

米国の内外証券投資について

伊豆 久

1 はじめに

日本の株式市場では、外国人投資家の動向が話題にならない日はないと言つてよいであろう。売買代金に占める比率が高い上に、投資手法が多様であることから、株価への影響力が非常に大きいからである。

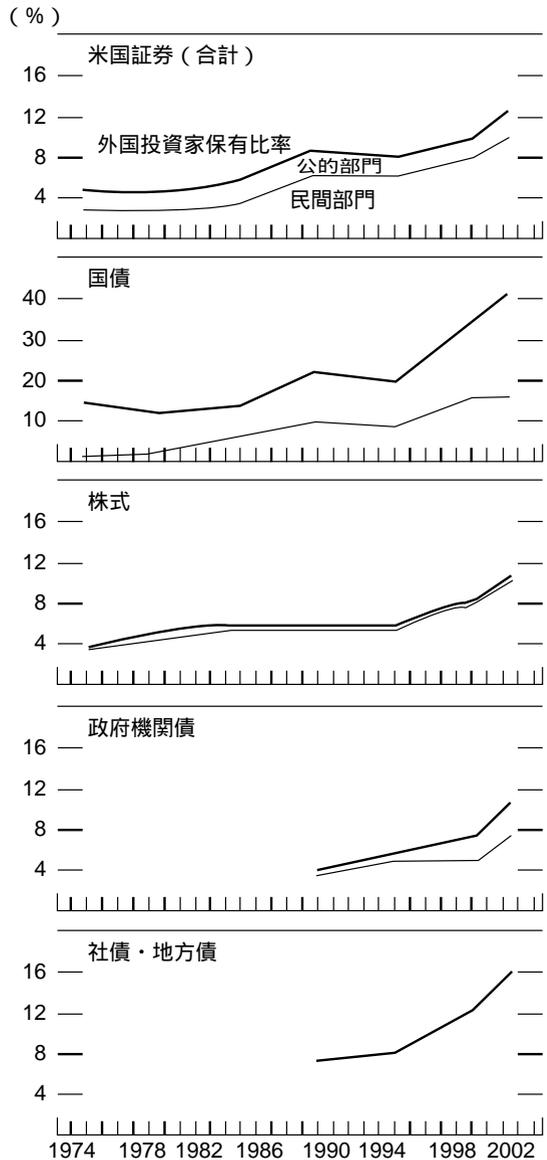
しかしこうした現象は、程度の差はあれ世界的な傾向であり、世界最大の市場規模を誇る米国も例外ではない。図1は、米国市場における投資家の比率の推移を示したものであるが、これを見ると、八〇年代半ばに主に国債で外国投資家のシェアが上昇し、九〇年代半ばごろから株式や社債を含めた証券市場全体でさらなる国際化が進んでいることがわかる。

米国証券市場の国際化にはどのような特徴があるのだろうか。海外から米国への証券投資、また反対の、米国から海外への証券投資にはどのような傾向が見られるのか、以下、簡単な検討を加えることとしたい。

2 外国からの対米証券投資

図1では、米国の証券市場残高に占める外国投資家保有分のウエイトが高まっていることを見た。では、外国投資家は、米国のどのような証券に投資しているのだろうか。図2は、外国投資家の米国証券保有額を一〇〇としその内訳の推移を示したものである。

図1 米国証券市場における外国投資家のシェア
(保有残高ベース)

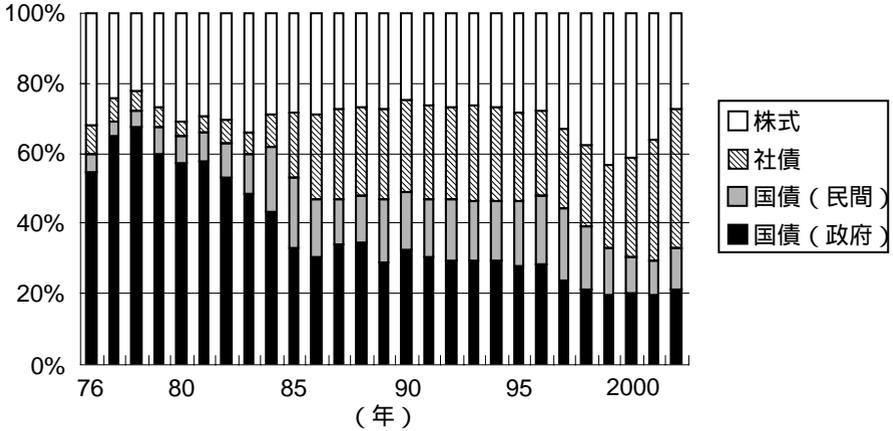


(注)「社債・地方債」は、ほとんどすべて民間部門による保有であるため、2本のグラフはほぼ重なっている。
(出所)文献 (文献リストは末尾に掲載)

