

現在の貸し渋り等の金融システム問題は、世界の金融当局の迅速な対応とともに、各金融機関の財務状況が徐々に明らかになっていくに従い沈静化していくことが期待される。

一方、依然として残る問題は、アメリカの実体経済の弱まりである。これは、住宅投資の減少、雇用情勢の悪化、更には信用面やマインドの悪化を通じた個人消費の低迷というプロセスで生じている。こうした状況下で、アメリカでは景気後退懸念が高まってきている（第1-2-5図(3)～(7)）。アメリカ政府は、大規模な減税を中心とする景気対策を策定し、4月から戻し減税が実施されている。減税による可処分所得の増加により、5月の消費は緩やかな増加となったが、年後半にかけて再び減速するとの見方もある。また、金融政策では、FRBは政策金利を引き下げて景気を下支えする姿勢をとってきたが、原油・資源価格の高騰によりインフレ懸念がある中、市場では金利据え置きが見込まれている⁷。こうした状況の下で、引き続きアメリカ経済の動向が注目される。

2 サブプライム住宅ローン問題と日本経済

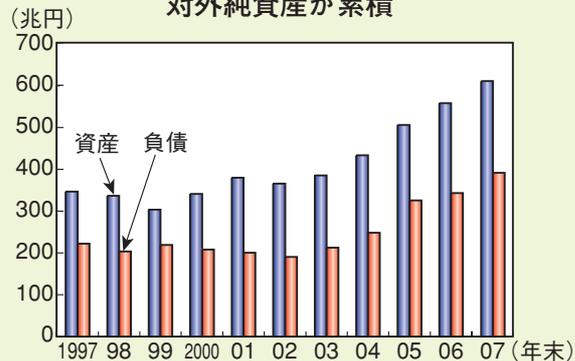
ここから、日本に視点を戻そう。まず、サブプライム住宅ローン問題の顕在化前後の日本と海外の間の資金の流れについてみる。その後、なぜ日本の株式市場が大きな影響を受けたのかを検討する。

(1) 海外と日本間の資金の流れ

日本では経常収支黒字を背景に、対外純資産が250兆円（2007年末）を超えて積み上がって

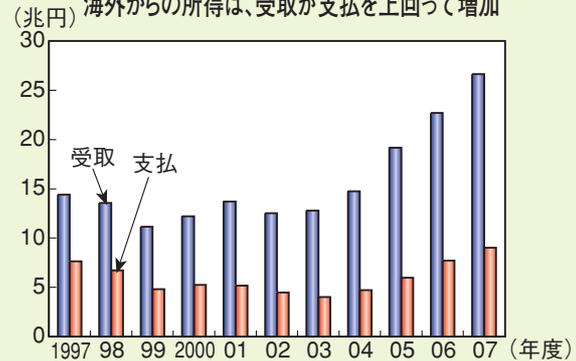
第1-2-6図 日本の対外資産と所得収支

(1) 日本の対外資産残高の推移
対外純資産が累積



(備考) 財務省/日本銀行「本邦対外資産負債残高」により作成。

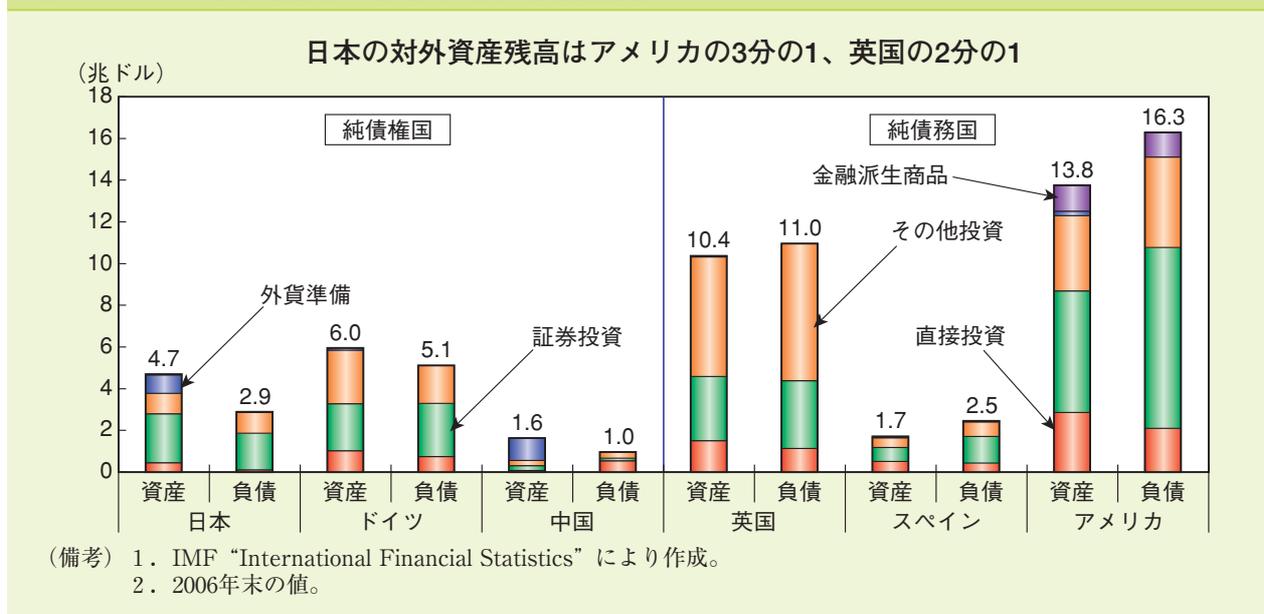
(2) 海外からの所得の受取・支払額の推移
海外からの所得は、受取が支払を上回って増加



