

## 最近の国際マネーフローについて

伊 豆 久

若林常務理事 大変お待たせいたしました。ただいまから、本日のミニ「資本市場を考える会」を開催させていただきます。

本日は、御案内申し上げましたように、甲南大学の伊豆久教授をお招きして、「最近の国際マネーフローについて」と題してお話をお伺いすることとしております。

伊豆教授の御略歴につきましては、一九九一年三月に京都大学大学院経済研究科博士後期課程を修了、同年四月に日本証券経済研究所の大阪研究所に入所されました。一九九八年四月には主任研究員になられ、二〇〇二年四月には、甲南大学経済学部の教授に就任

されておられます。また、日本証券経済研究所の客員研究員もお願いしております。

これまで、金融グローバルイズムあるいはグローバル化を中心テーマに、いくつかの著書が出版されていますが、マネーフロー、特に世界的な観点からするマネーフローについて広く研究をされました。

本日は、これまでのオイルショック以降の国際的なマネーフローを中心として、最近のアメリカ、中国あるいは発展途上国といった多層的な国際マネーフローについてのお話を伺えるものと思っております。

それでは、伊豆教授、よろしくお願いいたします。

ただいま御紹介いただきました伊豆でございます。よろしく願いました。

本日は、「最近の国際マネーフローについて」というテーマでお話しさせていただきます。どこまで内容のあるお話ができるか、心もとない限りですが、どうかよろしく願いたします。

最近のといいますが、足元の国際資本移動ということになりますと、アメリカの金利の引き上げによつて為替レートがどのように動くのか、という点が一番の関心事かと思えます。御存じのように、つい先日までは、アメリカの利上げは今年の一二月ごろと言われておりましたが、それが八月になり、ついに今月（六月）になりということになりました。それに伴いまして、この一年間ほどの円高が、四月ごろから反転いたしましてドル高方向に振れ始めたというのがここの二カ月ということではないかと思えます。

確かに、アメリカの金利が上昇すればドル高になる、というのは教科書に書いてある通りです。例えば、少し古い話になりますが、八〇年代前半のレーガン大統領のころのアメリカは、大変な高金利政策によつてドル高を実現してしました。しかしながら、八〇年代前半と現在とでは、国際マネーフローにおいて異なる点も少なくありません。それによつて、金利がマネーフローや為替に与える影響にも違いあるのではないかと思つています。では、今日の国際マネーフローの特徴はどのあたりにあるのか、そういった点について私なりに考えておりますことを少しお話しさせていただきますだけたらと思えます。

あるいは、全く反対に、「アメリカは、経常収支赤字が大変大きくなっているのです、これからはドル高ではなくてドル安になるはずだ、あるいは、ドル安にすべきだ」というような主張もよく

聞かれます。この、「経常収支赤字が大きいのでドル安」という指摘も、七〇年代以降繰り返しなされてきたことですが、事實は必ずしもそのようになつていません。先ほどもあげましたレーガノミクスの時代がそうでしたし、最近でも、九〇年代後半のＩＴブームの時には、経常収支赤字が拡大する一方で、特に対ユーロで、ドル高が進みました。

国際マネーフローが拡大した七〇年代、八〇年代以降は、経常収支の大きさよりもその反対側にある資本取引、それがどのような規模であり、どのような性質のものであるかが、より重要になつていゝると思ひます。金利によつて動くようなタイプの資本取引もあれば、金利に対して余り反応しないようなタイプもあります。では、現在の国際マネーフローはどのような状況にあるのか、本日は、まず、ここ三〇年ほどのマネーフローの変化

を振り返るところから、現在の特徴についてお話をさせていただきますと思つております。

## 一、七〇年代からの国際マネー フローの類型化

いきなり話が大変大きくなつてしまひますが、七〇年代からの国際的なお金の流れを一〇年ごとに区切つて、それぞれの時代の大まかな特徴をお話しさせていただきますと思ひます。

第二次世界大戦後、国際金融はＩＭＦを中心に運営されることになりまして、御存じのようにその中心は固定相場制度であつたわけですが、ＩＭＦ体制期のもう一つの特徴として、民間レベルの資本取引が非常に制限されていたということも忘れてはならない重要な点ではないかと思ひます。第一次大戦前に見られたような活発な国際的証券

