

国際資金フローと金融市場

田 端 克 至

1. 変貌する国際資金フロー

国際的な資金フローに、変化が生じている。特に、米国の対外的資金フローは、80年代以降、ダイナミックに変貌しており、それが世界経済や国際金融市場に、少なからず影響していると考えられる。80年代以降の米国の国際資金フローを特徴づけるのは、まず第一に、国際資金の大量吸収である。第二に、80年代後半から、米国の対外資本投資が急拡大するような状況が、生じていることである。

レーガン政権誕生以降、米国は貯蓄投資バランス、財政収支の面で、投資超過、財政赤字を記録してきた。この結果、対外収支バランスも大幅に赤字を計上するところとなり、その赤字分のファイナンスを海外からの資金の流入で賄う構図を形成させてきた^(注1)。

ただし、ここ数年、米国経済の堅調さを背景に、米国の財政収支バランスは改善の方向を示しており、98年会計年度には財政黒字に転換、なんと、29年ぶりに、700億ドルの黒字となっている。しかし、国内の資金不足を対外資金に依存する米国の基本構図は失われていない。例えば、財政収支バランスが改善しているにも拘わらず、米国の経常収支赤字は年々悪化しており、97年には1700億ドルに達する一方、それを上回る国際資金が米国に吸収されている。

さらに、米国の国際資金の大量吸収に、世界最大の経常収支黒字国、日本が大きく貢献していることも、今さら強調する必要はないであろう。80年代前半以降、一連の対外投資規制緩和で、日本は、直接投資、対外証券投資を拡大させてきた。ただし、日本の対外投資行動が、ミク

ロレベルで見ると、バブル以前と以後とで変質していることもおさえておく必要がある^(注2)。80年代前半からの、日本の対外投資は、投資規制緩和など制度的要因によるところが大きいのに対し、90年代に入ると日本の低金利を背景に海外への資金流出が続いているのである。

ところで、最初に述べたように、米国の国際的資金フローの変化は、90年以降、第二段階を迎えている。米国は、国際的資金を吸収するだけでなく、対外資金流出を積極化させている。具体的には、経常収支黒字を上回る資金を、中南米やアジアに投資し始めている。このような米国の膨大な対外投資が、アジアや中南米諸国の経済的活況と密接に関連していたことは想像に難くない。

2. 経常収支に関する最近の研究

米国を中心とした国際資金フローの変化が、国際金融市場にどのような影響を与えるのか、この点を考察することを、小論は目的としている。この様な議論展開の都合上、経常収支について、もう少しつめて考えておく必要がある。

経常収支は何故に、変動するのか。あるいは経常収支が、黒字や赤字であることをどう解釈できるのであろうか。経常収支の黒字のケースでは、ほぼその全額が海外に流出する(一部は、外貨準備として国内に蓄積される)。逆に、経常収支が赤字のケースでは、その分が外国からファイナンスされることになる。黒字(赤字)部分は貯蓄投資バランスおよび財政収支を反映していることは前述したが、要するに、海外に流出する経常収支黒字(赤字)部分は、民間・政府両部門の貯蓄(ファイナンス)行動ととら

えることが可能なのである。

まず、新古典派の文脈で解釈すれば、貯蓄行動は、異時点間での消費活動による合理的な経済活動の産物である。簡単に言えば、現時点で消費が活発であれば、将来の消費に向ける資金（貯蓄）が少なくなる結果、将来消費は減退する。Koopmans (1965) 等の提示した異時点間での家計モデルは、その例である。ここでは、ミクロ経済レベルでの個人の経済合理的な行動によって、各時点でのマクロ的な消費量と貯蓄量とが決定されている。これを開放経済に拡大し、経済合理的な貯蓄や消費活動の結果として経常収支の動学化が図られるのは、自然な流れであろう。Obstfeld and Rogoff (1996) は、Ramsey-Koopmans モデルの開放経済への拡張という性格を有している。そこでは、経常収支黒字は将来の貿易財を購入するための請求権を海外に資産蓄積する行動と、理解されうるのである。

また、経常収支赤字国は、現在の消費を活発化させる代わりに、海外からの請求権を受け入れることを経済合理的に選択しているともとらえられる。つまり、この理論的な展開には、現在、経常収支黒字国は、将来、その請求権を行使せざるを得ないような過少貯蓄状態に陥ること、逆に、経常収支赤字国も、その分を対外資本でファイナンスすることから抜け出し、請求権を外国に行使されるような状態が来ることを前提としている。

