

「1990年代 日本の対外投資の諸特徴 80年代と対比しながら」

立命館大学・国際関係学部
奥田 宏司

はじめに

- ・ 問題の限定
 - ・ BIS 規制の影響、バブル崩壊後の邦銀、機関投資家の体力の減退、90年代における金融再編成の影響等は別途検討の対象
 - ・ 国際収支表とそれに関連した諸表の分析によってこの期の日本の対外投資の諸特徴を明らかにする。

- 、 1980年代における対外投資の諸特徴（拙書『日本の国際金融とドル・円』青木書店、1992年、第2部、『ドル体制と国際通貨』ミネルヴァ書房、96年、第3章参照）なぜ80年代からか（80年代初めまでは日本の「対外金融」の中心は貿易金融 拙書『日本の国際金融とドル・円』第1部、参照）
 - ・ 83年以後における多額の経常収支黒字（対外投資余剰）の発生
 - ・ 80年12月「改正外国為替管理法」、「円・ドル委員会」以後の80年代の規制緩和 経常収支黒字の大半を占める貿易黒字のほとんどが円建てで存在しており、対外投資の「原資」の大部分が円で存在している。90年代においても同様。3つのタイプの対外投資（80年における「ジャパンマネー」）
 - イ）円建て対外投資（円高傾向の下で伸びず、通貨スワップにより外貨に転換）
 - ロ）円を外貨に換えての対外投資（円投入・外貨投資＝「円投」 ドル高時に伸長、円高と「円投」の停滞との悪循環）
 - ハ）「外貨 外貨」投資（企業と為銀）
 - * 80年代概算ではそれぞれが3分の1を構成
 - * 為替相場、各国との諸金利によってそれぞれが独自の動きを示す。
 - * 為銀に対しては持高規制のため、為銀による「円投」はほとんどなし。80年代に長期資本収支赤字は経常黒字を上回る（「総合収支」赤字 為銀の「外貨 外貨」投資 為銀による国際金融市場での短期資金の調達と短期・長期での運用）地域別では長期資本収支赤字の50%弱が対アメリカ向けで、対米長期資本収支赤字は対米経常黒字を上回る（「基礎的収支」の赤字）。加えて、外貨準備の増加（日本の対米ファイナンス）。

- 、 1990年代前半期における対外投資の諸特徴（拙稿「90年代前半期における日本の対外投資の諸特徴 その不安定性と対米ファイナンスの後退」 『立命館国際地域研究』第21号、2003年3月、参照）
 - 90年代前半期における国際収支構造の特徴（2つの国際収支表 - 旧、新）
 - ・ 経常黒字の拡大のもとで長期資本収支赤字の減少（基礎的収支の黒字）、金融勘定・為銀部門の黒字（資金流出）これまでになかったパターン 円高が進行 円の国際通貨化が進まない中で、円高下において本格的な黒字還流機構が作れず

「円投」、 「外貨 - 外貨」投資、金融勘定・為銀部門の状況

イ) 「円投」

- ・ 80年代におけるほどでないが、信託、損保で「外国証券」への一定額の投資があるように見える。このことでの大蔵省の見方を紹介。
- ・ しかし、対外債券の多くは非居住者ユーロ円債への投資（円高の進行の中で諸金融機関、企業等の絶好の投資対象）。では実質的な円建投資になるか？ 海外諸国は円高において円建債務を持つか？
- ・ 海外のユーロ円債発行者の多くは通貨スワップにより外貨に転換。
- ・ 非居住者ユーロ円債の発行が増加し、それへの日本の金融機関等の投資が伸びるためには通貨スワップ市場の拡大が不可欠。

ロ) 「外貨 - 外貨」投資

- ・ 企業による外債発行は 92 年以後急速に減少し、93 年からは償還が上回る。80 年代に見られた法人企業部門による「外貨 - 外貨」投資は消滅。
- ・ 為銀による「外貨 - 外貨」投資は次ぎに見る。