投資は影を潜めていたわけでありませう。

ところが、六〇年代後半ごろから、ユーロ市場が少しずつ大きくなり資本取引が復活してきます。そして、国際マネーフロー拡大の決定的な出来事となりましたのが、七三年の石油ショックだったのではないかと思います。石油ショックが起りますと、産油国に莫大なオイルダラーが蓄積されたわけですが、その一方で、石油消費地であります先進国はどこもスタグフレーションに悩まされました。そのため、最も有望な融資先としては、当時NICSと呼ばれた国々、韓国、台湾、香港、シンガポール、メキシコ、ブラジル、アルゼンチンといった国々にお金が流れていったわけです。この、オイルダラーの循環は、国際的なマネーフローが第二次大戦後初めて本格的に復活した大変大きな出来事だったと思います。

しかし、この七〇年代のマネーフローは、今日と比較しますと、ユーロ・シンジケートローンに代表されますように、ユーロ市場というオフショア市場を経由していた点と銀行を介した資金移動であつたという点に大きな特徴があつたと思います。各国の金融市場には、金利規制や内外遮断規制などが厳しく残っておりましてので、国内市場から切り離されたユーロ市場を経由することで、かつ、債券投資などではなく銀行からの融資という形で資金が発展途上国に流れたと言えるのではないかと思います。

しかしながら、八〇年代に入りますと状況は一変しました。七九年にボルカー・FRB議長の急激な金融引き締めがありますし、レーガノミクスのもとでアメリカは巨額の国債を発行し、世界中の資金がアメリカに集まるようになります。つまり、石油ショック以降、発展途上国に流れていた

お金が、一気にアメリカに吸収されてしまつて資金が途上国には回らない、一種の世界的なクラウディングアウトが起こつたわけで、そういう状況の下で、八二年にメキシコで債務危機が発生します。その結果、八〇年代の国際マネーフローは、七〇年代とは異なる次のような特徴をもつことになつたと思います。

その一つは発展途上国には資金が流れなくなり、国際的な資金は先進国の間だけでキャッチボールされるようになったことです。その結果、中南米などはIMFの管理下におかれて「失われた一〇年」と呼ばれる大変厳しい状況に陥つた一方で、先進国では各地でバブルが発生しました。何も日本のことだけではなく、例えば八〇年代前半のアメリカのドル高も一種のドル・バブルと言えるかもしれません。それはその後、プラザ合意、ルーブル合意で軟着陸を目指しま

すが、結局、ブラックマンデーを招くことになりました。

八〇年代のもう一つの特徴は、その資本移動において、アメリカの国債市場であったり、ユーロ市場から派生したユーロボンド市場といったように、債券市場というものが大きなウエートを占めるようになったことです。つまり、広い意味での「金融の証券化」が世界的に進み、その結果、七〇年代は、オフショア市場という国内市場にとりましては〈外部〉の問題であつた〈自由な金融〉というものが、それぞれの国の中に浸透していく、つまり、債券という自由な商品を通じて、また、スワップ革命といった長短分離規制や内外遮断規制を形骸化させるような革命が起こつて、それぞれの国の国内で、金利の自由化や業態分離規制の緩和が進んでいくといった変化が同時に起こつたのではないかと思ひます。ユーロ市場とい

う特殊な外部市場での慣行であったはずのものが、順次各国の市場に取り入れられ、いわば国内市場がユーロ市場化するといった現象が起こります。その結果、ユーロ市場の特異な役割は縮小し、替わってグローバルな金融市場が登場します。

しかしながら九〇年代になりますと、状況はまた大きく転換いたしました。冷戦が終焉すると同時に、「ワシントンコンセンサス」という経済戦略に関する新しい考え方が強力に打ち出されて、各国もそれを受け入れていくこととなります。その内容は、自由化、市場化であり、対外開放であり、規制緩和型の構造改革であります。

長くこうした自由化に反対してました中南米諸国も、アフリカ諸国も、あるいは見ようによりましては中国も、「ワシントンコンセンサス」を受け入れていきました。そして、世界中の発展途

上国、東欧・ソ連などの移行経済諸国におきまして、国营企業の民営化、外国企業の受け入れ、規制の緩和が進められていきます。他方、先進国におきまして、グローバル化の進展により、企業的世界的な再編が活発に進みます。

こうした状況の下におきまして、九〇年代の国際マネーフローでは、株式の役割が非常に大きくなったように思います。融資や債券投資に加えて、途上国において新たに民営化された企業へのM&Aや、欧州企業による米国企業に対するM&Aが注目を集めました。すなわち、九〇年代に特徴的な構造改革とは、マクロ的な改革とは異なるミクロレベルでの改革でありまして、企業のガバナンス、政府と企業の関係、銀行と企業の関係、会計基準、そうした領域での改革です。そのような時代を端的に象徴する国際マネーフローは、株式交換によりますM&Aだと言ってよいでしょう。