これを見ると、まず、七〇年代には外国政府による米国国債投資が六割を占めていたことがわかる。当時、民間部門の国際的な証券取引にはまだ制限が多く、そもそも機関投資家が未成熟であったため、海外からの対米証券投資の多くは、通貨当局による外貨準備の運用としての米国国債保有であった。しかしその後、八〇年代には米国内で証券化が進展し国債・社債等の発行が拡大するとともに、世界的に對外投資の自由化が進んで外国民間部門からの対米証券投資が増加したのである。

次に、海外のどの国が多く対米証券投資を行っているのか、投資国別の状況を見てみよう。図3は対米証券投資残高の一〇位までを並べたものであるが、日本は、二位のイギリスを大きく上回って、世界最大の対米投資

図2 対米証券投資残高の推移



(注)「国債(民間)」は外国民間部門による米国国債投資、「国債(政府)」は外国公的部門による米国国債投資。

(出所)文献より作成。

国となっている。八〇年代以降拡大してきた対外経常収支黒字(それは国内金融資産の蓄積の裏側でもある)の反映であるが、しかし、図3をみると、必ずしも金融資産の豊富な先進国ばかりが並んでいるわけではないこともわかる。カナダやドイツなどに他に、ルクセンブルクやケイマン諸島など、経済規模の小さい国が巨額の対米投資をおこなっているが、これは、こうした国・地域に所在する金融機関のカストディアン業務によるものである。すなわち、図3の元になっている調査では、証券の保有先がカストディアンまでしか確認できないため、有力な国際的カストディアンを抱える金融センターの証券保有額が大きく計上されるのである。例えば、ベルギーの投資家が米国の株式を買い、その保管業務をルクセンブルクの銀行が受託している場合、米国から見ると保有者はルクセンブルクということになる。イギリス、スイスの保有分にも外国投資家からの預かりがかなり含まれていると思われるが、こうした現象も、国際分散投資の増大とそれに対応した国際的なカストディアン業務の拡大を示していると言えるだろう⁽¹⁾。

こうした理由のため、国別の対米投資額については、一定の

留保が必要となるが、それを踏まえた上で、もう一度、最大の対米投資国である日本について見てみよう。

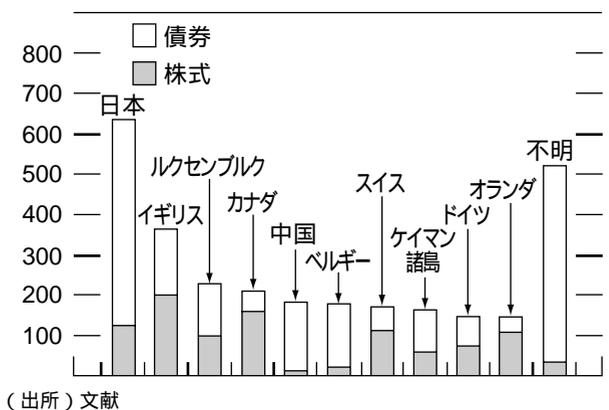
日本の対米投資は、全体としての額は確かに突出して大きい(六三六九億ドル)、しかし株式投資に限定すれば一一九〇億ドルで、イギリス(九四〇億ドル)、カナダ(一五五〇億ドル)につぐ三位で、スイス(一〇四〇億ドル)、オランダ(一〇〇〇億ドル)ともそれほど差はない。すなわち、日本の対米証券投資は著しく債券に偏っているという特徴があるが、これはどのように考えればよいのであろうか。

表1は、各国の対米証券投資を証券種別に見たものであるが、欧州先進国(英仏独)とオフショアセンター(ケイマン、ルクセンブルク)には、株式と社債の比率が高く、国債・政府機関債・短期債券の比率が低い、という共通する特徴がある。しかしながら、アジア(中国、韓国、台湾)と中南米(メキシコ、ブラジル、アルゼンチン)の諸国は、反対に、株式と社債のシエアが高い。すなわち、日本の対米証券投資は、欧州先進国型というより、どちらかといえば、新興市場型に近いのである。