(備考) 内閣府「国民経済計算」により作成。

注 (7) 一方、景気下支えのための金利引下げが新たな過剰流動性を生み、それが原油など一次産品の市場に流入して高騰を招いているとの指摘もある。

第1-2-7図 各国の対外資産及び債務残高



いる⁸。その中で対外証券投資の動きをみると、投資信託が大幅に増加してきた。これは、円安に伴う評価増もあるが、国内の低金利、低リターンを受け、個人投資家が海外債券・株式を組入れた投資信託を積極的に購入したことによる。

●海外からの所得の受取は増加したが依然低収益

こうした対外資産の積み上がりから、日本への所得の流れが大きくなっている(第1-2-6図)。証券投資等による資金の動きの活発化を背景に、受取が支払を大きく上回って拡大している。また、後でみるように海外子会社の業績好調を背景に直接投資収益の受取も拡大している⁹。

だが、しばしば指摘されるように、その中身には依然課題を抱えている。まず、収益率の低さである。確かに、国内で運用する場合と比べれば、為替変動リスクがあるものの、海外での運用ではハイリターンが得られる。しかし欧米、特にアメリカの対外資産運用と比べると、日本の運用内容はアメリカ国債など安全資産に偏っている。直接投資の収益率も国際的にみて低いとされる。アメリカは対外純債務を約300兆円も抱える国でありながら所得収支が黒字である。

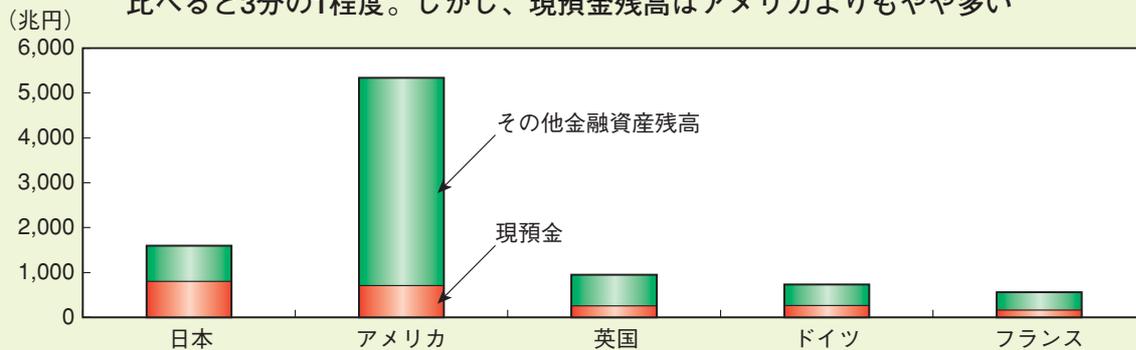
では、アメリカは純債務国でありながらどのように所得収支を稼ぎ出したのか。それは、自国に低コストで取り入れた資金を、高収益の海外資産で運用したからにほかならない。アメリカの対外債務は日本の5倍以上だが、対外資産も大きく日本の約3倍の残高がある。これは、英国にも当てはまり、対外資産は日本の約2倍の残高がある(第1-2-7図)。すなわち、米英のマネーの流れは資金を取り入れて高利回りで運用する「投資型」であるのに対し、日本のマネーは貿易黒字に基づいた海外への「貯蓄型」といえる。

注 (8) なお、日本の外貨準備残高は約110兆円(2007年末)。

(9) 直接投資収益には、実際に日本へ資金が還流する配当支払等と、現地で再投資されるものが含まれている(後述)。

第1-2-8図 家計の金融資産の国際比較

日本の金融資産は、英国・ドイツ・フランスに比べると多いが、アメリカと比べると3分の1程度。しかし、現預金残高はアメリカよりもやや多い

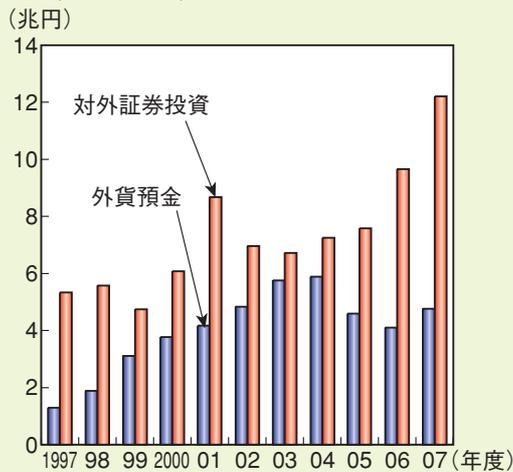


- (備考) 1. 日本は日本銀行「資金循環統計」、アメリカはFRB “Flow of Funds Accounts of the United States”、英国はOffice for National Statistics “United Kingdom Economic Accounts”、ドイツはDeutsche Bundesbank “Financial Accounts for Germany”、フランスはBanque de France “Financial Accounts” により作成。
 2. 各国とも、家計には対家計民間非営利団体を含む。
 3. 各国金融資産を円換算する際の為替レートは、2007年平均を使用。
 4. すべて2007年末の値。