う。そして、機関投資家レベルでも、それまでの債券に加えて株式を含んだ国際分散投資が進みました。

国際政策協調といった点で、八〇年代と九〇年代を比較しますと、八〇年代の課題はマクロ経済政策に関する協調でした。金融政策や財政政策に関して程度の差はあれどの国も国際的な制約を免れないこと、したがってその協調が必要があることを人々が認識した時代でありましたが、九〇年代は、そうしたマクロ的な領域だけではなく、企業のあり方といったものについてまで、ですから、それは当然、各国の経済文化といえますが、経済風土のようなものにも抵触して、さまざまな摩擦を起こすことになってしまいうわけですが、そうした企業統治のあり方そのものが問われるようになったのが九〇年代だと言えるのではないか、そしてその時代に株式市場の国際化が急速に進展

したのではないかと考えているわけであります。

このように、大変乱暴な整理ではありますが、七〇年代の〈ローンの時代〉から八〇年代の〈ボンドの時代〉、そして九〇年代の〈エクイティの時代〉へと、二〇三〇年ほどの国際マネーフローは変化してきたのではないかと、思っております。

## 二、ITブーム期の国際マネーフロー

ではそうした大きな変化の中で、次に、九〇年代末から今日に至るアメリカの国際資本移動、アメリカへの投資にはどのような特徴があるのかということをお話しさせていただきたいと思えます。

(1) ITバブル期の対米マネーフロー

ITバブル期、ニューエコノミーというような言葉も使われたわけですが、この時期の資本移動の特徴は、一言で言いますと、アメリカ経済への高い期待に基づいて、外国の民間資金によるアメリカ企業への投資がなされた時だと言えるかと思えます。

九六年ごろから二〇〇〇年ごろまで、アメリカの経常収支赤字はどんどん大きくなっていきますが、同時に、アメリカへの直接投資が劇的に増加しています。九六年に七七〇億ドルだったものが二〇〇〇年には二八八〇億ドルと四倍近くに増えていきます。しかも、二〇〇〇年と言いますとその内の二二〇億ドル、つまり七割をヨーロッパからの直接投資が占めています。アメリカへの株式投資を見ましても、九六年の一三〇億ドルから二〇〇〇年には一九三〇億ドルへと増加しています

が、ヨーロッパが一八一〇億ドルと大半を占めるという状況です。

その一方で、八〇年代には対米投資の中心でありましたアメリカの国債への投資が、急速に減少しております。海外からのアメリカ国債への投資は九六年には一七三〇億ドルありましたが、九九年から二〇〇一年まではマイナス、つまり売り越しに転じています。アメリカはこの時期、財政赤字に転じたから、残高の減少した国債を外国投資家が売却したということでしょう。

つまり、外国の投資家は、アメリカの株式を買ったり企業そのものを買ったりしたが、国債は売却したというわけであります。

しかしながら、こうしたアメリカへの投資は世界各国から満遍なくなされたのではなく、先ほども申し上げましたように、ヨーロッパからの投資が圧倒的なウエートを占めていました。そしてそ

最近の国際マネーフローについて

資料1 外国から米国へのマネーフロー

(グロス) (10億ドル)

		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
経常収支		-148	-155	-221	-331	-445	-393	-481	-542
外国からの対米投資	直接投資	77	93	193	276	288	131	40	82
	内、EU	60	50	158	228	202	59	20	40
	株式投資	13	66	47	99	193	120	55	37
	内、西欧	6	57	65	91	181	87	32	25
	社債投資	121	131	171	233	293	288	236	201
	国債投資	173	147	46	-21	-53	-8	96	140
	外貨準備	122	16	-22	43	38	5	95	208
	内、アジア	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	71	192

(出所) 米国商務省資料より作成。

れが、当時のユーロ・ドルレートを規定する最も大きな要因にもなっていたと思います。九九年一月にユーロが導入されてから二〇〇一年ごろまで、急激なユーロ安・ドル高が進んだわけですが、これに関して当時は、ユーロはまだ誕生したばかりなので、欧州中央銀行も設立されたばかりなので、市場の信認が十分でない、それがユーロ安につながっているというような説明が一般的だったように記憶しております。もちろん、そうした側面もあったと思いますが、ユーロ圏からアメリカへのM&Aのフローと為替レートの動きを重ねてみますと、かなりパラレルなものになっています。つまり、ヨーロッパからアメリカへのM&Aの激増に伴いまして、ドル高・ユーロ安が生じたというわけです。ですから、ITブームが崩壊した後、つい最近まで再びユーロは高くなっていました。それは、ヨーロッパからアメリカへ