ハ) 金融勘定・為銀部門

- ・ 外貨建では対外資産の減少を上回る負債の減少（負債の減少は返済）。80 年代に盛んであった為銀の「外貨 - 外貨」投資が消滅するとともに為銀から海外への資金放出が進行（基礎的収支黒字は金融勘定・為銀部門によって海外へ還流）。
- ・ では、為銀は外貨による負債の返済資金をどのように調達したのか（持高規制のため為銀は円を外貨に転換して返済は不可能）。それは、為銀の対内・外貨建資産（インパクトローン）の回収による。95 年にはそれとともに持高規制の大幅緩和による「外転」による。
- ・ かくして、90 年代に為銀は内外ともに外貨建取引を大きく減少させ、国際金融市場におけるプレゼンスを低下させていった。
- ・ 邦貨建の方は、90 年代前半期に資産が増加。これは邦銀海外支店の行なうユーロ円貸付の増加（ほとんどすべてが居住者向け 国内の企業が邦銀海外支店から円資金を調達）によるもの。というのは、邦銀海外支店はその円原資を本店から JOM を通じて調達しているから。
- ・ 95 年の円高是正のために採られた持高規制の緩和は、為銀による円を外貨に転換しての投資を可能にし、円金利の低さから邦銀による「円キャリー・トレード」が行なわれた（ヘッジファンドだけではない）。

90 年代前半期における対米投資、対アジア融資

イ) 対米投資

- ・ 80 年代に対米・基礎的収支は赤字、それに外貨準備の増。日本は対米ファイナンスにおいて大きな役割を果たす。ところが、90 年代は基礎的収支が黒字、外貨準備の増加も 93 年から。90 年代前半期には対米ファイナンスの役割はほとんど果たさず（93 年の長期資本収支赤字の増大も多くは負債の減少、つまり米の対日投資の引き揚げによるもの）。
- ・ 日本の対米国際収支において、円高と「円投」の停滞との悪循環が明瞭に（とりわけ 94,95 年に）。円高の急速な進行時に長期資本収支赤字の減少（日本の「円投」の停滞と米による日本への投資の増大）と外貨準備の増大。
- ・ 95 年下期には円高是正と持高規制緩和により、為銀の「外転」が大きく進む。

ロ) 対アジア融資

- ・ 経常黒字に加えて長期資本収支が黒字(長期資本収支黒字の大部分は邦銀海外支店による居住者へのユーロ円貸付による)
 - ・ アジア向け中長期貸付は日本の国際収支統計(旧)から見る限り大きくない(94,95年を合わせて長期貸付は60億ドル程度 ODAを含む)。しかし、新しい国際収支表によると、香港、シンガポールをのぞくアジアへの95年の融資(短期、長期)は130億ドル。香港、シンガポールへの融資の大半はユーロ円貸付のための本店からこれら地域の支店への融通(香港、シンガポール支店からアジア各国への融資ももちろん考えられるが、これまでの諸表から日本から香港、シンガポールへの貸付の大半は、本店から海外支店へのユーロ円貸付原資の回送)。
 - ・ 95年の状況からして、90年代前半期に日本国内から香港、シンガポール以外の地域への毎年100億ドル前後のアジア向け融資があったと思われる。
 - ・ これに加えて邦銀海外支店によるアジア向け融資が一定額に達していよう。BIS統計も利用すると海外支店によるアジア向け融資は毎年50-60億ドルに達していたと考えられる。アジア通貨危機以前における日本のアジア融資の状況
- 、1995-97年における対外投資の諸特徴(拙書『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社、2002年、第10章の補論「1995年日本の為替・金融政策の転換と邦銀のアジア向け貸付の増大」参照、詳細は拙稿「1995年の為替・金融政策の転換と対外投資(95-97年)」『立命館国際研究』16巻2号(2003年9月掲載予定)
- 1995年為替・金融政策における国際協調への「転換」(円高の是正 1部で「逆ブラザ合意」と言われた)
- 95年の円高是正と「政策転換」は90年代はじめから進行していた各地域からアジアへの資金流入(環太平洋地域のマネーフロー)を極限にまで進めることになる(他面で、円安はアジア諸国の競争力を低下させ危機を醸成)。
- ・ 95年の日米の経済・金融状況(日本の金融不安への懸念、米の景気減速)
 - ・ 95年4月のG7とそれ以後の協調政策(為替市場介入、協調的金利政策)
 - ・ 日本の円高是正のための海外投融資促進策(95年8月2日)

