアは8.2%にすぎない。株式の取得超過額（▲210億ユーロ）が債券（▲152億ユーロ）を上回ったのは、わが国の株価上昇を狙った資金流入が活発であったためと思われる。

3. 対外投資ポジション

ユーロ圏の対外投資ポジションの推移を、図表32で把握することが出来る。2005年末の対外純債務は▲1兆611億ユーロであった。ユーロ圏は、対外直接投資残高が2,591億ドルのプラスであり、公的準備として3,201億ユーロを保有している。それにもかかわら

図表32 ユーロ圏のネット対外ポジション
(10億ユーロ)



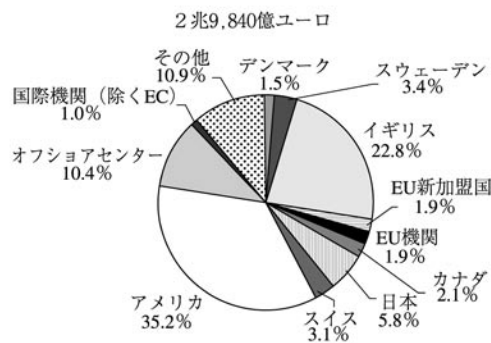
(資料) Euro Central Bankウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

ず対外純債務が▲1兆ユーロの大台を突破して拡大したのは、証券投資部門の純債務が▲1兆3,069億ユーロに膨れ上がったためである。その他投資部門の純債務も▲3,166億ユーロに達しており、対外借入の多さが見て取れる。

次に、図表33で、ユーロ圏の対外証券投資残高の投資国・地域を確認する。2004年末の対外証券投資残高（2兆9,840億ユーロ）の構成比をみると、アメリカがもっとも多く1兆502億ユーロ、35.2%を占めている。イギリス、デンマーク、EU新規加盟国、EU機関、スイスの合計である欧州は、アメリカを上回る1兆330億ユーロ、34.7%となった。オフショア金融センターへの投資残高も3,244億ユーロ、10.4%と二桁にのせている。一方、対日証券投資残高は1,743億ユーロで、シェアは5.8%と少ない。

図表34は、ユーロ圏の対外資産負債の構成

図表33 ユーロ圏の対外証券投資残高の投資先構成比（2004年末）



（資料）Euro Central Bankウェブサイト掲載データベースより
日本総合研究所作成

図表34 ユーロ圏の対外資産負債の構成比

	（%）		
	2000年(B)	2005年(A)	(A) - (B)
対外資産（10億ユーロ）	6,899.3	10,511.3	3,612.0
直接投資	25.3	24.4	▲ 0.9
証券投資	34.1	35.8	1.6
金融派生商品	1.5	2.2	0.7
その他投資	33.4	34.6	1.2
外貨準備	5.7	3.0	▲ 2.6
合計	100.0	100.0	
対外負債（10億ユーロ）	7,424.3	11,572.4	4,148.1
直接投資	18.7	19.9	1.2
証券投資	43.2	43.8	0.6
金融派生商品	1.4	2.1	0.8
その他投資	36.7	34.2	▲ 2.5
合計	100.0	100.0	

（資料）Euro Central Bank「Monthly Bulletin」各号より日本総合研究所作成

比を2000年末と2005年末について比較したものである。対外資産は6兆8,993億ユーロから10兆5,113億ユーロへ、3兆6,120億ユーロ、52.3%の増加を記録した。ただし、構成比に

は大きな変化は生じなかった。シェアを低下させたのは、直接投資（25.3%→24.4%）、外貨準備（5.7%→3.0%）である。逆に高めたのは証券投資（34.1%→35.8%）、その他投資（33.4%→34.6%）、金融派生商品（1.5%→2.2%）である。

他方、対外負債は、7兆4,243億ユーロから11兆5,724億ユーロへ55.9%増加した。最大の構成項目は証券投資であり、2005年には2000年の43.2%をわずかに上回る43.8%を占めた。直接投資（18.7%→19.9%）と金融派生商品（1.4%→2.1%）の構成比が高まる一方で、その他投資（36.7%→34.2%）が低下した。

4. 小活

ユーロ圏は、対外資金取引を活発化させるとともに、対外資産負債を急速に積み上げている。そのなかにあつて、証券投資がフロー、ストック両面で比重を高めている。ユーロ圏は、イギリスという国際金融センターのグローバル運用能力に依存するのではなく、自ら対外投資を活発に行い、かつ巨額の資金を域内に呼び込んでいる。双方向での資金交流が拡大している。

（注5） ただし、ドイツという世界有数の経常収支黒字国と、スペインのような赤字国が域内にあり、国ごとの不均衡は大きい。

（注6） ユーロ地域の対外証券投資の地域別資料が、欧州中央銀行（ECB）が発行する「Monthly Bulletin」へ掲載されるようになったのは2004年分からである。

V. 日本

世界最大の債権国であるわが国が国際的な資金仲介機能を十分に発揮することが期待される。わが国は、対外資産の増加に伴い所得収支の黒字額が急増しているものの、証券投資を中心に国全体としての資金運用能力を高める必要がある。ストックとして保有する対外金融資産の運用能力の向上が不可欠である。以下では、わが国の95年以降の経常収支・資本収支動向を概観した上で、地域別の資金取引、対内外証券取引に焦点をあてて述べる。

1. 経常収支・資本収支

図表35は、わが国の国際収支の概要を95年から2005年についてまとめたものである。80年代より、わが国は経常収支黒字を原資に海外投資を行う資本輸出国であると考えられて

きた。しかしながら、97年以降は、アジアと国内の双方で金融システムが動揺したことなどから、わが国の資本輸出に変調が生じた。そして、2005年になり、ようやく直接投資の流出超過額が拡大し、証券投資とその他投資が流入超過から流出超過に転化した。つまり、わが国は同年になり経常収支黒字（18兆2,591億円）に見合った資本輸出（資本収支は▲14兆69億円の赤字）をするという、96年以前の姿に近づいたのである。なお、資本収支が2003年と2004年に流入超となっているのは、外為市場での多額の円売り・ドル買い介入の実施に伴い外貨準備高が急増したためである。

図表36には、わが国の資本輸出のパターンを把握するための一つの尺度として、経常収支黒字に対する投資収支の構成項目の比率を示した。わが国は97年までは経常収支黒字の2～3倍の対外投資を行っていた。しかし、

図表35 わが国の国際収支

	1995年	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05
経常収支	103,862	71,579	117,339	155,278	130,522	128,755	106,523	141,397	157,668	186,184	182,591
資本収支	▲62,750	▲33,471	▲151,324	▲170,822	▲62,744	▲94,234	▲61,725	▲84,775	77,341	17,369	▲140,069
投資収支	▲60,606	▲29,934	▲146,445	▲151,509	▲43,656	▲84,287	▲58,263	▲80,558	82,013	22,503	▲134,579
直接投資	▲21,249	▲25,236	▲27,548	▲27,437	▲11,393	▲25,039	▲39,000	▲28,891	▲26,058	▲25,032	▲47,400
証券投資	▲30,772	▲45,140	41,402	▲57,989	▲30,022	▲38,470	▲56,291	▲131,486	▲114,731	23,403	▲10,700
金融派生商品			▲7,166	1,035	▲3,305	▲5,090	1,853	2,630	6,074	2,590	▲8,023
その他投資	▲8,585	40,442	▲153,133	▲67,118	1,064	▲15,688	35,175	77,189	216,728	21,542	▲68,456
その他資本収支	▲2,144	▲3,537	▲4,879	▲19,313	▲19,088	▲9,947	▲3,462	▲4,217	▲4,672	▲5,134	▲5,490
外貨準備増減	▲54,235	▲39,424	▲7,660	9,986	▲87,963	▲52,609	▲49,364	▲57,969	▲215,288	▲172,675	▲24,562
誤差脱漏	13,127	1,317	41,645	5,558	20,184	18,088	4,567	1,348	▲19,722	▲30,879	▲17,960

(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

図表36 わが国の投資収支（資産）の経常収支黒字に対する比率

	1995年	96	97	98	99	2000	01	02	03	04	05
投資収支	191.8	204.0	299.9	80.8	▲ 79.3	103.2	▲ 3.2	▲ 2.3	▲ 8.1	114.9	74.2
直接投資	20.5	35.6	26.8	20.4	19.8	26.4	43.7	28.6	21.2	18.0	27.6
証券投資	77.1	174.9	71.6	97.6	145.3	71.8	122.7	71.9	130.3	101.6	118.6
金融派生商品	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
その他投資	94.3	▲ 6.5	201.5	▲ 37.1	▲ 244.5	5.0	▲ 52.7	▲ 34.2	▲ 111.9	28.1	67.4

(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

国内金融危機の顕在化とともに低迷期に入り、98年から2003年まで、2000年を例外として経常収支黒字を下回る資本流出が続いた。

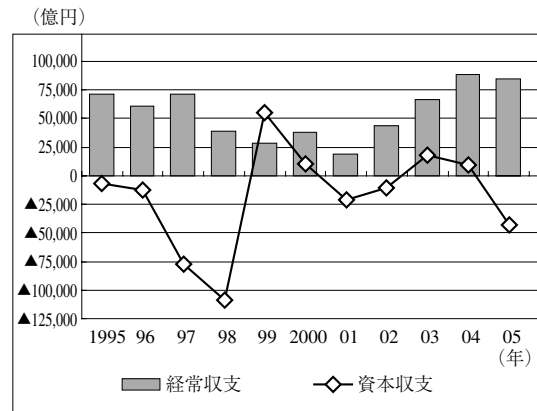
2. 地域別資本収支

(1) 対アジア

わが国の資本収支の動向をアジア、アメリカ、西欧の三つの国・地域を取り上げて分析する。まず、わが国とアジアの資金交流をみると、地理的に隣接しているにもかかわらず、伸び悩んでいる。世界最大の債権大国であるわが国から新興成長地域であるアジアに対する資本輸出よりも、アジアから日本への資本輸出の方が活発である。