の直接投資がバブルの崩壊によって激減したためだと考えられます。

話を戻しますが、ではなぜヨーロッパ企業はそれほどまでアメリカ企業を買ったのかと考えますと、一つには、ヨーロッパにおきまして欧州統合がどんどん深化しているということがあろうかと思えます。単一通貨も導入されて、ヨーロッパ域内の企業間競争が大変激しくなりますと、それに勝ち残るためには、最大の経済圏であるアメリカで一定のシェアを占めることが必要となりました。

また、八〇年代後半からアメリカ系の投資銀行が欧州に進出しましたが、それにもないまして、米国流の株式を駆使した企業戦略、例えば敵対的なM&Aといった、それまでヨーロッパでは余り見られなかったような手法がヨーロッパにも浸透していったということがあろうかと思いま

す。九〇年代末になって欧州企業はそれを逆輸入する形でアメリカに進出したわけです。

さらに、直接投資といえますと、かつては、例えば八〇年代の日本の自動車メーカーや電機メーカーがアメリカに進出しましたように、工場などの生産拠点や子会社を新たに立ち上げるというのが典型的なイメージですが、これらはグリーンフィールド投資と呼ばれます。しかしながら、サーピス経済化が進んで、金融ですとか通信といった産業のウエイト、重要性が高まりますと、新たな拠点を自前で設立するよりも既存企業を買収することのメリットのほうが、非常に大きくなります。そして、グローバル化のもとでの「選択と集中」戦略は、企業の一部門のスピノフなどM&Aへの「供給」量も拡大させました。

こうした背景から、九〇年代末にヨーロッパが

らアメリカに向けたM & Aタイプの直接投資が増加したのだと思われず。

この結果、アメリカの側からいいますと、八〇年代のような国債に依存した対外的な資金調達から、株式に依存した資金調達へと、対外的な資金調達のあり方が大きく変化いたしました。八〇年代前半のレーガノミクスの時代のように、高金利で大量の国債を外国投資家を買ってもらって、そうした時代ではなくなつたわけです。だからこそ、九〇年代末、さきほど申し上げましたようにアメリカは大変な経常収支赤字を計上することになります。にもかかわらず、むしろそれはアメリカ経済の強さの象徴、アメリカの積極的な設備投資、大量の資金流入に伴うドル高を反映したものであって、アメリカ経済の好調を示すものだという楽観論が、当時は大勢を占めていたわけです。

(2) ITバブル後の対米マネーフロー

しかしながら、バブルが崩壊いたしますと、資料1が示しておりますように、こうした状況は一変いたします。株価の下落に伴いまして、外国からアメリカへの直接投資は、二〇〇〇年の二八八〇億ドルから二〇〇二年には四〇〇億ドルへと、七分の一に激減しました。ヨーロッパからアメリカへの直接投資が減少したためですが、その結果、先ほど申し上げましたように、再びユーロは安く、ドルが高くなるという状況がここ二〜三年続いてきたわけでありませう。株式投資も大きく減りました。にもかかわらず、経常収支赤字の方は、そう急に小さくなるわけにはいかずに、五〇〇億ドル台で推移しております。

主な資金流入ルートが株式によるものとなり、かつ、その価格が暴落したために、資本流入が激減してしまいました。ですから、当然、ドルの大

暴落が起こっておかしくない状況にあったと思われる。

にもかかわらず、そうならなかったのは、海外からの国債投資が、その穴を埋める大変大きな役割を果たしたからです。その一つは外貨準備の流入、つまり、各国の通貨当局によりますアメリカの国債なり政府機関債の保有です。二〇〇一年にはわずか五〇億ドルの流入でしたが、二〇〇二年には九五〇億ドル、二〇〇三年には二〇八〇億ドルと激増しております。その他に、海外民間投資家による国債投資も復活しております。

そして、ここでもまた、地域的に見ますと大変大きな偏りが現れております。外貨準備の増加といえますのは、各国の通貨当局がドル買い市場介入を行って、そのドルをアメリカの国債で運用しているというわけですが、それを行っているのはほとんどがアジア諸国です。日本であり、中国、

台湾、アジア危機で苦しみました東アジア諸国、それに最近ではインドも巨額のドル準備を保有しています。こうしたアジアの国々がこぞって巨額のドル買い介入を行っていて、そのことが、ITバブル崩壊後に起こってもおかしくなかったドルの暴落を防いできたと言えるのではないかと思えます。