新興市場国の場合、国内の資金余力が小さく海外への投資にはおのずと限界があるであろう。対外投資への規制も残っている。他方で、通貨は実質的にドルとリンクされ、外貨準備として米回国債や政府保証債を保有して

図3 対米証券投資上位10カ国

(10億ドル) (2002年6月)



いるため、債券の比率が大きくなっているのである。貿易黒字と直接投資流入額の増大を背景に、中国も世界で五番目の巨大な対米投資国となっているが（図3）、表1が示すように、保有する米国証券のうち株式はわずか二％にすぎず、債券でも国債と政府機関債がほとんどである。

それと全く対照的なのがオフショア市場、すなわち国際的な機関投資家の保有資産である。株式と社債を中心にポートフォリオが組まれており、国債や政府機関債の比率は少ない。そして、フランスやドイツも（社債投資がやや少ないとはいえ）オフショア市場と同型の投資パターンを示しているの

表1 各国からの対米証券投資残高（2002年6月）（10億ドル）

	株式	国債	政府機関債	社債	短期債券	合計
日本	119 (19%)	260 (41%)	88 (14%)	63 (10%)	108 (17%)	637 (100%)
イギリス	194 (53%)	46 (13%)	21 (6%)	93 (25%)	13 (4%)	368 (100%)
ドイツ	67 (46%)	38 (26%)	16 (11%)	21 (14%)	2 (1%)	145 (100%)
フランス	37 (46%)	11 (14%)	1 (1%)	14 (17%)	17 (21%)	81 (100%)
中国	4 (2%)	95 (52%)	59 (33%)	11 (6%)	13 (7%)	181 (100%)
韓国	0 (1%)	31 (70%)	8 (18%)	1 (2%)	4 (9%)	44 (100%)
台湾	5 (7%)	34 (49%)	25 (36%)	3 (4%)	3 (4%)	70 (100%)
メキシコ	7 (13%)	17 (33%)	4 (8%)	2 (4%)	23 (44%)	52 (100%)
ブラジル	2 (13%)	11 (69%)	2 (13%)	0 (3%)	0 (3%)	16 (100%)
アルゼンチン	3 (27%)	4 (36%)	2 (18%)	1 (9%)	1 (9%)	11 (100%)
ケイマン諸島	51 (32%)	11 (7%)	14 (9%)	73 (46%)	11 (7%)	160 (100%)
ルクセンブルク	94 (41%)	20 (9%)	29 (13%)	72 (31%)	13 (6%)	229 (100%)
全体	1,395 (32%)	908 (21%)	492 (11%)	1,130 (26%)	412 (9%)	4,338 (100%)

（出所）文献 より作成。

である。

日本の場合、巨額の金融資産を抱え、对外投资への規制も撤廃されているにもかかわらず、証券投資のパターンの先進国型と異なるのはなぜだろうか。

一つには、円高に対しては過敏な反応が示され、執拗な市場介入の結果累増しつづける外貨準備が、他通貨に分散されることなく米国の国債、政府保証債としてそのまま保有されているからであろう。ここまで市場介入が必要なのか、そしてまた、外貨準備のドルからユーロ等他通貨への分散が本当に不可能なのか、検討の余地があるように思われる。

また、日本の金融仲介機関・資産運用機関、最終的には家計部門が過度にリスク回避的であることも、先進国型の对外投资を難しくしている要因であろう。ただ、日本の家計部門の安全指向については、何度も繰り返し指摘されてきたが、若干説明不足ではないかと思われる。確かに多くの家計がリスク回避的であることは事実であるが、インターネット取引の拡大とともに、日本の株式市場における個人投資家の比重は九八年を底に上昇している。外国株投資という点では中国株投資を積極的に扱う証券会社も現れており、一概に家計部門全体が安全指向一辺倒であるとは言えない。

しかしながら、ネット取引の場合、値動きの軽い銘柄の超短期売買が中心である。また中国株投資の場合も、そのねらいは、株価の安定した成長というよりその「大化け」にあるように思われる。いずれの場合も、投資家が享受しているのは、投資にともなうリスクとリターンというよりも、ハイリスクにともなう「面白さ」なのではないだろうか。もちろんそれも、投資の一面であることは否定できない。しかしながらそうした投資嗜好のもとでは、米国のような成熟した市場への株式投資は、何よりも「面白みに欠ける」という理由で忌避されざるを