この議論に従えば、あくまで、日本の経常収支黒字や、米国の経常収支赤字は個人の経済合理的行動の結果として生じているのであって、いずれ解消することになる。80年以降、急速に拡大した我が国の経常収支黒字は、人口の高齢化を背景に貯蓄率の低下に直面し、経常収支赤字国に陥る将来に備えて、将来時点の請求権を獲得すべく海外への資本蓄積を強化させたからであるとも解釈できよう。もちろん、こうした解釈は、強引すぎることは言うまでもない。まず、我が国の高貯蓄が、新古典派の主張する

経済合理性によって生じているとは考えにくく、むしろ、個人の持ち家志向や国民気質・制度面に影響される部分が多いと言われている。貯蓄自体が、経済合理性で説明できない以上、経常収支も新古典派の文脈で説明することは難しいのである。

ただし、この文脈が、今後の日本の経常収支黒字を考える上での視点を提供していることは、重要であるように思われる。例えば、Abel, Mankiw, Summers and Zeckhauser (1989) は、市場参加者に無限性が保障されると、前述した経済合理的行動としての貯蓄行動が、パレート最適ではなくなることを示唆している（動学的非効率性）。

これを国際金融に応用すると、日本の経常収支黒字が、米国の経常収支赤字をファイナンスするというプロセスが、いわゆる動学的非効率性に類似した状況を引き起こす可能性を内在させているかもしれないからである。簡単に言えば、現時点の米国の消費が、日本からの所得移転によって発生している分けて、これが米国民の消費活動を活発化させる一方、再びそれが我が国の貿易財の購入を促す結果にもなるからである。この場合、日米両国の消費活動をいづれも犠牲にすることなく、さらに高い消費水準を両国の消費者が実現できることができるようになるかもしれない。このケースでは、異時点間にわたる貿易財請求権の配分という意味合いを有する経常収支のアンバランスは、パレート最適ではなくなるであろう。

我が国の対外投資行動は、経済外的要因によってしか説明できないというのが定説であるが、さらなる視点が加わるかもしれない。

3. 米国からの資金流出拡大をどの様にとらえるか

90年以降、米国サイドを中心とした国際資金フローは、第二段階の変化を見せていると述べた。経常収支赤字を上回る資金が、米国から海外に流出しているのである。もちろん、米国

への資金流入をネットベースで見れば、経常収支赤字相当部分が流入しているにすぎない。前述したObstfeld and Rogoff (1996)では、あくまでネットベースでの話なため、米国からの資金流出が拡大し続けたとしても、その分、流入が増えるだけでネットでは変わらない。そのため、理論上の修正が必要な重要な変化が現実には起きているわけではないということになる。

しかし、その額は膨大であり、しかも、現実にはそれが発展途上国に資金流入した結果、成長を促すようなインパクトがあったとなると、たんに一過性の現象として看過することはできない。

ところで、経済学のレベルでは、むしろ、現在米国で起きている現象とは逆の状況、つまり、理論的にはもう少し海外に資金が流出して然るべきところが、現実にはそうではないことに注目、様々な検討がなされている。ここ10年ぐらゐの米国を例外として、基本的に先進国から発展途上国への資本投資や対外証券投資は、低調であった。例えば、Feldstein and Horioka (1980)は、世界的資金フローが活発に行われていれば、貯蓄超過国が投資も活発であり、貯蓄過少国が低水準の投資に甘んじているという現象が、解消するはずであるのに、実際には全くそうになっていないと主張した。これは、国際的な資金移動が活発には行われていないことを示しているというのである。また、似たような現象は、金融でも発生している。French and Porterba (1990)は、先進国の国際分散投資について、全く低調で、最も国際分散投資が盛んな英国ですら、資産の8割は国内で運用されていると論じている。これは、ホームバイアスといって、国際金融論が未解決な謎の一つであるとされている。現在の所、この理由については、税制等制度的要因が経済合理的に資金が動くのを妨げているとか、貿易財と非貿易財の存在が原因しているのではないとか、諸説検討されている。例えば、田端 (1999) 第5章では、ホームバイアスの議論と、米国金融市場との関