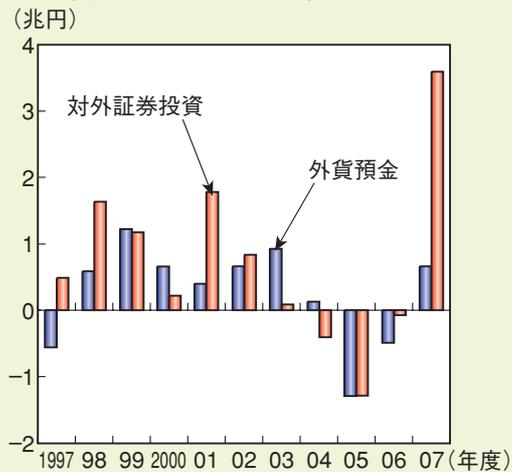
第1-2-9図 家計の外貨預金と対外証券投資

家計からの資金フローは海外へ直接向かう流れにはなっていない

(1) 外貨預金と対外証券投資の残高 (ストック)



(2) 外貨預金と対外証券投資の取引 (ネットのフロー額)



(備考) 日本銀行「資金循環統計」により作成。

●家計の外貨建投資信託購入が増加している可能性

このように、日本からの資金の流れは対外投資でも比較的安定志向であるが、サブプライム住宅ローン問題の背景となった世界的な資金余剰には、日本からの資金の流れがあるとの指摘もある。こうした資金の流れの出発点は、日本国内で最も資金余剰となっている家計とみられる。その様子を調べてみよう。

日本の家計が持つ金融資産は約1,500兆円に上る。これは、アメリカの家計の1/3程度だが、

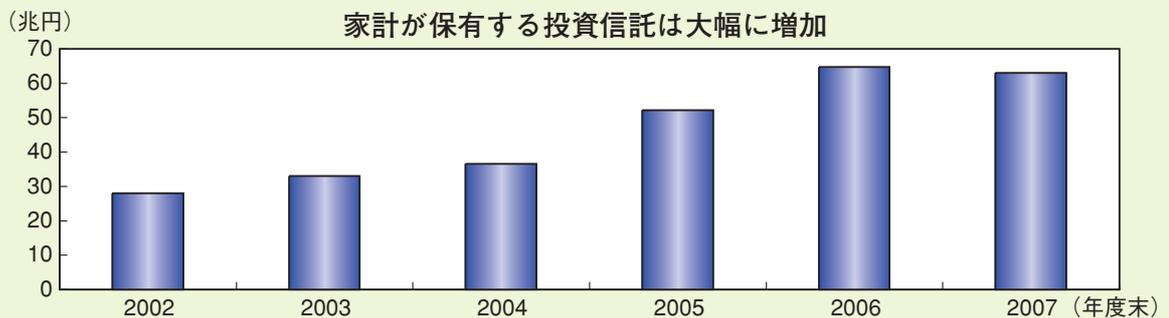
欧州主要国と比べると大きい。また、その資産全体の約半分が現金・預金であり（784兆円）、現金・預金に限ればアメリカより多い（第1-2-8図）。その一部の資金が動くことになれば、国際的な資金フローには非常に大きな影響を与え得る。

さて、家計のリスク資産への投資の全体については第2章に委ねることとし、ここでは対外資産での運用に絞って検討しよう。家計の金融資産残高の変化をみると、対外証券投資は増加傾向にあるが、これには2006年度までは円安基調であったことが大きい。取引フローの点からみると、外貨預金、対外証券投資とも、2005年度、2006年度は減少している。2007年度には増加しているが、外貨預金や対外証券投資は残高が小さいことから、家計からの資金フローは海外へ直接向かう大きな流れにはなっていない（第1-2-9図）。

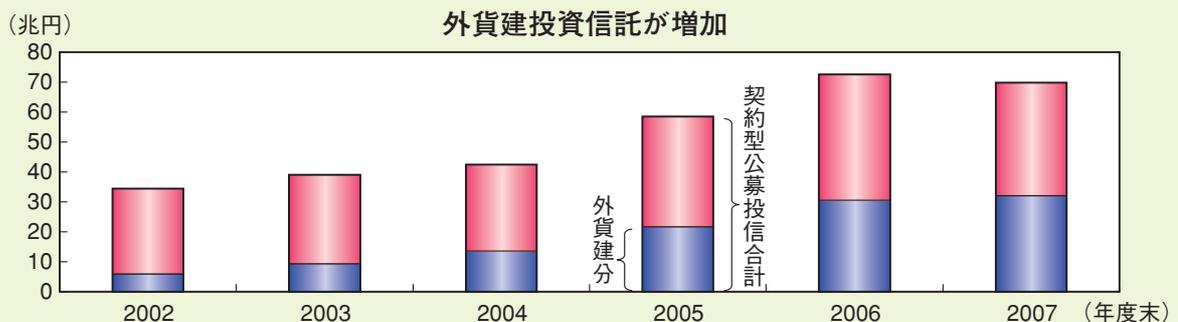
一方、家計が保有する投資信託の動きをみると、順調に伸びてきている（第1-2-10図(1)）。