わが国の対アジア経常収支は一貫して黒字であり、しかも2003年以降は黒字幅が拡大している（図表37）。2005年には8兆4,901億円の黒字となった。その一方で、対アジア資本収支の赤字幅は、経済危機に見舞われた影響でその他投資（銀行部門の貸付・借入を含む）の出超額が急増した97年と98年を除くと、経

図表37 日本の対アジア国際収支

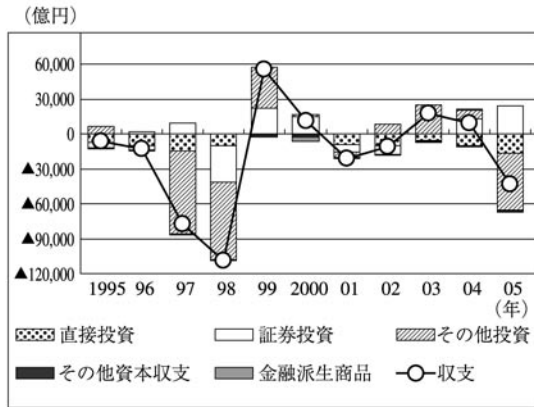


(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

常収支黒字を下回っている。加えて、99年、2000年、2003年、2004年については、経常収支と資本収支の双方が黒字となった。

わが国の対アジア資本収支の内訳について、図表38を用いて述べる。資本収支は、投資収支（直接投資、証券投資、金融派生商品、その他投資）、ならびにその他資本収支で構成されている。対アジア資本収支の特徴として、以下の3点が指摘出来る。第1は、直接

図表38 わが国の対アジア資本収支



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

投資が常に流出超になっていることである。周知のように、わが国の対アジア直接投資は活発であり、2005年の取得超過額は1兆7,980億円となった。他方、アジアからわが国への直接投資は、不動産などの分野で増加しているものの、2005年の取得超過額は1,806億円にとどまった。

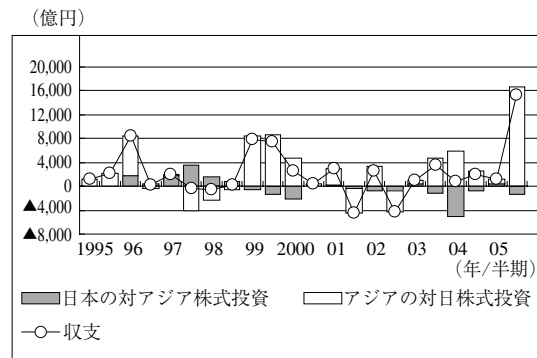
第2は、わが国とアジアの証券投資の交流が低調なことである。わが国の対アジア証券取得超過額は2005年に95年以降では最高の▲3,158億円に達した。それでも、同年の対アジア資本収支赤字幅の13.1%にすぎない。過去11年のうち、日本の対アジア証券投資が売り越し（取得＜処分）となった年が6回もある。さらに、わが国の対アジア証券投資取得超過額からアジアの対日証券投資取得超過額を差し引いた収支ベースで、流入超となった

年が5回ある。これは、わが国がアジアへ投資する以上にアジアから証券投資を受け入れたことを意味する。とくに、2004年と2005年には、アジアの投資家はわが国の証券を2兆1,655億円、2兆7,184億円買い越した。証券投資収支は、1兆2,910億円、2兆4,026億円もの黒字となった。

アジアとの証券投資を株式と債券に分けて分析すると、次のような姿が浮かび上がる。図表39は、わが国の対アジア株式投資の取得超過額およびアジアの対日株式投資の取得超過額の推移を示している。一目でわかるように、後者が前者を大きく上回っている。とくに2004年と2005年にアジアの投資家は、8,488億円、1兆7,604億円と巨額の株式を買い越した。これに対して、わが国のアジア株式の買い越し額は5,789億円と968億円であった。

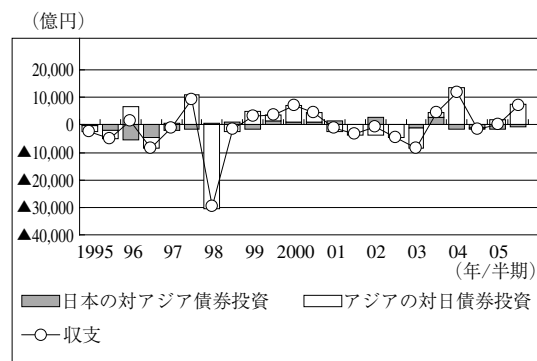
図表40は、日本とアジアとの債券投資の動きを示している。株式投資と同様に、日本の対アジア投資よりも、アジアの対日投資の方が活発である。2005年のわが国のアジア債券取得超過額は▲2,189億円で、対世界の1.1%を占めるにすぎない。他方、アジアによるわが国債券の取得超過額は、経済危機後の調整期を経て回復に転じ、2004年には1兆3,167億円、2005年には9,581億円に達した。ここ数年にわたりアジア債券市場構想が関心を集め、その文脈のなかでわが国からアジアの債券市場へ資金が還流することが期待されている。しかしながら、実際の資金の動きは正反

図表39 わが国のアジアとの株式投資



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

図表40 わが国のアジアとの債券投資



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

対になっている。

対アジア資本収支の第3の特徴は、その他投資収支の変動が非常に大きいことである。97年までわが国は、この部門の対アジア取得超過額を増やしていた。ところが、一転して98年から2004年までアジアから資金を回収し続けた。その他投資が増勢に転じたのは2005

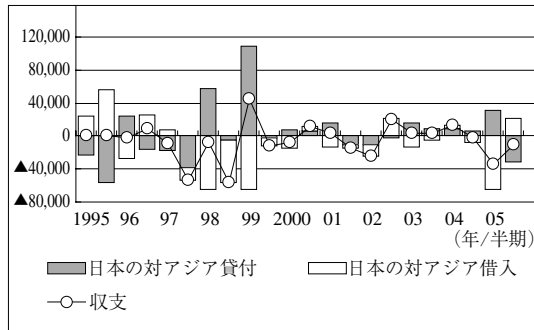
年に入ってからである。その他投資収支は99年から2004年まで、2001年を除いて流入超となった。つまりアジアからの借入などの方がわが国の対アジア貸付などを上回った。2005年については、わが国のアジア向け出超額が▲1兆2,930億円となったことに加えて、アジアがわが国から▲3兆6,462億円を引き揚げたため、合計で▲4兆9,392億円の資金が日本からアジアへ向かった。

図表41は、その他投資を構成する最大の項目である貸付と借入の推移を描いたものである。わが国は、98年から99年にかけてアジアとわが国の双方が経済危機に見舞われるという状況下において、多額の資金をアジアから引き揚げた。わが国が大幅な流出超を記録したのは2005年1－6月期(▲3兆1,596億円)になってからのことであった。わが国のアジアからの借入をみると、97年以降アジアはわが国から資金を引き揚げてきたことがわかる。2005年1－6月期には▲6兆5,294億円もの資金が、シンガポールと香港を中心に還流した。貸付から借入を差し引いた収支ベースで、わが国がアジアに対して資金の出し手に転じたのは、経済危機が発生してから7年が経過した2004年7－12月期のことであった。

(2) 対アメリカ

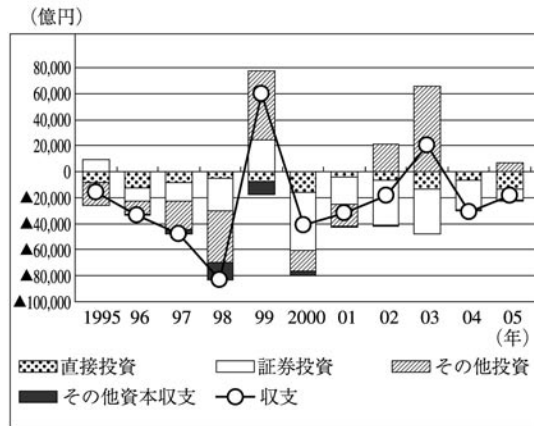
わが国の国際収支を分析するにあたり、アメリカは最も重要な国である。日本の地域別

図表41 わが国のアジアとの貸付・借入
(億円)



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

図表42 わが国の対米資本収支



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

経常収支黒字を2005年についてみると、アメリカに対する黒字（11兆1,170億円）はアジアに対する黒字（8兆4,901億円）を上回っている。また、わが国の資本収支の出超額を地域別にみるとアメリカが最大であり、2000年から2005年までの間に、年平均で▲2兆100億円もの資金が向かった。しかし、それは経常収支黒字（同10兆102億円）を大幅に下回っている。わが国は対米経常収支黒字を、資本輸出というかたちで十分には還流していない。

図表42で対米資本収支を部門別にみると、次の点が特徴として指摘出来る。第1は、直接投資収支について、わが国の大幅な流出超が続いていることである。これは、対米経常収支黒字の還流に貢献するとともに、投資収益率の向上にも役立っている。