連性について若干考察しているので参照されたい。

生産関数に収穫逓減を仮定すれば、実質金利と資本の限界生産性が等しいところで、生産は決定される。発展途上国と先進国を見た場合、明らかに、過少資本の発展途上国の限界生産性は、先進国のそれを上回るはずである。したがって、制度的障害があったにしても、長期的に見れば、限界生産性の高い地域に、そうではない地域から資本は流れることになる。ところが、実際はそうになっていないということを、どの様に考えることができるであろう。この点について、小論は明確なアイデアを持ち合わせていない。ただ、現在、国際金融で展開している事実を総合すると、なんとなく、方向性らしいものが見えて来るように思われる。まず、米国の対外資本流出は、主に証券投資および直接投資で行われていることである。また、米国の投資対象銘柄、および、直接投資対象を見ると、その主力が情報関連産業への投資であることである。さらに、米国経済の最近の動向を見ると、情報産業が成長を牽引しているように思われる。情報産業の技術が、従来型のものとは異なり、規模の経済性を有しているとしよう。この場合、情報産業は、より規模の経済性を実現するために、国際的な投資を実行しようというインセンティブが高まるであろうと予想される。

4. 国際資金フローの変化が国際金融市場に与える影響

小論の最終的な問題意識は、米国を核とする一連の国際資金フローの変化が、国際金融市場の安定にどのような影響を与えるであろうかということである。例えば、Krugman (1985)は、米国の経常収支赤字がいずれSustainabilityを失うであろうことに警鐘をうながした最初の研究者であろう。現在、米国の経常収支赤字が膨れ上がる一方で、それを上回る資金が海外に流出しているのは、素人目に見ても、非常に危機的である。しかし、一方で、このような危険

性が指摘されてから10年以上の年月が経過したにも拘わらず、危機が現実化していない以上、危機を発生させない安定メカニズムが、存在しているとも考えられる。前述の田端（1999）は、こうした問題意識にたつて、はたして米国の資金流出と流入とは、それぞれ自立したメカニズムで動いているのかを検討している。流入と流出がそれぞれ自律したメカニズムで生じている場合、たとえ国際資金の米国への流入が細くても、海外への米国からの資金流出はとまることはない。そのため、経常収支の赤字をファイナンスする資金は不足することになり、Sustainabilityを失うであろうと考られるのである。具体的には、因果関係を計量するグランジャーテストによって、資金流入と流出との間の因果関係を検討した。この分析結果が、どの程度信頼性があるのか疑問があるが、結果からすると、米国の場合、流入が流出を引き起こしており、それぞれが自立的なメカニズムで動いているとは言えないとの考察を得たのである。現在の研究は、この程度にとどまっているが、ここでの最終的な問題意識には、これまで述べてきたような派生する課題が背景にある。さらに、検討を深めたい。

（小論は、私が現在、研究の対象にしている国際資金フローについて、その問題意識を簡単にまとめたものです。幸いなことに、本年夏より、米国で研究をする機会を与えて頂きましたが、ここに書いたような内容を出発点として、議論を膨らませたいと考えております。）

（参考文献）

- Abel, B., and N. Mankiw and L. Summers and R. Zeckhauser., 1989 "Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence." *Review of Economic Studies* 56 : 1-20
 Feldstein, M., and C. Horioka 1980 "Domestic Saving and International Capital Flows." *Economic Journal* 90: 314-329
 Koopmans, T. C, 1965 "On the Concept of Optimal Economic Growth." In the *Economic Approach to Development Planning*. Amsterdam: North-Holland

Krugman, P.R, 1985 "Is the strong Dollar Sustainable?" In *The U.S. Dollar: Prospects and Policy Options*, A symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City: 103-132

Obstfeld, M., and K Rogoff., 1996 "Foundation of International Macroeconomics": MIT, Cambridge