えないだろう。しかしながら、資産の分散という投資の大原則（それは同時に最も「面白み」のない投資手法であるだろう）から考えれば、時価総額の大きな先進国市場への投資額が小さいのはきわめて非効率である。日本の家計部門に欠けているのはリスクテイクというより、ポートフォリオという考え方ではないだろうか。そしてそれは、家計部門の「心理的」問題というより、むしろ日本の資産運用機関・仲介機関の問題であるように思われる。

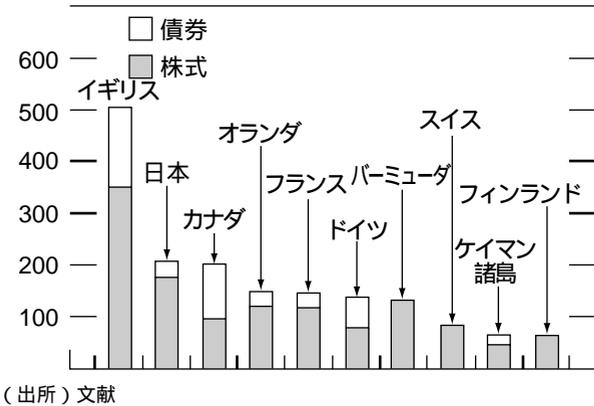
こうした点も一因となって、前述のような日本の新興市場型の対米投資パターンが形成されているのではないだろうか。

3 米国の対外証券投資

では、今度は、米国の対外証券投資について見てみよう。

図4は、米国からの対外証券投資残高の上位10カ国を示したものである。⁽²⁾ 日本への投資は、株式と社債をあわせた合計でも、株式だけを見てもイギリスより小さい。さらに、国内市場（時価総額）に占める米国保有額の比率を見ると、日本は8%にすぎず、オランダ二五%、イギリス一六%、カナダ一三%、フランス一〇%より低く、ドイツ七%、イタリア六%よりわずかに高い程度である。初めに述べたように、日本では外国投資家の動向に強い関心が向けられるが、この数字からすると、必ずしも他国よりも突出して米国投資家の比率が高いと

図4 米国の対外証券投資上位10カ国
(10億ドル) (2001年12月)



いうわけではない。日本における外国投資家の特徴は、外国投資家の投資額という量的な問題ではなく、横並び的な投資スタイルをとりがちな国内の投資家に対して外国投資家はそれぞれに独自の哲学・投資手法をもつという質的な問題であるのかもしれない。

しかし図4で、そして米国の対外投資で最も興味深いのは、株式のシェアが高いことである。図3・表1が示すように、海外からの対米証券投資では債券の比率が高く、株式対債券の比率は、三二対六八であった。しかし米国からの対外証券投資では、全く逆に七一対二九となっているのである。

単純化すれば、米国は債券の発行によって海外から資金を調達し、それを海外の株式に投資していることになる。財務省証券のような流動性が高くリスクの低い金融商品で外国から資金を集める一方で、外国へは株式というリスクをとるものもの高いリターンを期待される投資を行っているのであって、米国は「世界の銀行」として機能していると、ひとまず言うことができるであろう。

もちろん、その機能は、米国が国際通貨ドルの発行国であることと密接に関係している。ドルが国際通貨であるために、米国は、外為市場に介入したりそのための外貨準備を保有したりする必要が小さい。また、民間部門も、ドルが国際通貨であるため為替リスクをとる必要がなく、事実、米国が保有する外国債券のうち七〇%がドル建てなのである（続いてユーロ建て一五%、円建て六%）。つまり、米国の対外債券投資の中心は、外国企業・政府が発行する債券ではあるがドル建てのもの、つまりロンドンで発行されるユーロドル債が中心なのであり、図4でイギリスの債券の比率が高いのはそのためである。

また、米国の対外株式投資ではADRが重要な役割を果たしている。市場が整備され流動性の高い成熟した市場への投資であれば問題はないが、新興市場への投資では銘柄自体は有望であっても、市場規模が小さく流動性

に欠けたり、市場の規制が十分でないといった場合が少なくない。民営化等によって新興市場に大企業が誕生しても、母国市場に上場するだけでは米国からの投資は容易ではない。そこでADRによって、そうした企業が米国市場に「輸入」されるのである。表2は、米国からの株式投資に占めるADR投資の比率が50%以上となっている国のリストであるが、経済規模の小さな国だけでなく、ロシア、メキシコ、ブラジル、アルゼンチンといった新興市場国も含まれている。九〇年代以降、各国で国有企業の民営化が進められたが、その結果誕生した大企業をいわば「一本釣り」する形で米国市場に上場させれば、母国市場における不十分な情報開示や市場規制、割高な売買手数料といった米国投資家にとっての障害を克服することができるのである。