第2は、証券投資収支をみると、本邦投資

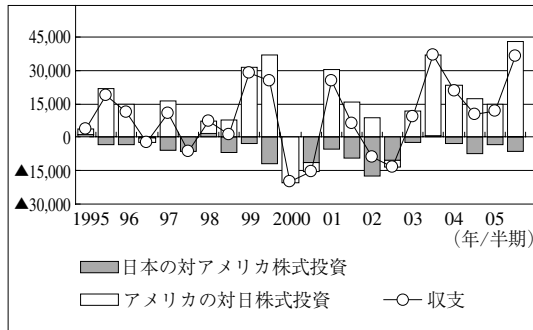
家が米国証券を大量に売り越した99年を除き、わが国の出超が定着していることである。わが国の対米証券取得超過額が、アメリカの対日証券取得超過額を上回っている。証券投資部門が対米経常収支黒字の還流にもっとも寄与している。

図表43は、わが国の対米株式投資の取得超過額およびアメリカの対日株式投資の取得超過額の推移を示している。前者をはるかに上回る株式投資が、アメリカからわが国へ流入している。本邦投資家は1990年代より株価が上昇基調を辿ってきたアメリカ企業への投資にはさほど積極的ではなかった。その一方で、アメリカの投資家は、わが国が「失われた10年」に陥っていたにもかかわらず、積極的に株式市場に資金を投入してきた。

わが国とアメリカとの債券投資の動向をみると（図表44）、株式投資と様相がまったく

図表43 わが国のアメリカとの株式投資

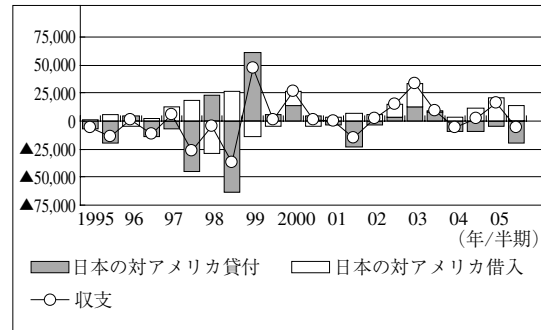
(億円)



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

図表45 わが国のアメリカとの貸付・借入

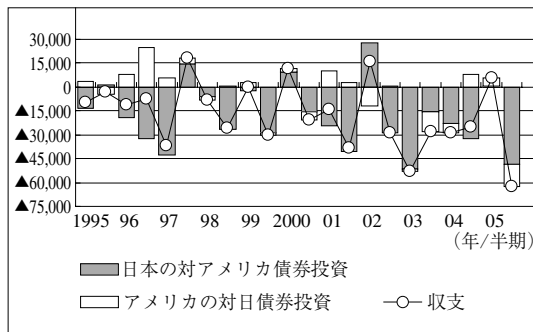
(億円)



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

図表44 わが国のアメリカとの債券投資

(億円)



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

異なり、わが国の大幅な流出超が続いている。2005年の取得超過額は▲4兆8,208億円に達し、米国債を積極的に購入した。その一方で、アメリカの対日債券投資は売り越し基調が続いている。

対米資本収支の第3の特徴は、その他投資部門の資産、負債の変動が大きいことである。

図表45が示すように、97年から99年にかけてわが国の金融危機が顕在化した際に、アメリカとの間で貸付、借入の増減幅が大きくなった。これは銀行の本支店間での活発な資金のやり取りと、米銀の邦銀に対する貸出枠の縮小を反映したものと思われる。2000年からは日本の対米貸付の出超とアメリカからの借入の流入超が定着している。

(3) 対西欧

わが国の西欧との国際収支の内訳は（注7）、アメリカとアジアのそれと大きく異なる。わが国は西欧に対して、経常収支黒字を計上し、かつ多額の資本収支黒字を保っている。すなわち、わが国から西欧に二つの経路を通じて大量の資金が向かっている。

2005年のわが国の西欧に対する経常収支黒字は5兆1,625億円となった。その一方で、

95年から2005年までの間に、95年、99年、2001年にわずかに流出超になったのを除くと、資本収支の流入超が観察された。しかも、2003年には12兆7,813億円、2004年には13兆713億円の大幅な流入超となった。

図表46は、わが国の対西欧資本収支の動向を示している。その特徴として、第1に、わが国の直接投資の投資超過額がアメリカやアジアに対するものよりも小さいことが指摘出来る。2005年には、わが国からの投資が▲8,245億円の流出超、西欧の対日投資が922億の入超となり、直接投資収支は差し引き▲7,323億円の赤字となった。

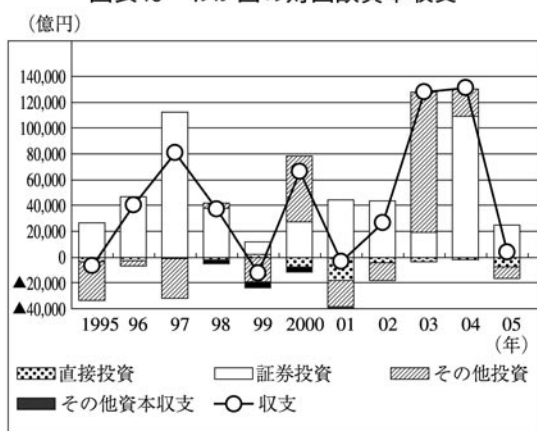
第2は、証券投資収支の入超幅が極めて大きいことである。西欧は2004年に14兆8,103億円、2005年に10兆9,535億円ものわが国証券の取得超過を記録した。本邦投資家は西欧の証券を95年から買い越してきたが、それを

はるかに上回る証券投資が西欧から日本に流入した。しかも、西欧は、図表46に掲載した11年間を通じて、一貫して日本の証券を買い越している。

図表47は、わが国の対西欧株式投資の取得超過額および西欧の対日株式投資の取得超過額の推移を示している。わが国の西欧株式の取得超過額は、対米、対アジアと同様にさほど大きくない。その一方で、西欧による対日株式投資の取得超過額は巨額である。とりわけ2003年以降は投資意欲が旺盛であり、2005年の買い越し額は7兆4,366億円に達した。

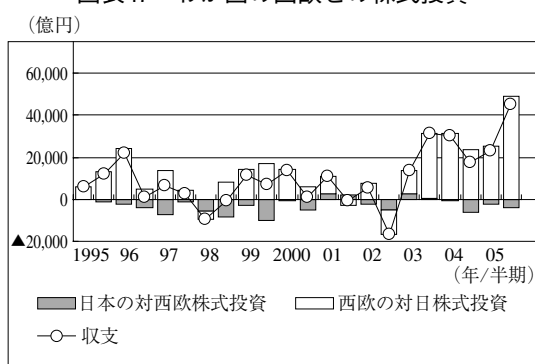
わが国と西欧との債券投資の動向を、図表48で確認する。まず、わが国から西欧に巨額の債券投資が向かっている。その買い越し額は2004年が3兆1,465億円、2005年が8兆4,718億円であった。2005年の買い越し額を個別の国ごとにみると、イギリス（2兆353億円）、

図表46 わが国の対西欧資本収支



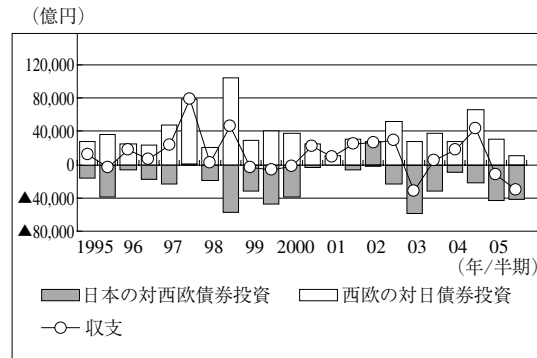
(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

図表47 わが国の西欧との株式投資



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

図表48 わが国の西欧との債券投資



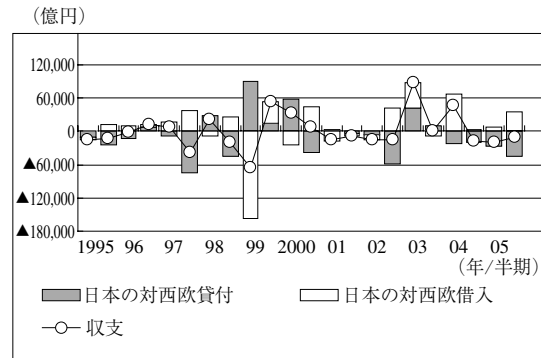
(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

ドイツ（1兆5,701億円）、フランス（1兆3,322億円）の順となる。本邦投資家が、海外の比較的利回りの高い国債を購入する傾向を強めていることが反映されている。米国債に加えて、債券の投資先を分散している姿が浮かび上がる。

他方、西欧の対日債券投資買い越し額は2004年が9兆3,062億円、2005年が4兆1,712億円と巨額である。ただし、わが国の債券を買い越しているのはほぼイギリスに限られ、その規模は2004年が8兆3,996億円、2005年が6兆3,196億円であった。わが国の対西欧債券投資が多くの国々に直接向かっているのに対して、西欧の対日債券投資は国際金融センターであるイギリスを経由して流入する傾向が強い。

対西欧資本収支の第3の特徴は、アメリカとアジアのケースと同様に、その他投資の資

図表49 わが国の西欧との貸付・借入



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

産・負債の変動が大きいことである。図表49は、わが国と西欧との貸付・借入の推移を示している。変動が拡大した背景には、アメリカやアジアとの場合と同じく、わが国の金融システムの安定性などの問題があるだろう。2003年に多額の流入超となっているのは、わが国が大量に資産を引き揚げたことが影響している。