田端克至 1999 「ドル高は持続可能か」『アメリカ経済の繁栄は続くのか（佐藤 永井 編著）』東洋経済新報社：112-168

（注1）貯蓄投資バランス+財政収支=経常収支が成立するマクロ経済学上の文脈で言えば、ごく当然のことに過ぎない。

（注2）ただし、この間の日本の国際金融行動を、ミクロ的視点で論じれば、バブル崩壊以前と以降では、様変わりしている。

バブル崩壊以前、日本の金融機関は、ユーロ市場をも活用し、対外投資を積極化させた。ユーロ市場から短期資金を積極的に調達する一方、証券投資等長期性資金を、主に、米国に還流させたのである。イメージしやすいように言えば、日本は対米輸出を中心にため込んだ経常収支黒字分を上回る資金を、再び米国に還流させたのである。この間の日本の対外流出要因については、経済合理性をもったものとは言えず、金融機関の横並び意識や規制緩和など、制度的要因によるところが大きいとされている。

バブル崩壊以降の資金流出は、若干様相が変質しているように思われる。ただし、バブル以降の日本の金融機関の国際金融行動が、何らかの様な行動パターンを有しているのか、それすら議論のあるところではなる。このため、やや慎重にならざるを得ないが、まず第一に、日本の黒字が、米国あるいはアジア諸国に、金利差を背景に、大量に流出している点である。つまり、バブル以前の日本の対外投資行動が、経済変数で納得的に説明しにくい面があるのに対し、それ以降の資金流出が金利差などマクロ変数との関連で説明できることである。

この点については、以下の議論にも関わることなので若干のコメントが必要であろう。そもそも、日本の経常収支黒字が、我が国の低金利を背景に、より収益性のあがるアジアや米国に流れているとしても、必ずしも、それが日本の金融機関の積極的な行動の結果であると結論づけられるわけではない。

例えば、韓国への対外資金流入を観察すると、94年以降、急速に拡大、その後、通貨危機の発生する97年8月まで堅調に推移する。この間の韓国への資金流入については、日韓の金利差で回帰分析すると統計的に非常に有為な計測結果を得る。そのため、韓国の通貨危機以前に日本の金融機関が金利差を利用した対韓国投資を実行し、通貨危機直前に、日本が韓国への資金流入を急速に縮小

させてしまったことが、韓国経済に深刻な影響を与えたと推論されるのである。しかしながら、日本の資金を韓国に展開させたのが、はたして日本の金融機関自身なのかという点、疑問が残るところである。邦銀は、金融危機の中で、いわゆるクレジットクラッシュに陥っており、それにも拘わらず、海外への資金融資だけは、むしろ94年頃から積極姿勢に転じたというのは、直感的に納得できないからである。理屈の上では、この役割を果たしたのは、邦銀ではなく、外国系金融機関であつてもよい。外国系金融機関が、低コストで円資金を調達し、それを韓国へ投資した場合でも、統計的には、日韓金利差で、韓国への資金流入が説明できるような結果を得るからである。残念ながら、現在の韓国の統計には、韓国への資金流入が、誰によって行われていたのか、捕捉しえるものは存在しない。

同様のことは、タイについても言える。タイへの資金流入も、93年頃から拡大するが、タイ日金利差が影響していることが報告されている。さらに、唯一存在する国際的な金融取引に関する統計データ BIS 統計によると、この頃から欧米金融機関が対タイ融資に慎重になる一方、邦銀の融資が拡大していることが確認される、としている。

これについても、対韓国融資同様、なぜ国内貸出しに慎重な邦銀が、海外貸出しを積極化させたのか、疑問が残る。実は、タイ進出日系企業の資金調達難が背景にあるとも考えられる。つまり、この時期は、いわゆるジャパンプレミアムが発生した時と符合し、日系企業の資金調達難が深刻化した。邦銀は、外国金融機関に肩代わりするかたちで、タイ進出日系企業への融資を拡大せざるを得なかった面があるようにも考えられる。筆者は、通貨危機直前のインドネシアを訪問する機会があったが、その際、現地日系企業駐在員より、93年ごろより欧米系金融機関からの資金調達が厳しくなり、邦銀への依存を強めざるをえなくなったこと、さらにその後、邦銀自体が融資に慎重姿勢をとるようになり、月々の利払いにも窮する事態に陥っているとの話を聞いたことがある。

以上のように日本の国際金融市場との関わりをミクロレベルで見ると、本邦金融機関が、国際金融市場で積極的にリスクをとり、米国に日本の経常収支黒字を還流させていった80年代と、誰が主体なのか明白ではないものの、日本の異常な低金利を背景に黒字資金が世界に還流している90年以降とは、違いがあることが理解されよう。