第1-2-10図 家計の投資信託の増加

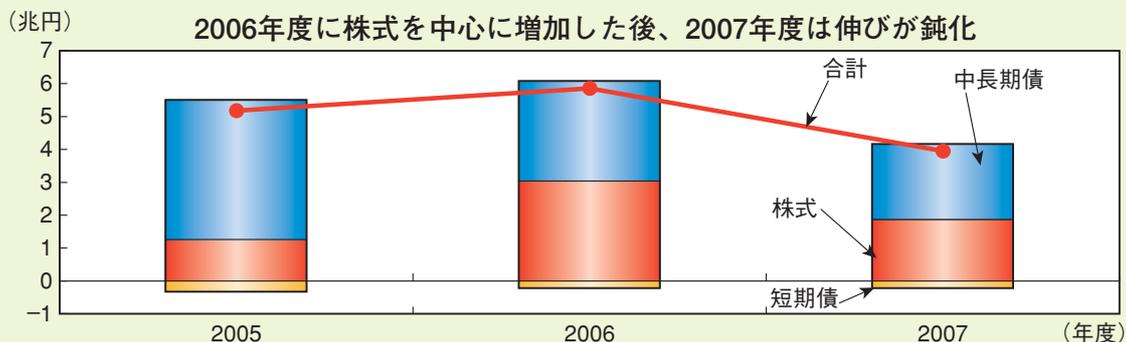
(1) 家計が保有する投資信託受託証券の残高（ストック）の推移



(2) 外貨建投資信託の純資産額（ストック）の推移



(3) 投資信託委託会社等による対外証券投資（フロー）の推移



(備考) 日本銀行「資金循環統計」、投資信託協会「契約型公募投資信託の資産運用状況」、財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」により作成。

このうち外貨建がどの程度かを直接知ることはできないが、個人投資家向けが多いとみられる契約型公募投資信託の運用状況を投資信託協会のデータでみてみよう。それによれば、同信託の外貨建分の残高は、2005年度約8兆円増、2006年度約9兆円増、2007年度約2兆円増となっている（第1-2-10図(2)）。

また、財務省の「対外及び対内証券売買契約等の状況」で投資家部門別対外証券投資をみると、投資信託委託会社等を経由して4～6兆円のフローがある。ここには家計以外の銀行や生命保険会社等の機関投資家向けも多いと思われるが、家計は年金・保険準備金を金融資産として保有している。このような外貨建投資信託への資金フローに含まれる形で、家計の資金は間接的にも海外に向かったものとみられる（第1-2-10図(3)）。

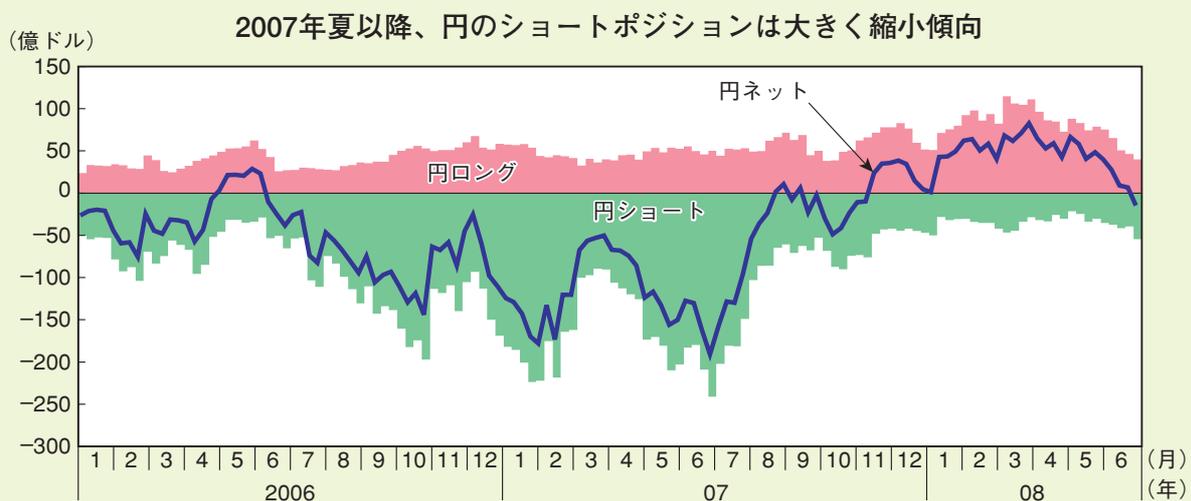
2007年後半から2008年にかけては、伸びは鈍化しているものの、急減したとの姿にはなっていない。家計の金融資産からリスクマネーの受け皿として、今後とも増加していくことが期待される。

家計からの資金が外貨建投資信託やその他の経路でどの程度の規模が海外に向かったのかは必ずしも明らかではないが、長期にわたって国内で低い金利水準が続き内外金利差が拡大してきた中、為替レートが円安傾向で推移してきたことを背景に、個人投資家の資金の海外への流れが大きくなったことは間違いのないだろう。