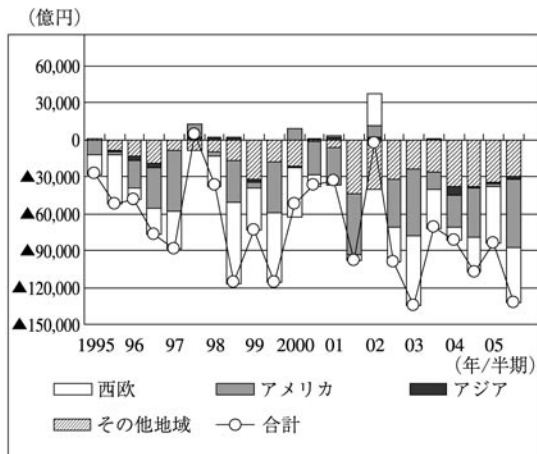
3. 証券投資（フロー）

(1) 対外投資

わが国の資本収支の動向を分析するに際して、証券投資の重要性が高まっている。前述の地域別の動向を踏まえ、対外証券投資の特徴について述べる。

図表50は、わが国の対外証券投資の取得超過額を国・地域別に整理したものである。わ

図表50 わが国の対外証券投資



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

が国の対外証券投資の特徴として、以下の事柄が指摘出来る。第1は、アメリカと西欧に対する取得超過額が2000年以降ほぼ等しいことである。わが国の対外証券投資はアメリカ一辺倒ではない。

第2は、アジア向け証券投資の取得超過額が極めて小さいことである。2005年の取得超過額は▲3,158億円にとどまった。主な投資先は投信の設定が相次いだインド（▲2,326億円）と韓国（▲1,212億円）である。

第3は、その他地域に対する取得超過額が2001年より大幅に増加したことである。2005年には▲6兆4,444億円に達した。そのうち最大のものがケイマン諸島（▲4兆972億円）である。オフショア金融センターで発行される債券や上場ファンドへの投資が活況を呈し

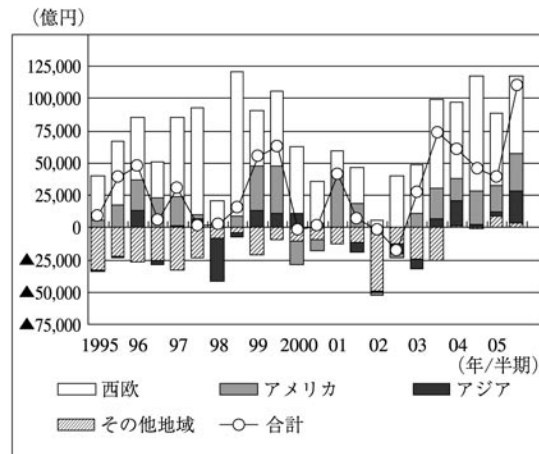
ている。大洋州に対する取得超過額が▲7,435億円と比較的大きいのは、豪ドル債やニュージーランド・ドル債などの高金利通貨債に対する国内投資家の人気の高まりを反映している。国際機関に対する取得超過額が▲5,243億円となったのは、発行体の信用力が高く、かつ高金利通貨で発行されることが多いためである。

(2) 対内投資

非居住者によるわが国への対内証券投資は、おおむね取得超過を維持してきた（図表51）。ただし、日本国内で金融危機が顕在化した98年と2002年に、非居住者は売り越した。2003年7－12月期からは、わが国の対外証券投資を上回る対内証券投資が流入している。とくに2005年の対内株式投資は、非居住者が日本株選好の姿勢を強めたことから、遡及可能な係数が存在する91年以降最大の取得超幅となった（注8）。

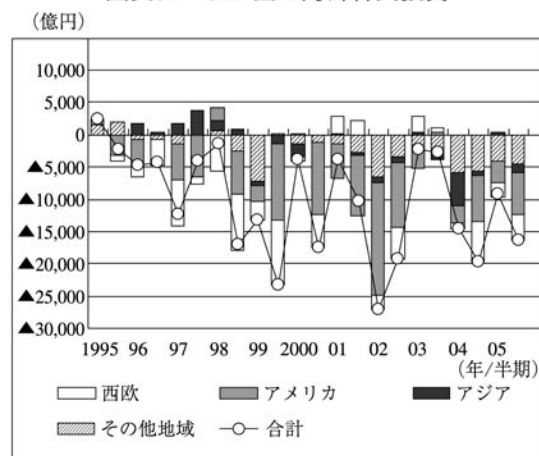
投資国・地域別の内訳をみると、西欧からの投資が圧倒的であり2005年には11兆6,078億円の取得超過となった。これは、アメリカの4兆9,488億円を大きく引き離している。アジアの取得超過額は2005年に株式投資の急増により2兆7,184億円に膨らんだ。他方でその他地域からの対日証券投資は、限定的である。2005年には、ケイマン諸島はわが国から▲3,338億円を引き揚げた。

図表51 非居住者による対日証券投資



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

図表52 わが国の対外株式投資



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

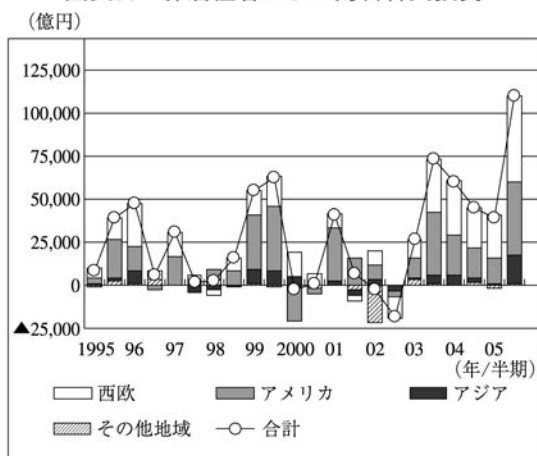
(3) 株式投資

わが国の対外証券投資を株式と債券に分けて概観する。図表52は、わが国の対外株式投資の動向を示している。取得超過額は2005年においても▲2兆5,652億円と大きくない。国・地域別にもっとも多く株式投資が向かっているのはアメリカである(2005年に8,450億円の買い越し)。対アジア株式投資は2004年に中国投資ファンドがブームとなり、香港と中国向け投資が活発化して5,789億円の買い越しとなったのを除くと、本邦投資家の買い意欲は弱い。西欧に対する株式投資は、2000年以降は低調であり、2005年は6,241億円の買い越しとなった。その他地域ではケイマン諸島が2004年に7,249億円、2005年に3,555億円、大洋州が同じく1,393億円、2,092億円の買い越しとなった。

図表53は、非居住者によるわが国への株式投資の取得超過額を示している。2003年以降、海外からの株式投資が一段と活発になっている。この過程で、西欧がアメリカとならんで有力な買い手として浮上してきた。2003年から2005年までの累計で、アメリカがわが国の株式を14兆7,473億円買い越したのに対して、西欧はそれを上回る17兆1,257億円の買い越しを記録した。

アジアからは、2005年7-12月期に過去最高の株式投資の流入超過が観察された。株式投資は、もっぱら香港とシンガポールから流

図表53 非居住者による対日株式投資



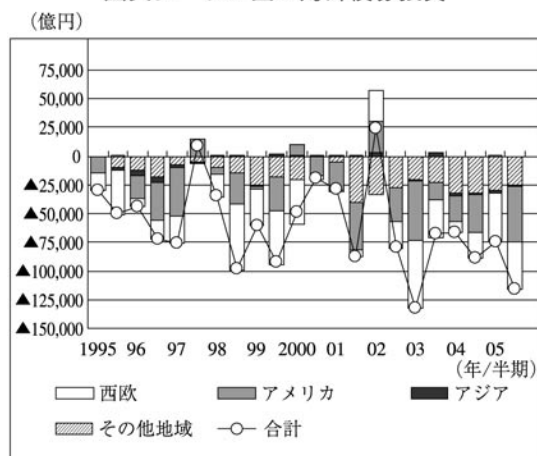
(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

入している。2005年にはアジアから1兆7,604億円の株式投資が流入超過となったが、そのうち香港が1兆2,661億円、シンガポールが4,813億円を占めた。アジアの投資家の資金が一旦両国に集まり、わが国を含む世界の国々へ再投資されているといえよう。

その他の地域のなかでは、中東からの株式買い越し額が2005年に52億円と小額にとどまったことが指摘出来る。オイルマネーはイギリスやオフショア金融センターなどを通じて日本市場に流入していると考えられる。

なお、2005年中の対外株式投資の特徴として(注9)、不動産信託(REIT)ファンドや新興国株ファンドが活発に設定されたこと、信託(信託勘定)を通じた公的年金による取得が堅調であったこと、EUへの投資がルク

図表54 わが国の対外債券投資



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

センブルク籍の会社型投信の買い入れを中心に増加したことが指摘されている。その反面、ケイマン諸島への投資は、2004年にみられた本邦特別目的会社(SPC)発行の優先出資証券の取得が一服したことから減少した。

(4) 債券投資

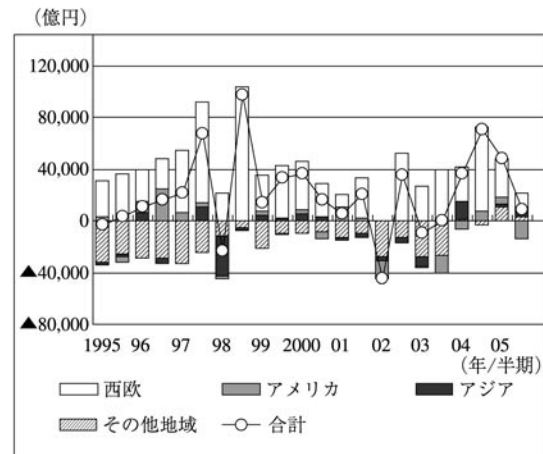
図表54は、わが国の対外債券投資の推移を示している。2003年から2005年までの取得超過額の累計は、対米が▲17兆1,087億円、対西欧が▲20兆7,181億円であった。米国債と西欧の債券の取得超過額が逆転し、先進国に対する債券投資の分散が進んできたように見受けられる。しかし、2005年のアジアに対する債券の取得超過額は▲3,777億円と少な