95-97年における対外投資

- ・ 「外国証券」保有の増大(95年はわずかに増加、96-97年に大きく増加)
アメリカ証券が96年度から97年度上期において比率を高める。
- ・ ユーロ円債の発行(96,97年にも大きく増加) 通貨スワップも大きく増加
「円投」と(通貨スワップが伴う)ユーロ円債投資がともに増加
- ・ 「外貨-外貨」投資(96年はわずかに増加、97年 - は停滞)
- ・ 「外転」96,97年にも95年ほどではないが増加
 - * この期に日本の対米経常赤字ファイナンスの「復活」
 - * この期における日本の対外投資(貸付)の多くはアメリカ向けであったが、これらの資金はアメリカ市場の仲介を経てアジアに向かった。そうは言っても一部の資金は直接アジアへの融資でもあった。

環太平洋地域におけるマネーフローが極限状態へ

- 、1997年秋金融不安の発生による「円投」の一時的中断と邦銀本支店間融資の拡大（拙稿「金融不安下の円・ドル相場の規定因 ジャパン・プレミアムの拡大と円キャリア・トレード」『証券経済研究』第20号、1999年7月、参照）

97年における金融不安の発生（11月三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の破綻）による国内短期市場の縮小、ジャパンプレミアムの発生と国際収支構造の異常な転換

- ・ 短期市場の縮小は、銀行だけでなく非銀行・金融機関も短期市場からの資金調達が困難になり、海外証券投資の回収へ（「円投」の中断）
 - ・ ジャパンプレミアムの発生により邦銀海外支店の資金調達が困難になり、本店が海外支店へJOMを通じて巨額の送金へ（「その他投資」の増大）
 - ・ 円安へ（97,10、120円から97,12には130円へ）
- 円キャリア・トレードの増大（円安の進行のもとで）
- ・ ヘッジファンドだけでなく日本の機関投資家も（短期貸付、証券貸借取引の増加）
- ジャパンプレミアムの発生下における直先スプレッドの規定因
- ・ 邦銀本店の海外支店への送金はスワップ為替取引（直物で円売・ドル買、先物でドル売・円買）、ジャパンプレミアムが発生しているもとは余分の直先スプレッドが要求される。

アジア通貨危機と日本の金融不安の同時発生

- ・ 金融不安の発生に関わらず邦銀はアジアへの融資の継続を迫られる。融資の急激な引き揚げはアジア通貨危機を深刻化させるから。邦銀はジャパンプレミアムの拡大、国内短資市場の縮小にもかかわらず、欧米の銀行並に融資水準を維持。日銀は短資市場へ潤沢な資金の放出（ゼロ金利政策）とドル準備の邦銀への預託（前掲拙書『ドル体制とユーロ、円』第10章の補論参照）

- 、98-99年における対外投資の諸特徴（おそらく報告時間が不足するであろうからこの項はごく簡単に）

「円投」の復活と分散投資（99年西欧通貨統合）

- ・ 1999年の証券投資12兆3000億円のうち、アメリカ向けは12%、EU向けは60%（ドイツ向け18%、フランス向け14%、オランダ向け7%、イギリス向け6%など）、ASEAN向けは1%。

邦銀海外支店による本店への返済の進展

- ・ 97年末の銀行等の対外資産残高128兆7000億円（うち外貨建資産が60兆7000億円、邦貨建資産が68兆円）から99年末に77兆7000億円（うち外貨建は39兆7000億円、邦貨建は38兆円）に。
- ・ JOM本支店勘定の資産残高は97年末の64兆3000億円（うち外貨建22兆4000億円、邦貨建41兆9000億円）から99年末には36兆3000億円（外貨建15兆円、邦貨建21兆3000億円）に。