●海外投資家による円キャリー取引が増加したが、サブプライム住宅ローン問題の発生後は巻き戻し

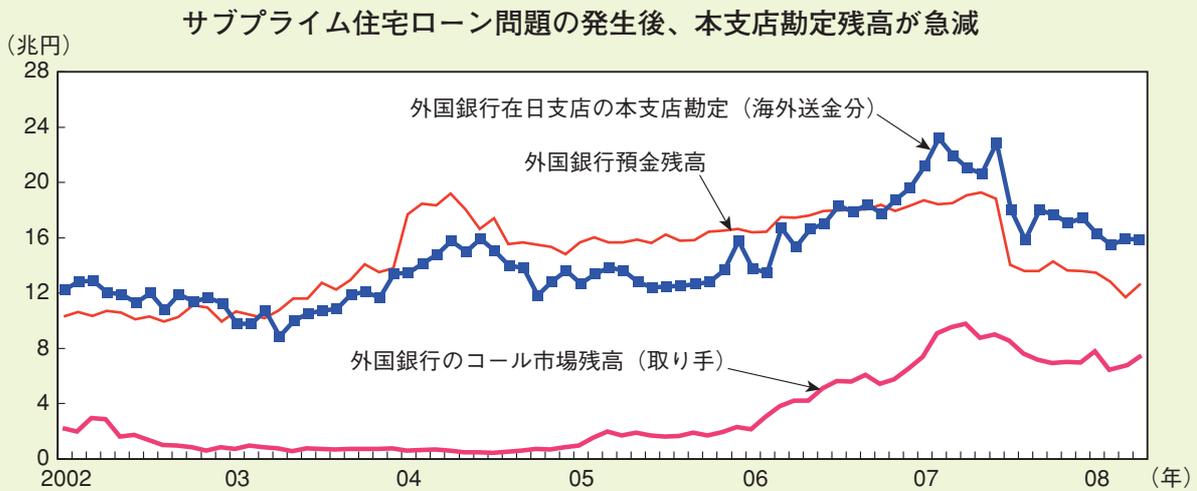
円キャリー取引については、ヘッジファンド等の海外投資家が、円を借りて高金利の通貨に換えて運用を行い、数十兆円規模で海外の金融資本市場に少なからぬ影響を与えてきたとの指摘もある。日本での資金調達が海外市場への投資とどのような関係にあるのか詳細は不明だが、

第1-2-11図 CME通貨先物取引の持ち高の動向



(備考) Bloombergにより作成。

第1-2-12図 在日外国銀行の資金調達の動向



海外投資家の短期的な投機資金の動きを一部示すといわれるシカゴ・マーカントイル取引所（CME）における非商業目的投資家の国際金融市場（IMM）先物取引ポジションをみると、円ショートポジションが高水準で推移していた。しかし、サブプライム住宅ローン問題の発生後は、円ショートポジションが大きく縮小している。損失を被った投資家が取引を解消している可能性がある（第1-2-11図）。

この間、外国銀行の在日支店の資金調達の動向をみると、低金利の円の調達を積極的に進めている。無担保コール市場での調達残高をみると、2005年までは2兆円を下回っていたが、2006年には5兆円台、2007年には9兆円台と急速に拡大した。また、資産・負債の動きをみると、本店向けの資金供給が増加している。在日支店から本店に送られた資金は、オフショア市場の決済に用いられるなど、為替市場に影響を与えない円-円取引が多く、それ自体を円キャリア取引とする見方は一般的ではないが、一部は海外投資家の円資金調達を反映しているとみられる。2007年半ば以降、本支店勘定の資産残高は急減しており、サブプライム住宅ローン問題の発生による影響が現れている（第1-2-12図）。