く、新興成長地域を含む分散投資は進んでいない。その他地域は同▲16兆4,103億円であった。その大半をケイマン諸島が占めており、アメリカと西欧に匹敵する資金が向かっている。

2005年に対外債券投資が活発化した背景として、次のような事例が紹介されている（注10）。銀行部門は、比較的利回りの高い政府機関債などに対する投資が活発であったほか、欧米国債を買い進める動きもあり、残高が増加した。その他部門でも、投信が、外債ファンドへの個人資金の流入を受けて、高金利通貨などに活発な投資を行った。アメリカへの投資については、生保がヘッジ付外債を処分したことから幾分減少した。ケイマン諸島への投資は、当地で発行された資産担保証券や投信受益証券を中心に引き続き高水準で推移した。

一方、図表55は、非居住者外国人投資家によるわが国への債券投資を投資国・地域別に整理したものである。2003年から2005年まで累計で15兆4,495億円の債券を買い越している。その規模は、アジアが1兆7,241億円、西欧が20兆13億円であった。対照的に、アメリカは▲2兆564億円、その他地域は▲4兆2,195億円をそれぞれ売り越した。西欧の買い越し額のうち、イギリスが15兆9,330億円と大勢を占め、スイスが6兆4,196億円が続いた。アジアの買い越し額は限定的だが、一部海外通貨当局等による物価連動国債

図表55 わが国への対内債券投資



（資料）日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

の買い入れが見られたことから、取得（流入）超幅を拡大したことが指摘されている（注11）。中国による債券の取得超過額は、2004年に1,815億円、2005年に2,557億円と増大した。これは、外貨準備の運用通貨を多様化する一環として円建て国債を買い増しているためと推測される。その他地域のなかでは、ケイマン諸島の取得超過額が2004年に529億円、2005年が▲1,111億円（売り越し）と小額にとどまっている。わが国からケイマン諸島に向かった多額の債券投資は、対日債券投資として還流しておらず、第三国へ向かったと考えられる。

4. 対外投資ポジション

(1) 概観

わが国は、世界最大の債権国である。図表56が示すように、対外資産は95年末の271兆円から2005年末に506兆円に増加した。これは、わが国の同年の国内総生産である502兆円を上回る。この巨額の対外資産を世界の国々に適切に分散投資し、高い投資収益率を安定的に確保することの重要性が高まっている。一方、対外負債は同期間に187兆円から325兆円へ膨らんだ。対外資産から対外負債を差し引いた対外純資産は、84兆円から181兆円へ大幅に増えた。

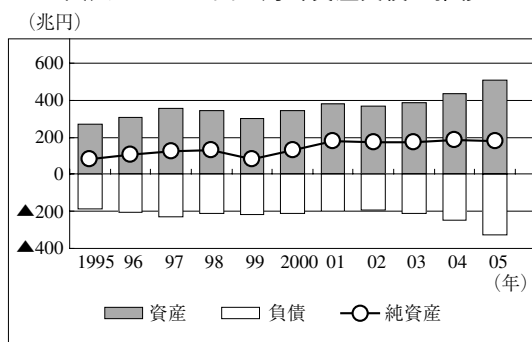
近年、わが国の対外資産負債は、前述の欧米諸国のケースと同じく、比較的速いペースで増加している。主要国・地域でこうした現

象が生じている背景には、ITバブル崩壊と米国同時多発テロの影響が薄れて以降、対外、対内証券投資がともに拡大したこと、ならびに世界的な株価上昇に伴う評価額の増加がある。もちろん、わが国については、経常収支黒字をコンスタントに計上していることに伴い、対外純資産が積み上がっている側面がある。

(2) 対外資産の構成

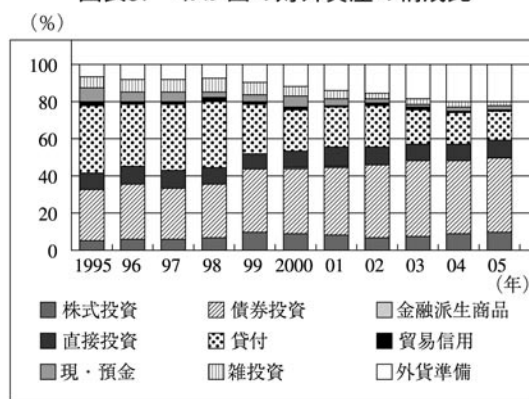
わが国の対外資産が増加する過程で、その構成に顕著な変化が生じた（図表57）。第1に、債券投資残高の構成比が大幅に上昇した。その残高は95年末の73兆円から2005年末には201兆円へ急増し、構成比は27.0%から39.8%へ高まった。債券投資残高の多くが政府およびその関連機関が発行するソブリン債・準ソブリン債であると見られ、わが国の対外資産

図表56 わが国の対外資産負債の推移



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

図表57 わが国の対外資産の構成比



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

に占める安全資産の割合が高まった。

第2に、株式投資残高の構成比がほとんど変化していない。2005年には世界的な株価上昇の影響もあり前年比で26.9%増加し、48兆円に達した。しかし、構成比は9.5%と横ばいであった。本邦投資家は、債券投資に比べて、外国株式の保有を増やすことに慎重である。

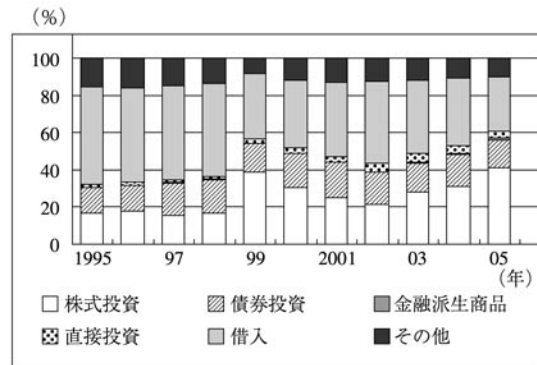
第3に、外国為替市場での大規模な円売り・ドル買い介入を反映して、外貨準備の割合が高まった。2005年末には99兆円、19.6%に達した。政府の管理下で運用される対外資産が、わが国の対外資産のおよそ5分の1を占めている。外貨準備の大半が外国の国債で運用されていると推測されるため、わが国の対外資産に占める債券の割合は上記の数値よりさらに高くなる。

第4に、貸付の割合が98年の35.5%をピークに一貫して低下している。2005年末には15.7%に落ち込んだ。その残高は2003年を底に増加に転じ、2005年末には79兆円（銀行部門の貸付に限ると44兆円）に回復した。しかし、依然、対外資産全体の拡大ペースを下回っており、構成比の低下に歯止めがかかっていない。

(3) 対外負債の構成

わが国の対外負債の構成にも大きな変化が生じた（図表58）。第1に、対外負債に占める証券投資残高の割合が高まった。2005年末

図表58 わが国の対外負債残高の構成比



（資料）日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

の対外負債である325兆円のうち、対内証券投資残高は55.9%にあたる182兆円を占めた。これは2002年末の73兆円、38.4%から顕著な増加である。

第2に、株式投資の割合が急拡大した。2005年末には133兆円に達し対外負債の40.8%を占めた。さらに同年の対内株式投資残高は、対内証券投資残高の73.0%と圧倒的なシェアをもち、しかも2001年末の56.5%から急上昇した。

第3に、株式と入れ替わる形で、債券投資残高の構成比が大きく低下した。2005年末には既往ピークである2001年末の19.0%を下回る15.1%となった（ただし、残高は38兆円から49兆円へ増加）。

第4に、借入のシェアが急落した。残高は2000年を境に増勢に転じてはいるものの、2005年のシェアは29.1%にとどまり、既往

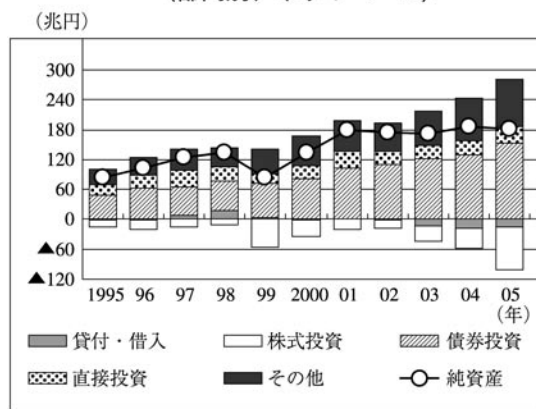
ピークである97年の50.8%に遠く及ばない。

第5に、漸増傾向にあった直接投資の構成比が低下に転じた。2002年に4.9%でピークアウトしており、2005年には3.7%となった。負債に占める直接投資の構成比の低さは、欧米諸国と比較して際立っている。

(4) ネット対外投資ポジション

図表59は、わが国のネット対外投資ポジションを部門ごとに整理したものである。第1に指摘すべきは、債券投資の純資産が、2005年末時点で、わが国の対外純資産である181兆円の84.2%を占めていることである。しかも、2000年以降その傾向が強まっている。純資産ベースでみると、わが国の対外資産のほとんどが外国の債券を中心とした安全資産で構成されている。