ですから、ITバブル期の九〇年代末の対米投資は、ヨーロッパの民間部門によるエクイティ投資でしたが、バブル崩壊後の直近二年ほどその穴を埋めているのは、ヨーロッパではなくアジアの、民間部門ではなく公的部門による、エクイティ投資ではなく国債投資だったということですから。アメリカを中心としたマネーフローにおきまして、ヨーロッパとアジアの果たしている役割は補完的ともいえますが、その性格は非常に異なっていることがわかります。

アジア地域がここまでアメリカ国債投資をおこなう、ドル買い市場介入をおこなう理由は、日本も中国もその他アジア諸国も、何よりも対米輸出への依存度が高いからでしょう。日本は長期にわたる景気低迷からの脱出を目指して、東アジア諸国は通貨危機からの回復の過程で、中国は高度成長を持続させるために、アメリカへの輸出が重要な役割を担っています。

他方で、ご存知のように、世界の工場となった中国へは各国からの企業の進出が相次いでおりますし、アジア諸国も通貨危機後、外資への開放を進めてきました。こうした直接投資の流入によりまず通貨上昇圧力に対して市場介入で対応しているわけでありませう。

これに対しましてアメリカからは、これは一種の市場操作であり、近隣窮乏化政策であつて、アメリカ企業にとりまして大変不公平なことである

といった批判が一方であります。しかしながら、このアジアからの国債投資こそが、ドルの暴落を防いでいるわけですし、また、アメリカの長期金利を抑制する、そして、アメリカの景気を下支えするという大変大きな役割を果たしてきたわけがあります。

この結果、アジアとアメリカの間で、ある種の資金循環が形成されています。アジアは、その対米貿易黒字によつて獲得したドルを市場介入の形で通貨当局が吸い上げ、外貨準備としてアメリカの国債で運用、それがアメリカの長期金利を抑制し、アメリカの景気、株価を下支えする。するとアメリカの投資家はリスク許容力が高まつて、あるいは単純にグローバル・インデックスに従つて、今度はアメリカから世界に向けて巨額の対外株式投資、直接投資を行うという循環です。つまり、アジア諸国は、アメリカに国債投資の形で資

金を供給し、反対に、アメリカからは直接投資や株式投資という形でリスクキャピタルを供給する、こうした分業関係、資金の交換関係がアジア諸国とアメリカとの間で形成されてきたわけです。

しかしながら、太平洋から大西洋に目を転じますと、状況は大きく異なります。ヨーロッパとアメリカの関係は、ITバブル期の株式交換に見られるような、株式を中心とし、かつ、民間レベルのものでした。他方アジアとアメリカの間では、債券とエクイティキャピタルの交換という非対称性の強い形になっていますし、市場介入や国債など公的部門のウエートが高いという特徴もっています。アジアとアメリカの資金循環は、政治によって多くが規定されやすいとも言えるでしょう。

### 三、発展途上国へのマネーフロー

次に、発展途上国へのマネーフローについてはどのような変化が見られるのか、お話しさせていただきます。

と言いますのは、九四年二月からアメリカは合計三%の金利引き上げを実施し、それが一因となつて、メキシコのペソ危機が起こっています。さらにさかのぼりますと、七九年の劇的な金融引締めが、八二年の債務危機の遠因ともなっております。

もちろん、今回は異常な低金利からそれを正常化しようという状況ですので、過去との簡単な比較はできませんが、最近の途上国へのマネーフローの特徴から、今回のアメリカの金利引上げが発展途上国にどのような影響を与えるのか考えて

最近の国際マネーフローについて

資料2 新興市場への対外資金流入

(ネット) (10億ドル)

	2001年	2002年	2003年	2004年
経常収支	27.8	73.3	72.3	33.9
対外資金流入 (民間部門)	133.2	121.2	161.9	185.7
株式	149.9	111.1	116.1	135.9
直接投資	142.8	112.1	102.8	119.0
ポートフォリオ投資	7.1	-0.9	13.3	16.9
債権	-16.8	10.1	45.8	49.8
商業銀行	-26.6	-5.7	13.4	10.4
非銀行	9.8	15.7	32.4	39.4

(注) 04年は推定値。

(出所) 国際金融協会資料。

見たいと思います。

現在では、途上国、新興市場への外国からの資金流入のうち、そのほとんどを株式が占めるようになってきています。例えば二〇〇四年は、推定値であります。民間部門から一八五七億ドルの資金が新興市場に流れ込むだろうと予測されていますが、そのうち一三五九億ドルは株式によるもの、しかも、そのほとんどが直接投資であります。銀行による途上国融資などはごくわずかな数字ではない。〇一年、〇二年などは、商業銀行はむしろ資金を引き揚げていて、ネットでの資金供給はマイナスでした。