コラム

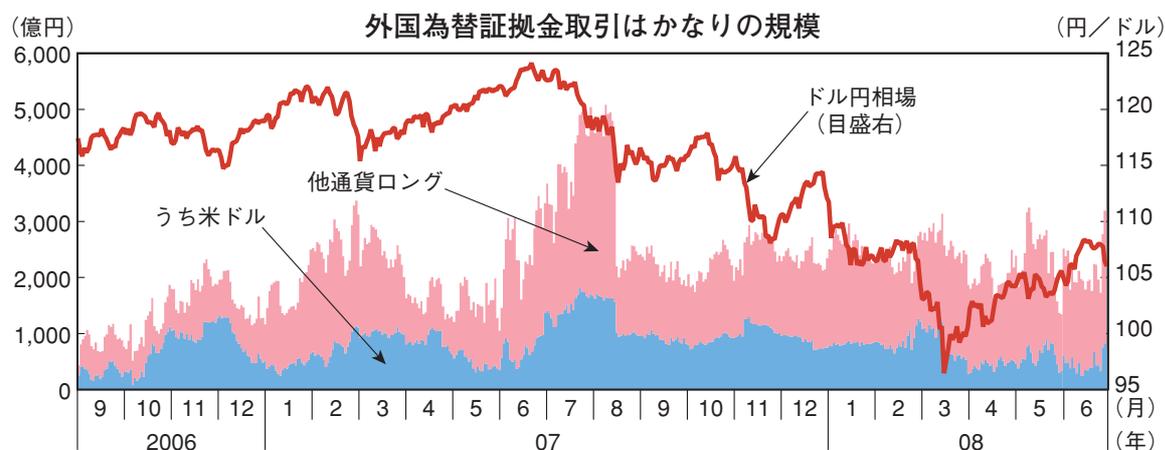
3 外国為替証拠金取引

個人投資家が行う海外投資としては、外貨建投資信託の購入のほか、円キャリー取引の形態として、外国為替証拠金取引が話題となることが多い。証拠金取引とは、投資家が約定元本の一定率（5%～10%程度）の証拠金（保証金）を業者に預託し、差金決済による外国為替の売買を行う取引で、証拠金に比べて大きな取引をする（レバレッジをかける）ことが可能である。それは実態上、資金を借り入れているのと同様と考えることができ、非常にハイリスクな商品といえる¹⁰。日本では、98年4月に外国為替及び外国貿易管理法（外為法）が改正され登場した。現在、取引所取引と店頭（相対）取引の方法があり、インターネット取引の普及に伴い、急速に拡大している。

外国為替証拠金取引は、金利収入（インカムゲイン）と売買益（キャピタルゲイン）の両方をねらう取引であることから、円が低金利通貨であり先安感が強い中で活発な売買が行われたものと考えられる。差金決済取引で実際の通貨の受け渡しは基本的には行われないが、積み上がったポジションは、個人投資家の売買の相手方である金融機関（取引所におけるマーケットメーカー等）によるインターバンク取引を通じて、資金が海外へ向かうこととなる。

実際の外国為替証拠金取引の規模を把握することは、店頭取引の状況が明らかではなく困難だが、東京金融取引所の為替証拠金取引をみると、かなりの規模で取引が行われているものと考えられる（コラム3図）。

コラム3図 取引所為替証拠金取引の動向



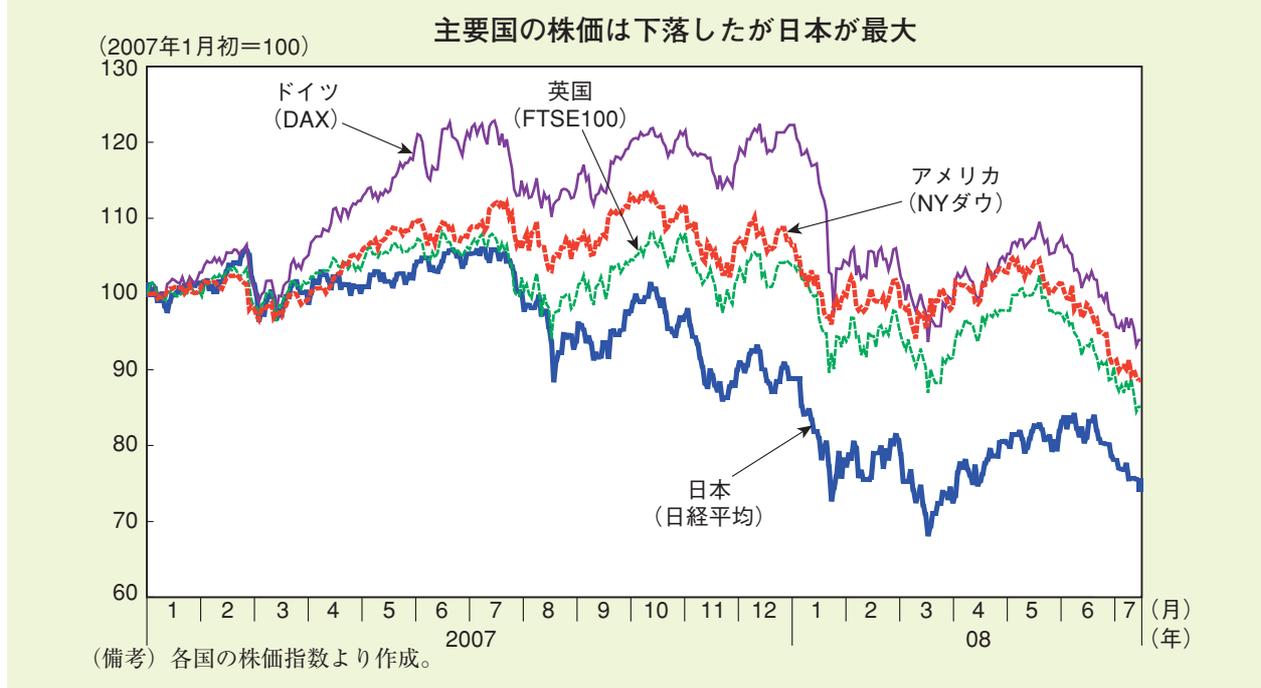
- （備考） 1. 東京金融取引所データ、Bloombergにより作成。
2. 円に対する他通貨についてのネットロングポジション。
3. 合計は、米ドル、ユーロ、英ポンド、豪ドル、スイスフラン、カナダドル、NZドルの合計ポジション。

(2) 株式市場の世界的な連動と日本の株価下落

日本の金融機関は、サブプライム住宅ローン関連の証券の保有比率が低かったことから、その影響は限定的なものにとどまっている。一方で、海外の金融市場の混乱を受け、日本の株価も下