図表59 わが国の対外資産負債残高
(部門別、ネットベース)



(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

第2は、債券投資と対照的に、株式投資が2005年末時点で▲85兆円の純負債となっていることである。これは95年より一貫しており、しかもその規模は年々拡大している。非居住者は、本邦投資家が外国の株式保有リスクをとる以上に、日本の株式保有リスクを積極的にとっている。

第3は、対外貸付残高から対内借入残高を差し引いたネットの貸借がマイナスになっていることである。銀行部門の貸借は、2005年末時点で▲13兆円の純負債となっている。わが国が対外債権大国であることを考慮すれば、銀行部門が多額の純資産を保有して然るべきであるが、現実には逆になっている。

5. 証券投資(ストック)

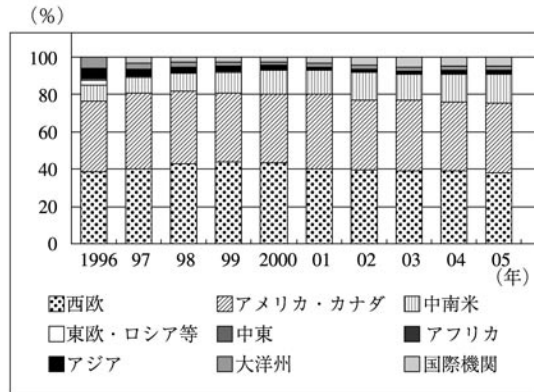
(1) 地域別保有残高

この節では、わが国の資本収支、対外資産負債の動向に大きな影響を及ぼす証券投資(ストック)に焦点をあて、地域別の保有状況、対外証券投資残高の通貨構成について述べる。

図表60は、2005年末時点のわが国の対外証券投資残高の地域別構成比を示している。これより、わが国の対外資産の半分を占める証券投資がどの国・地域に配分されているかを知ることが出来る。

対米証券投資残高は2005年末に、88兆円となり全体の35.4%を占めた。そのうち債券投

図表60 わが国の対外証券投資残高の地域別構成比



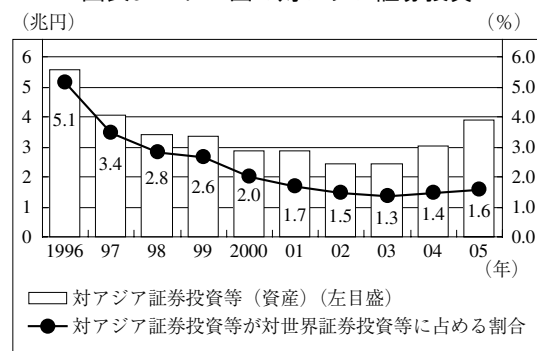
投資残高が65兆円、74.2%に達しており、対米証券投資の中核になっている。対西欧証券投資残高は、アメリカを上回る95兆円で構成比は37.9%である。債券投資残高が83.6%と大半を占めており、アメリカと正反対の構成となっている。証券投資残高の多い国は、ドイツ（18兆6,844億円）、フランス（14兆8,568億円）、イギリス（13兆4,475億円）、ルクセンブルク（8兆9,633億円）である。オフショア金融センターであるケイマン諸島が35兆1,191億円で全体の14.1%を占めている。国際機関に対して11兆4,049億円の残高を保有している。これは、世界銀行などが発行する債券への投資を反映したものと思われる。

新興成長地域に対する証券投資残高は、次の通りである。各地域の構成比は、中南米（1.7%、除くケイマン諸島）、アジア（1.6%）、

東欧・ロシア（0.3%）、アフリカ（0.1%）、中近東（0.1%）と小さい。これらを合計しても3.7%にとどまる。わが国の場合、証券投資の新興成長地域への分散投資がアメリカなどより進んでいない。

図表61は、わが国の証券投資残高に占めるアジアの割合を示したものである。90年代前半に、わが国はアジア株ブームを経験した。しかし、97年のアジア経済危機を契機に、証券投資残高は96年末の5.6兆円から2002年末には2.4兆円へ大きく落ち込んだ。この間、本邦投資家は、他の地域に対する証券投資残高を着実に増やしていた。対世界残高に占めるアジアの割合は、96年末の5.1%から2003年末に1.3%に低下した。2004年以降はアジアを対象とした投信の設定が相次いだことも手伝い、2005年末の対アジア証券投資残高は3.9兆円に回復し、対世界シェアも1.6%に上

図表61 わが国の対アジア証券投資



向いた。

図表62は、わが国の対アジア証券投資残高を国別に整理したものである。国・地域によりばらつきがあるものの、全体的な傾向としては96年から2002年にかけて残高が減少した。アジア諸国のマクロ経済パフォーマンスや、株価の回復などと連動することなく、対アジア証券投資は停滞した。その後、2003年頃を境に証券投資残高がもち直した。ただし、香港、韓国、中国については、2005年末時点においても96年末の水準に到達していない。台湾に対する証券投資残高は、水準が低いながらも増勢基調にある。インドについては、2005年の投信ブームを反映して急増した。ASEANに対する残高はようやく2005年になって増加に転じた。

他地域と比較して対アジア証券投資残高が伸び悩んでいる背景の一つとして、わが国

の対外債券投資に占める構成比の高い債券投資残高が相対的に小さいことが指摘出来る。2005年末時点で、対アジア証券投資残高のうち株式が2兆4,514億円、62.6%を占めている。債券投資残高は1兆4,632億円、37.4%である。先に述べた対西欧（83.6%）、対米（74.2%）とかなりの開きがある。株式投資残高に限れば、アジアの世界シェアは5.1%に高まる。アジア諸国のなかで、債券投資残高の割合がとくに低い国は、中国（10.4%）、香港（8.5%）、台湾（4.0%）などの東北アジアに位置する国々である。逆に、債券投資残高の割合が相対的に高い国は、シンガポール（56.9%）、韓国（72.3%）、マレーシア（84.4%）、フィリピン（96.9%）である。

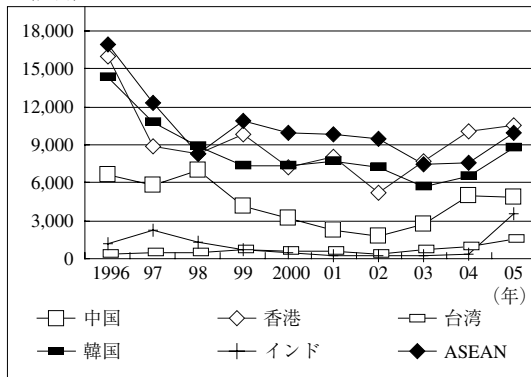
なお、新興成長地域として注目されているBRICsを構成する4カ国がわが国の対外株式投資残高に占める割合は、2005年末時点で1.9%である。債券投資残高は0.2%と極めて少ない。これには、BRICsの国内債券市場の整備が遅れていることや、資本取引に制限があることが影響していると思われる。

(2) 非居住者による対日証券投資残高

図表63は、2005年末時点の非居住者による対日証券投資残高の地域別構成比を示している（非居住者による対日証券投資残高は、対外負債の55.9%を占める最大項目）。

アメリカの対日証券投資残高は2005年末時点で60兆円、全体の33.1%を占める。対日

図表62 日本の対アジア証券投資（資産）
（億円）



（資料）日本銀行ウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

図表63 非居住者によるわが国証券投資残高
(2005 年末)

	金額 (億円)	構成比 (%)
合計	1,819,594	100
アジア	101,827	5.6
アメリカ・カナダ	617,986	34.0
中南米	34,430	1.9
大洋州	21,832	1.2
西欧	944,028	51.9
東欧・ロシア等	1,426	0.1
中東	58,130	3.2
アフリカ	517	0.0
国際機関	39,317	2.2

(資料) 日本銀行ウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

株式投資残高に占めるアメリカのシェアが42.0%であるのに対し、対日債券投資残高は9.1%にすぎない。西欧は、ストック・ベースでも、対日証券投資でのプレゼンスを飛躍的に高めている。2005年末の西欧の対日証券投資残高は94兆円であり、そのシェアは51.9%と過半を超えている。対日株式投資残高はアメリカを上回る67兆円であり、そのシェアは50.2%である。対日債券投資残高でも56.4%、28兆円と圧倒的なシェアをもつ。国別に対日証券投資残高を多く抱えているのがイギリスであり、52兆円、28.8%を占めている。本稿で取り上げた米英2大国際金融センターだけで、対日証券投資残高の61.9%を保有している計算になる。

アジアの対日証券投資残高は2005年末時点で10兆1,827億円、世界シェアは5.6%である。その内訳は、株式投資残高が2兆6,615億円、債券投資残高が7兆5,212億円であり、

欧米よりも債券投資残高のウェイトが高い。アジアは、非居住者による対日株式投資残高の2.0%を保有しているにすぎないが、対日債券投資残高に限ると15.3%を保有しており、一定の存在感がある。対日債券投資残高が多い国は、シンガポール（2兆5,453億円）、中国（1兆8,780億円）、韓国（1兆6,925億円）、香港（6,501億円）である。他方で、対日株式投資残高が多いのは香港（1兆8,620億円）とシンガポール（5,291億円）である。ASEAN4（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）は、82億円にとどまる。対日債券投資については、外貨準備の運用にかかわる注文が、第三国経由ではなく直接日本に発せられている可能性が高い。その一方で、投資対象が民間企業である株式投資は、香港やシンガポールに展開している金融機関を通じて行われていると思われる。