つまり、ここでも、最初に申し上げましたように、ローンやボンドの形での資本移動ではなくて、エクイティ型の資本移動が中心になっているわけです。

その結果、例えば、ローンの結果であります発

展途上国の対外債務残高を見ますと、最初に申し上げましたようなオイルダラーがユーロ市場を経由してNICS諸国に流れた七〇年代に大変大きくなり、債務危機を迎えますが、それ以降伸びはとまり、そして最近では減少に転じています。

そのため、途上国への資本流入の残高を、株式投資や直接投資などエクイティものと、ローンやボンドなどのデットに分けて、デットの残高をエクイティの残高で割る、つまり企業で言うところの債務比率を国ごとに見ますと、東アジアの諸国で九七年の二一八％から二〇〇一年には一三四％と減少しているなど、世界各地の新興市場におきまして、ここ数年エクイティに対する債務の比率が減少しています。

では、発展途上国に対するマネーフローがこのように、債務型から株式型へと変化した理由は何かということになりますと、一つには、八二年の

債務危機以降、さらには九〇年代の通貨危機を経験して、融資形態での資金供給はリターンに比べてリスクが高いと、資金供給側でも調達側でも認識されたということがあろうかと思えます。

その一つの例として、資金供給側、つまり国際的大銀行の行動を見ますと、大きな変化が生じていることがわかります。先進国の銀行が途上国向けの融資をどのようなチャンネルで供給しているかを、国際的債権と現地債権の二つに分けることができます。国際的債権と言いますのは、例えば、ニューヨークの本店から直接メキシコに融資するといった、国境を越えた形で、クロスボーダーな形で融資されるケースで、現地債権は、例えば、シティバンクがメキシコの国内銀行を買収し子会社とした場合の、その子会社のメキシコペソ建ての国内債権のことを指します。この二つタイプの銀行資産を見ますと、八二年の債務危機以

## 最近の国際マネーフローについて

資料3 発展途上国の対外デット・エクイティ比率  
(%)

	1997年	2001年
東アジア・太平洋	218	134
欧州・中央アジア	505	293
中南米・カリブ地域	284	162
中東・北アフリカ	394	371
南アジア	968	613
サブサハラ・アフリカ	515	303
発展途上国全域	316	196

(出所) 世界銀行資料。

降、国際的債権が急速に減少している。反対に、現地債権は八〇年代中ごろから少しずつ伸び始め、現在では国際的債権を上回る額になっている。

つまり、国際銀行業といいますが、ニューヨークやロンドンなどの拠点から国境を越えて資金を供給するのではなく、例えば、金融危機に陥った途上国の銀行であったり、あるいは、元国有銀行といったものを買収するという形で現地に進出し、そこで現地通貨建て預貸業務などリテールを含んだ業務を展開するのがメインとなっているわけです。こうした外国市場への進出は、アメリカやスペインの銀行がとりわけ積極的ですが、先進国の銀行全体の傾向と言ってよいでしょう。ただし、日本の銀行は例外ですが。

他方の、先進国の銀行を受け入れる途上国の側からいいますと、国内の銀行がどんどん外国銀行

に買収されるということを意味します。その結果、とりわけラテンアメリカ諸国や東ヨーロッパの諸国では、国内の銀行資産の五〇%以上を外国系銀行が占めるといった状況が生まれています。

こうした現象も、国際的なマネーフローという観点から見ますと、クロスボーダーな資本移動において、ローン形態のウエートが減少し、金融業においても買収という形での直接投資が増えているということになります。

途上国へのマネーフローが債務型から直接投資を含めた株式型へと転換した二つ目の背景として、八〇年代のIMF主導下での経済改革を経て、さきほど申しました「ワシントンコンセンサス」と呼ばれる合意が成立したということがあるかと思えます。つまり、七〇年代までの途上国の経済開発戦略は、対外的な経済関係は厳しく規制して、市場よりも政府がイニシアチブを持って

経済開発を進める。貿易を促進するというよりは、むしろ輸入を抑えることで国内市場に向けた自国産業を育成する、そうした戦略が七〇年代までの中心でしたが、八〇年代末になると一種の革命と言ってもよい一八〇度の転換が起こり、できるだけ対外開放を進める、国の役割ではなくて市場の役割を重視する、規制緩和を進めて国有企業は民営化する、そうした経済戦略の変化が八〇年代末から九〇年代に多くの発展途上国で起こったわけです。