注 (10) 証拠金取引は、取引中に計算上のマイナスが生じ必要証拠金の一定割合を割り込んで追証（追加証拠金）が発生する場合や、相場が急落・急騰などの一方向に傾いた場合に備え、投資家の損失を抑えるための自動ロスカット（損失の確定）などの仕組みがある。

第1-2-13図 主要国の株価の推移



落するなど、大きな影響を受けている。問題は、日本の株価の下落率が、アメリカや欧州における下落率よりも大きかったことである。なぜこのような事態が生じたのだろうか。一つには、日本では輸出関連業種のウエイトが高いが、これらの業種の収益は為替レート変動の影響を受けやすい。こうした中で円高が進んだため、株価の下落率が大きくなった可能性がある。この点については第2章で扱う。以下では、日本の株式市場そのものに内在する原因を考えよう(第1-2-13図)。

●外国人投資家の活動が株価の変動を増幅

日本の株式市場は、外国人投資家の比率が急激に高まり、保有比率は3割近くまで上昇している。売買についても、約6割を外国人が占めることとなり¹¹、外国人投資家の行動が株式市場を大きく変動させる要因となっている(第1-2-14図)。

外国人投資家の売買をみると、株価が上がるときには買い越し、株価が下がる時には売り越ししている。一方、国内の個人投資家はその逆の行動を行っている。国内の機関投資家は、長期的な安定的な運用を行う観点から、その保有比率の割には、売買高が低くなっている(第1-2-15図)。

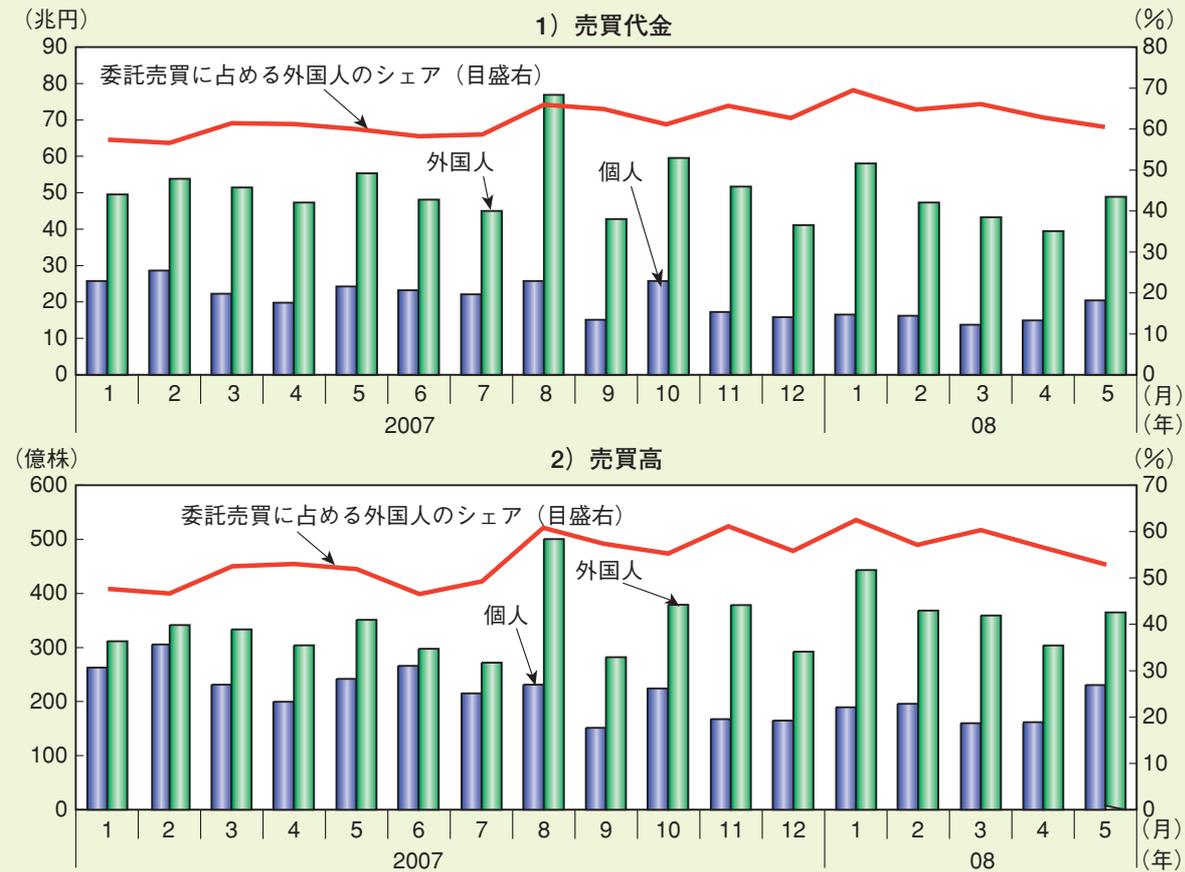
一般に、海外投資家が株の売却を始めた場合、これを受け止める投資家が不在であると、株価は急速に下落する。個人投資家のリスクの許容度はさほど大きくないと考えられる。世界の株価が下落する中で、損切りの売りを巻き込む形で相場下落が勢いを増したが、日本市場では押し目買いできる体力のある国内投資家が減っていたことが、日本の株価が世界の市場に比