潤沢なオイルマネーを保有している中東による2005年末時点の対日証券投資残高は、5兆8,130億円、世界シェアは3.2%と低い。原油輸出所得は、イギリスなどの国際金融センターを経由してわが国に流入してきていると思われる。ケイマン諸島の対日証券投資残高は2兆8,184億円と小額であり、しかも債券が2兆5,878億円と大勢を占める。

(3) ネット対外投資ポジション (地域別)

わが国の対外証券投資のネット対外投資ポジションを、国・地域別にみると次のような

点が指摘出来る。わが国はアメリカに対して2005年末時点で、ネットで27兆9,186億円の証券残高をもつ。その内訳をみると、株式投資については▲33兆1,113億円の負債超過でありアメリカがネットでわが国に投資しているのに対して、債券投資についてはわが国がアメリカにネットで61兆299億円を保有している構図が浮かび上がる。

わが国は西欧に対して、ネットで2,063億円の証券投資を保有している。その内訳は、対米証券投資と同じである。株式投資残高はわが国が▲51兆1,689億円の負債超過となっているのに対して、債券投資についてはわが国が51兆3,753億円の純資産を保有している。個別の国についてみると、イギリスに対するネット投資ポジションは、▲38兆8,832億円の負債超過となっているが、そのうち株式投資残高が▲33兆1,113億円とほとんどを占めている。他方、イギリスとスイスを除くと、債券投資残高は日本側の資産超過である。

わが国のアジアに対するネット証券投資残高は、欧米とは逆に、▲6兆2,681億円の負債超過となっている。株式投資（▲2,101億円）、債券投資（▲6兆579億円）ともに負債超過である。わが国の対アジア証券投資残高をアジアの対日証券投資残高が上回っている。その幅が大きな国は、香港（▲1兆4,593億円）、シンガポール（▲2兆5,536億円）、中国（▲1兆4,059億円）である。

中東との間では、対アジアと同様に、わが

国は株式（▲3兆9,997億円）、債券（▲1兆6,722億円）ともに負債超過である。ケイマン諸島に対しては32兆3,007億円と、対米を上回る純資産を保有している。その内訳をみると、株式投資は3兆2,775億円にとどまり、債券投資が29兆232億円と圧倒的である。

(4) 対外証券投資残高の通貨構成

図表64は、2005年末時点のわが国の対外証券投資残高（資産）の通貨構成を示している。これによると、249兆円の残高のうち、米ドルが46.5%と圧倒的なシェアを占めている。これはわが国の対外証券投資残高における対米投資の割合である35.3%を上回る。ケイマン諸島などのオフショア金融センターへの投資の多くがドル建てで行われている可能性がある。米ドルに続くのが日本円で、そのシェアは22.4%である。そのうち94.5%が債券で

図表64 わが国の対外証券投資残高の通貨別構成（2005年末）

	金額（億ドル）	構成比（%）
合計	2,494,935	100.0
米ドル	1,159,702	46.5
カナダ・ドル	39,308	1.6
豪ドル	84,041	3.4
ユーロ	464,500	18.6
スターリング・ポンド	87,566	3.5
デンマーク・クローネ	6,613	0.3
スウェーデン・クローネ	12,931	0.5
スイス・フラン	15,354	0.6
香港ドル	15,466	0.6
日本円	559,695	22.4
その他	49,758	2.0

（資料）日本銀行ウェブサイト掲載資料より日本総合研究所作成

あり、ケイマン諸島など、タックスヘイブンで発行される資産担保証券等の多くが円建てであることが反映されていると思われる。ユーロのシェアは18.6%である。証券投資残高のうち債券が85.6%と圧倒的であり、ユーロ建て債への需要を反映している。3大通貨以外のシェアをみると、イギリス・ポンド(3.5%)、豪ドル(3.4%)の順となっている。アジア通貨では、香港ドルの0.6%が最大である。

(5) 個人投資家の動向

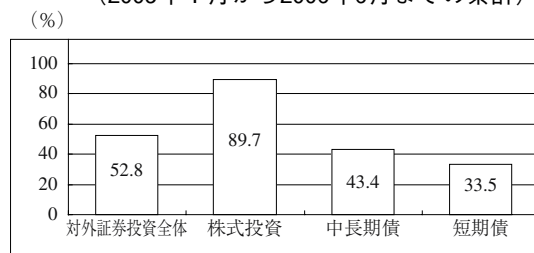
わが国の対外証券投資が近年活発になっている背景の一つに、個人投資家が投資信託を積極的に購入していることが挙げられる。図表65は、わが国の対外証券投資の買い越し額(2005年1月から2006年6月までの累計)に占める投信の割合を示している。この間の対外証券取得超過額である24兆7,447億円のう

ち、投資信託が13兆561億円、52.8%を占めた。とくに株式投資は89.7%と圧倒的である。中長期債についても43.4%に達している。このように、対外証券投資の取得超過額でみると、個人投資家は、対外証券投資の主役に躍り出たといえよう。個人投資家による対外証券投資の特徴として(注12)、為替ヘッジなしのグローバル・ソブリン型ファンド、新興国株式ファンド、仕組債への投資等、為替リスク、価格変動リスクの大きな商品への投資の拡大が指摘されている。

6. 銀行部門の対外資産負債

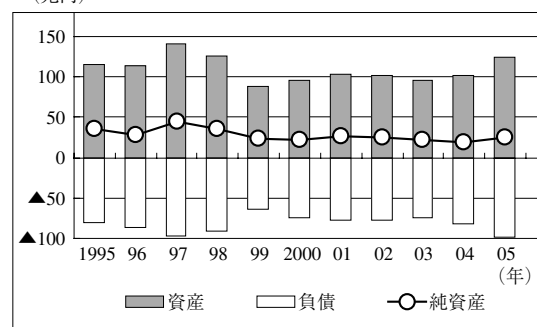
図表66は、銀行部門の対外資産負債残高の推移を示している。対外資産は97年末の141兆円をピークに減少に転じ99年末に88兆円となった。2005年末に124兆円に回復したとはいえ、97年末の水準を依然下回っている。その最大の原因は99年末に87兆円に達していた

図表65 わが国の対外証券投資買い越し額に占める投信の割合
(2005年1月から2006年6月までの累計)



(資料) 財務省ウェブサイト掲載データベースより日本総合研究所作成

図表66 銀行部門の対外資産負債残高
(兆円)



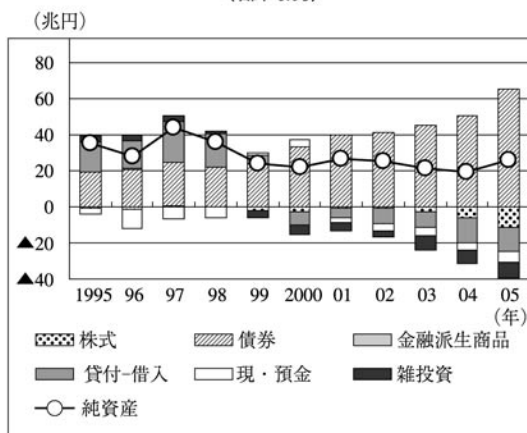
(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

貸付が2005年末時点でも44兆円と低迷していることである。加えて、現預金が17兆円から5兆円へ、株式保有残高が3.6兆円から8,090億円へそれぞれ大幅に減少したことも響いている。一方、債券保有残高は同期間に25兆円から67兆円へ急増した。わが国の対外証券投資残高に占める債券の割合が高まったことはすでに指摘した通りであるが、銀行部門がそれに大きく寄与している。

一方、銀行部門の対外負債は、97年末の96兆円をピークに減少し、99年末に64兆円となった。銀行部門は対外資産と対外負債の双方を両建てで調整した。対外負債は対外資産とは異なり、2005年末に99兆円と過去最高の水準となった。これには、株式や債券の発行による自己資本の拡充策などを反映して、株式が12兆円へ、債券が2.8兆円へと残高を伸ばしたことが寄与したと推測される。他方、借入の伸びは抑制されており、2005年末においても97年末の65兆円を下回る57兆円にとどまる。

図表67は、銀行部門の対外純資産／純負債を部門別に整理したものである。純資産は97年末の44兆円を境に減少に転じ、2004年には19兆円となった。わが国全体の純資産が順調に増加するなかであって、銀行部門のそれは減少し続けた（2005年末に26兆円に回復）。株式、債券、貸付、現・預金、雑投資の五つの部門について純資産をみると、債券が97年の24兆円から2005年に65兆円へ大きく増加し

図表67 銀行部門の対外純資産負債残高
(部門別)



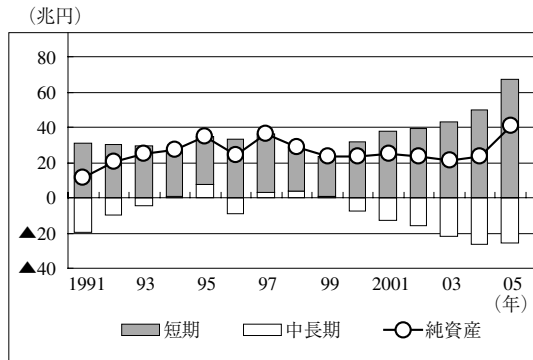
(資料) 日本銀行国際局「国際収支統計月報」各号より日本総合研究所作成

たことが目を引く。その他の部門はすべて純負債を抱えている。対外資産負債構造を見る限り、銀行部門はネットベースでは対外債券投資の運用リスクのみをとっている。

続いて、図表68は、対外資産負債残高統計とは別の統計に基づいて、銀行の対外資産負債残高の推移を、長期と短期に分けて示したものである。これによると、銀行は80年代から90年代初頭にかけて、短期借り長期貸しのポジションをとりつつ、プラスの純資産を維持していた。それが金融不安の顕在化とともに、短期の外貨建て資産の負債超過が急速に縮小したことに伴い、短期純資産がプラスに転じた。短期純資産と中長期純資産がともにプラスの状態が生じた。