先に紹介しましたように、銀行を含めて、そうした新たな民営化企業に対しては、先進国から巨額の資金が流れ込み、また買収も盛んにおこなわれました。そして、そうした改革を経た途上国の企業がニューヨーク証券取引所に上場するということも九〇年代の特徴的な現象だったと思います。途上国の国有企業が民営化されるわけです。

から、経済規模の小さい国に大変大きな企業が誕生することになります。国内の市場では十分な流動性を供給できない、投資家保護も十分でない、ただ、先進国の投資家も注目しているということになりますと、アメリカにADRのような形で上場させるということが、ミスマツチをつなぐ非常に効果的な役割を果たしたわけです。ニューヨーク証券取引所は、八〇年代まで、イギリスとカナダを除きますと、外国企業の上場はごくわずかでしたが、九〇年代に急速な国際化が進みました。それも、対途上国向けマネーフローの株式化を象徴する現象だったと思います。

#### 四、おわりに

では、以上のような、国際的マネーフローの最近の特徴を前提としますと、米国の金利引上げは

どのような影響を与えるのか、最初の問題に立ち返ってみたいと思います。

資本移動が、銀行融資や債券投資というよりも、株式への投資、特に直接投資、を中心とするということになりますと、金利の変動が与える影響は、より間接的なものになるのではないでしょうが。マネーフローを左右する要因として、八〇年代とは異なつて、金利だけでなく、株価の重要性が高まっているからです。ですから、アメリカの金利が上昇することで資金が米国に還流する、ドル高が進むという力ももちろん働くでしょうが、同時に、それによって米国の景気が頭を抑えられる、株価が下がるということになりますと、それはドル安に作用するはずですよ。お話しして来ましたような二〇一〇年ほどのマネーフローのパターンを考えますと、前者よりも後者の要因のほうが力を増してきたのではないかと考えている

わけです。もちろん、実際の為替レートの動きがこれからどうなるか、それについてコメントする能力は私にはありませんが。

また、途上国向けの資本移動につきましても、米国の金利引き上げが、通貨危機を招くのではないかと、という心配も指摘されています。その可能性も否定できませんが、現在の対途上国向けマネーフローの多くを直接投資が占めているという現状を踏まえれば、その可能性は少なくとも以前よりは小さくなっているのではないかと思いません。

ただ、こうした変化は、国際的なマネーフローが安定化したということの意味するわけではありません。むしろ、ＩＴバブルの前後に明らかになりましたように、株価という大変不安定なもの、金利と異なって政策によっても誘導しにくいものに、より大きく影響されるようになってきているわけ

ですから、国際的な資金の動きはますます予想しづらくなっていると言えるかもしれません。

大変大雑把なお話をいたしました。とりあえず私の方からは以上とさせていただきます。みなさまからの御意見をいただければと思います。

若林常務理事 それでは、お時間をいただいているようですので、御意見、御質問等がございましたら、手を挙げていただければと思います。

質問者 今日のお話にはなかつたのですけれども、国際マネーフローのレポートを見ますと、「ワールドダラー」という概念がよく出てきます。アメリカのマネーフローに中国や日本がアメリカの中央銀行に預けている外貨準備を加えたものの額が前年比で物すごく増えているので、ドルがジャブジャブであるというような議論をよくレポートで見えるのですが、私にはこの議論がよくわ

からないので、これについて御説明いただけませんでしょうか。

伊豆 ご指摘の「ワールドドル」という考え方は、アメリカのベースマネーと各国の外貨準備の合計で、その増減から世界全体の流動性、お金の量を見ようというものだと思います。とても興味深い見方で、私もその方のレポートを時々拝見しております。ただ、今日お話をさせていただきましたような長いスパンで考える場合には、お金の量の変化というよりも、その質的な変化に注目したいと思っています。

それから、各国の外貨準備を入れられているのは、外貨準備をその国のマネーサプライの概数として利用されているということだと思います。例えば、現在でしたら中国が典型的ですが、大変な市場介入を行ってどんどん外貨準備を積み上げて、その結果、中国のマネーサプライはどんどん