4 おわりに「ETバブル後の「世界の銀行」

しかし、にもかかわらず、米国の「世界の銀行」としての機能は、九〇年代後半に大きく低下したように思われる。対途上国および日本との関係では、確かに「債券（国債）」と「株式」の交換が見られるが、西欧との関係においては、そうした特徴はほとんどなくなっている。大西洋上を交換されているのは、債券と株式ではなく、株式と株式であり、しかもそのイニシアティブは西欧の側が握っているからである。

九〇年代後半、米国への資本流入の多くを占めたのは、西欧企業による株式交換型M & Aによる直接投資であった。EU市場の統合と単一通貨の導入と

表2 米国からの株式投資に占めるADRの比率
(%)

ドミニカ共和国	100
ジブラルタル	100
ウルグアイ	100
クロアチア	99
ベネズエラ	90
ロシア	90
中央アフリカ共和国	85
メキシコ	73
ルーマニア	67
ブラジル	66
ペルー	65
フィンランド	64
レバノン	63
アルゼンチン	60
ハンガリー	52
アイルランド	51
バングラデシュ	50
チュニジア	50

(出所) 文献 より作成。

いう競争圧力の高まりに押され、ＥＴバブルにともなう株価の上昇をエネルギーに、西欧企業が次々に米国企業を買収したのである。そしてその際の株式交換によって、米国の株主はそれまで保有していた米国の被買収企業の株式を手放し、かわりに西欧企業の株式を手にしたのである。実際、米国の外国株式保有額は、九八年末時点の一兆二〇八〇億ドルから〇一年末には一兆六一三〇億ドルと三年間で四〇五〇億ドル増えたが、その増加額の内訳を見ると、新規投資額はわずかに四一〇億ドル、株価の上昇が三二〇億ドルで、三四三〇億ドルは株式交換にともなう外国株式取得なのである（米国連銀による推計。文献 参照）。「世界の銀行」機能が想定する、積極的なリスクテークのイメージからは遠い。

すなわち、米国の「世界の銀行」機能は、発展途上国および日本との間の関係に限られ、西欧との間ではもはや成立していないのではないだろうか。米国の内外証券投資は、対日本・途上国では「垂直」の関係にあるもの、対西欧では（せいせい）「水平」の関係にとどまっていると言えるであろう。

そして、ＥＴブームが去り株価が下落すると、西欧からの直接投資は急速に減少した。にもかかわらず米国の経常収支は、以前として空前の規模にあるため、ドルの大幅な下落が起こって当然であった。それを日本を始めとするアジア諸国が巨額の市場介入によって買い支えたのである。いわば米国を支える水平軸の弱体化が、垂直軸の強化によって補われたということになろう。

しかしながら、日本・中国他アジア諸国による巨額の自国通貨売りドル買い介入に対しては、「輸出企業への事実上の補助金」「市場操作」との批判が強いこともあって、四月以降、日本は市場介入を停止している。こうした状況が続くとすれば、現在の水準でドルが安定することは難しいように思われるが、さてどうであろうか。

注

- (1) 図3では、五千億ドルもの証券の保有者が「不明」となっているが、これは、米国企業が海外で発行している無記名債については投資家を把握できないためである。無記名債は米国内では原則として発行できないが、海外においては可能であり、その保有者が不明となっているのである。
- (2) 図4においても(図3と同じく)オフショアセンターが大きなウエイトを占めているが、これは、会社の実体は例えは米国にあるにもかかわらず、登記上の所在地はバーミユダであるといった会社への投資が、そのまま登記先にカウントされているためである。
- (3) ただし、本稿での数字はすべて保有残高の数字であって売買額ではないため、市場への影響力を比較するには不十分な点が残る。

参考文献

- C. C. Bertaut and W. L. Grierer, "Recent Developments in Cross - Border Investment in Securities," *Federal Reserve Bulletin*, Winter 2004.
- E. L. Nguyen, "The International Investment Position of the United States at Yearend 2002," *Survey of Current Business*, July 2003.
- Department of the Treasury, Federal Reserve of New York, and Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report on Foreign Holdings of U. S. Securities as of June 30, 2002*, January 2004.
- Department of the Treasury, Federal Reserve of New York, and Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report*

on U. S. Holdings of Foreign Securities as of December 31, 2001, May 2003.

(いせ ひやう・客員研究員)