2000年からは短期の邦貨建て純資産が減少

図表68 銀行部門の対外資産負債残高
(長期・短期別)



し、短期外貨建て資産のマイナス幅が拡大したことにより、短期純資産の負債超過幅が拡大した。そして、銀行はそれを原資に中長期の資産を積み上げる行動をとった。2005年末時点で、短期の純資産は▲26.0兆円（外貨▲30.0兆円、邦貨4兆円）、中長期の純資産は67.1兆円（外貨61.5兆円、邦貨5.6兆円）、純資産は41.1兆円（外貨31.5兆円、邦貨9.6兆円）の構成となっている。

7. 小活

本章では、わが国の資本収支、対外投資ポジション、証券投資（フロー、ストック）、銀行部門の対外取引などに分析を加えた。いずれの部門においても、97年と2002年に表面化したわが国金融システムの動揺が大きな影響を及ぼした。わが国を巡る国際資金フロー

は、欧米諸国に遅れてようやく2003年頃より回復に転じた。

わが国の対外資金取引が回復に転じたとは言え、留意すべき点が多い。第1に、わが国の対外資金取引は欧米諸国と比較してリスク回避的である。対外資金取引、対外投資残高、対内投資残高などの統計は、いずれもわが国の対外取引が債券投資に傾斜していることを示している。新興成長地域に対する証券投資に消極的である。銀行部門の対外貸出は対内借入を下回っている。外国株式を買い越している主体は、投信を購入している個人投資家である。

第2に、わが国の対外資金取引は、限られた国際金融センターとの間で活発化している。アメリカ、イギリス、ルクセンブルク、オランダ、香港、シンガポール、ケイマン諸島などがそれに該当する。換言すれば、わが国は、アジア、中東、ラテンアメリカなどの新興成長市場と直接的（とくに証券投資）には接続されていない。また、ケイマン諸島などのオフショア市場を通じた資金の流れの拡大が、資金の出し手の国と最終的な取り手の国との対応関係を曖昧にしている。

第3に、資金取引の分野・経路を相手国・地域ごとにみると、取引が活発な部分と不活発な部分が浮き彫りになる。例えば、わが国から西欧の多くの国々へ債券投資が向かっている一方で、西欧からわが国への債券投資は主にイギリスを通じて流入している。アメ

リカの対日株式投資は旺盛だが、債券投資のパイプは細い。わが国からカリブの金融センターへ巨額の証券投資が向かっているものの、逆の経路は小規模である。

第4に、世界最大の債権大国であるわが国へ、新興成長地域であるアジアからネットで証券投資が流入している。こうした動きは、株式投資よりも債券投資に顕著に認められる。アジア債券市場に関する議論が活発になっているが、わが国から多くの資金が向かうかという疑問である。むしろ、アジア諸国の外貨準備の増加に伴い対内債券投資が拡大する可能性がある。

(注7) 西欧には、ドイツ、イギリス、フランス、オランダ、イタリア、ベルギー、ルクセンブルク、スイス、スウェーデン、スペインなどの国々が含まれる。

(注8) 日銀(2006b) p. 93.

(注9) 同上p.60.

(注10) 同上p.63.

(注11) 同上p.95.

(注12) 同上

おわりに

安倍総理は2006年9月の施政方針演説のなかで、「アジア・ゲートウェイ構想」を提示し(注13)、わが国が国際的な資金取引においてハブ機能を発揮し、アジアの経済成長に貢献することを表明した。しかしながら、本稿で指摘したように、アメリカ、イギリス、そしてわが国の国際収支統計は、いずれもわが国の国際金融取引の退潮ぶりを示唆してい

る。

欧米の例が示す通り、国際金融センターとしての競争力は、国全体の国際収支動向を必ずしも反映しない。経常収支が赤字で対外純債務を抱えているアメリカやイギリスが、世界屈指の国際金融センターとしてのプレゼンスを着実に高めている。自国経済の世界シェアをはるかに上回る規模の金融資本市場を、国内外の投資家に積極的に提供し、海外からの資金の取り入れと海外への資金の送り出しを円滑に進めている。

国際金融センターを、①資金仲介、②資金運用・調達、③リスク管理という三つの機能を兼ね備えた国際都市と定義すると、残念ながら、わが国がそうした機能を十分に発揮しているとはいいがたい。さらに、それら三つは、国際金融センターで活動するグローバル金融機関にも強く求められる機能である。2003年頃より回復基調にあるわが国の対外資金取引のうち、かなりの部分が本邦金融機関ではなく有力欧米金融機関のグローバルネットワークを経由していると推察される。さらに、生保や年金基金などの機関投資家が顧客から集めた資金を対外投資に充当する従来の経路に加えて、個人投資家が自らの選択で欧米金融機関が提供する金融商品やサービスを活用する傾向が強まっているように思える。

昨今、「貯蓄」から「投資」へのフレーズを頻繁に見聞きする。対外投資収益を活用する「投資立国」というコンセプトも打ち出

されている。しかしながら、国際金融センターとしてのわが国の将来を展望するには、そうした発想だけでは不十分であろう。わが国が進むべき道は、「資産運用大国」である。これは、投資収益とリスクのバランスをとった、グローバル・ベースの金融資産のマネジメント機能を兼ね備えた国のことを指す。

わが国では、往々にして1,500兆円に達する個人金融資産の構成を、預金からリスク商品へいかにシフトさせるのかという点が議論の中心になっている。しかし、国全体としてどれだけリスクをとっているのか、どの経済主体がグローバル運用にかかわりリスクを負担しているのかといった観点に立った議論が欠落している。グローバル資産運用の視点を踏まえて、国内金融制度改革を論じる必要性が高まっている。

資産運用は、本来的には資産サイドのみならず負債サイドの内容を十分に加味し、かつ個人の長期的なライフ・プランを達成することを目的に行われるべきものである。個人のそうした金融行動の集積が、対外資産負債残高統計に投影される。企業部門や政府部門にとっても、リスク管理の視点を交えて、バランスシート全体を長期的視点から管理することが重要であることは言うまでもない。

わが国は、債権大国から資産運用大国へ転換すべく、政府、金融機関がともに取り組むべき時期にある。グローバル資産運用能力は、国、金融機関、金融資本市場の競争力のみな

らず、個人の生活の豊かさを左右する重要な要素である。

(注13) 安倍総理の所信表明演説の中に、「その他、使い勝手も含めた日本の国際空港などの機能強化も早急に進め、ヒト・モノ・カネ・文化・情報の流れにおいて、日本がアジアと世界の架け橋となる「アジア・ゲートウェイ構想」を推進します。」とのセンテンスが盛り込まれた。

主要参考文献

1. 打込茂子 (2003)『変革期の国際金融システム—金融グローバル化の影響と政策対応』日本評論社
2. 経済産業省 (2006)『通商白書2006:「持続する成長力」に向けて』ぎょうせい
3. 財務省 (2003)『我が国の国際金融センターとしての地位の向上を目指して「わが国金融・資本市場の国際化のための研究会」座長とりまとめ』7月7日
4. 柴田徳太郎 (2003)「三大国際金融・資本市場の構造」(尾上修悟編著『新版国際金融—グローバル金融危機の構造』ミネルヴァ書房所収) 105-128頁
5. 高安健一 (2006)「拡大する国際金融市場と新興成長地域の台頭」(日本総合研究所『環太平洋ビジネス情報 RIM』所収) No.23、5-40頁
6. 谷内満 (2005)「国際資本移動の変貌とアジア—グローバル・インバランスの中のアジア」『開発金融研究所報』11月号、第27号、24-53頁
7. _____ (2006)「アジアの資本流出入構造の変化と課題—アジア危機後のアジア経済」『開発金融研究所報』2月号、第28号、83-110頁
8. 廣野麗子 (2006)「トピックスレポート: 世界の資金フロー (2006年第1四半期)」財団法人国際金融センター、7月26日
9. 藤田誠一 (2003)「「ドル本位制」と国際資金循環」(田中素香、藤田誠一編著『ユーロと国際通貨システム』蒼天社出版) 21-42頁
10. 日経リサーチ (2005)『国際収支に関する研究会報告書』3月31日
11. 西垣秀樹「世界的な貯蓄超過と米国の経常収支赤字」(2006)『金融財政事情』3月1日号、50-56頁
12. 日本銀行 (国際局)『国際収支統計月報』各号
13. _____ (2006a)「2005年の国際収支 (速報) 動向」『日本銀行調査季報』春 (4月) 65-115頁
14. _____ (2006b)「2005年末の本邦対外資産負債残高」『日本銀行調査季報』夏 (7月) 47-85頁
15. Bank for International Settlements, BIS Quarterly Review: *International Banking and Financial Market Developments*, various issues .
16. _____ (2006), *76th Annual Report*, Basel.
17. Bank of England (2004), "Understanding Capital Flows to Emerging Market Economies," *Financial Stability Review*, June 2004.
18. Euro Central Bank, *Monthly Bulletin*, various issues .
19. Office for National Statistics (United Kingdom), *United Kingdom Balance of Payments: The Pink Book 2006*, various issues .
20. U. S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, various issues.