拡大している。だから、金融を引き締めないといけないのではないのかとか、元を切り上げないといけないのではないのか、そういう状況に今あるかと思っています。こうした場合には、外貨準備と各国のマネーサプライの関係は、かなり密接な関係にあります。もつと金融市場の成熟している国の場合、市場介入によるハイパワードマネーの供給を吸収する手段もいろいろあるわけですから、その場合には、単純に外貨準備がマネーサプライを規定するというわけにはいきません。ですから、「ワールドドル」から世界全体のマネーサプライを見るというのには、幾つかの媒介項が必要かとは思いますが、一つの興味深い指標であると思っています。

質問者 途上国、新興市場への資金の流入についてお伺いしたいと思います。

大きな流れとして、これは途上国だけではない

のですけれども、これまでの債権・債券の流れからエクイティに切りかわってきているというのが一番大きな特徴かと思えます。

資料2の新興市場への対外資金流入を見ますと、確かに債権の形態の資金の流入というのは、特に商業銀行では非常に小さくなっているということは明らかです。一方、非銀行経由の資金の流れ、ローンの形態ですが、これは二〇〇〇年代に入ってから着実にふえている傾向があると読み取れるわけです。九七年の金融危機の場合も、ノンバンク経由の資金の流入が非常に大きな役割を果たしたわけで、二〇〇〇年代に入ってから非銀行経由の債権という形態の資金の流れが増えていることをどのように理解すべきなのかということについて、お伺いしたいと思います。

伊豆 資料2にあります「非銀行部門」といいますのは、御指摘ありましたノンバンクからの資金

供給もあろうかと思えますが、主なものは、発展途上国の国際的な債券の発行によります資金調達、つまりエマーシングボンドとなっております。昨年は、途上国市場の株価だけでなく、エマーシングボンドの方も大変な活況でした。この表にもそれが反映されているわけです。エマーシングボンド市場が、インデックスの開発ですとか、投資家の多様化などで整備されてきたという面もありますが、やはりアメリカの金融緩和を受けて、高利回りのものへのニーズが高まったというのがここの二年の現象だったかと思えます。ですから、アメリカがもし急激な金融の引き締めを行うということになりますと、こういう部分につきましては、強い影響を受けざるをえないと思います。ただ、今日お話しいたしましたように、

デット全体が大きなウエートを占めていた以前の時代に比べますと、全体として、デットの比率が

小さくなっているのも事実だと思います。

質問者 二点ほどお伺いしたいのですが、M & A 絡みの資本がアメリカに入ってきたことについて御指摘がありました。実際、株式交換という形をとった場合に、株式投資に計上されるのか、それとも直接投資なのかということ、株式交換ということをする、アメリカの方に資金が入っていく形と逆の流れがあるような気がするのですけれども、それはどのようなになっているのかということが一点目です。

もう一点は、米国への資本流入の資料1にあります外貨準備というのはどの統計を使っているのでしょうか。といいますのは、国債投資と外貨準備がダブルカウントになっているのではないかとこの疑問なのですが、よろしく願いいたします。

伊豆 一つ目の、株式交換に関してですが、例え

ば、ドイツの企業がアメリカの企業を株式交換で買収したという場合を考えますと、まずドイツからアメリカへの直接投資が計上されます。それから、アメリカ企業の既存の株主にドイツ企業の株式が交付されますが、これは、アメリカからドイツへの株式投資、ポर्टフォリオ投資として計上されるということになります。交換ですから、額自体は等価となりますが、一方は支配権を伴いますので直接投資とされ、もう一方の側は単なるポर्टフォリオ投資としてカウントされるわけです。

額が等しいなら、あるいは株式交換なんだから、為替レートに影響はないはず、と考える方もあるかもしれませんが、申し上げましたように、九〇年代末当時は、こうした直接投資をたくさん呼び込めるということはアメリカの強さを象徴しているんだというのが、支配的な見方でそれがド

ル高の背景になったと思っております。

二つ目のご質問の、資料1の外貨準備と国債投資の件ですが、アメリカ商務省の『サーベイ・オブ・カレント・ビジネス』という資料の国際収支統計にあります外国公的部門の在米資産の増減をここで外貨準備とっております。公的部門の持っているアメリカ国内の資産ですので、すべてが国債に投資されているわけではありませんが、それを「外貨準備」といたしました。もう一つの国債投資といえますのは、公的部門を除いた民間部門、機関投資家等の国債投資を「国債投資」としていますので、二つは投資対象は重なっていませんが、投資主体が異なりますので、ダブルカウントにはなっていません。

若林常務理事　そろそろ時間もまいりましたので、これで本日のミニ「資本市場を考える会」を終了させていただきたいと思えます。

伊豆教授、どうもありがとうございました。

(拍手)

(いず　ひさし・甲南大学教授  
当研究所客員研究員)