注 (11) 委託売買における外国人投資家のシェア。自己売買にも外国人投資家の売買によるものが含まれており、また、市場外での売買も行われていることから、実際のシェア及び影響力については更に大きい可能性もある。

第1-2-14図 外国人投資家の動向 (1/2)

(1) 売買シェア

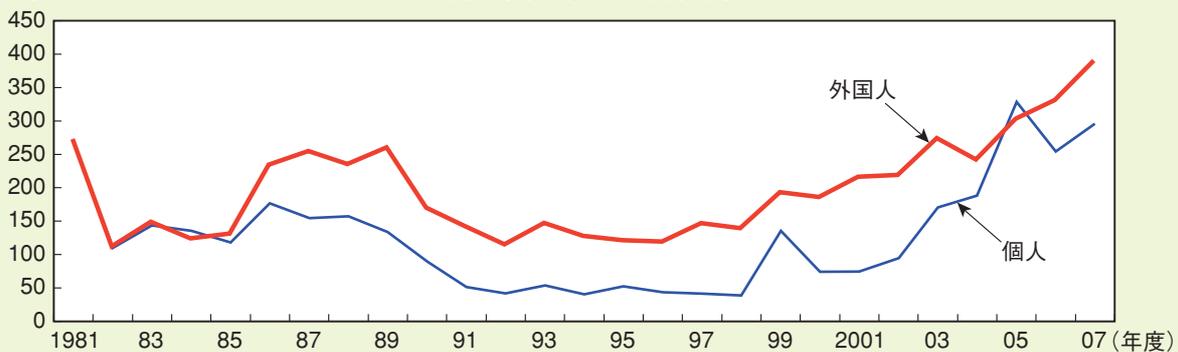
外国人投資家の売買シェアは高水準



(備考) 1. 東京証券取引所資料により作成。
2. 東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所の一・二部等の売買状況。

(2) 東証売買回転率

売買回転率は上昇傾向



(備考) 1. 売買代金回転率 = $\{(\text{期間})\text{売買代金} \div (\text{期間})\text{平均時価総額}\} \times 100$ 。
ただし、平均時価総額 = $(\text{前期末時価総額} + \text{期末時価総額}) \div 2$ 。
2. 売買代金は東京証券取引所「投資部門別売買状況」(集計の種類：三市場一・二部等)、時価総額は東京証券取引所等「株式分布状況調査」(上場区分：全社)による。

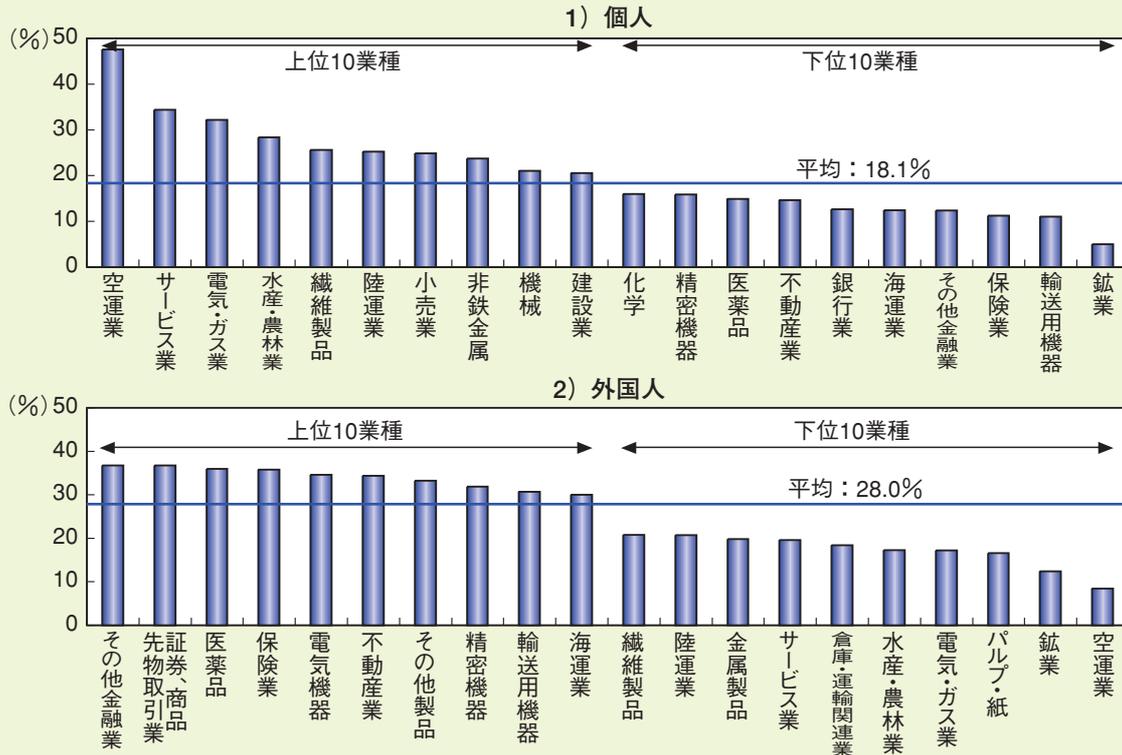
べて下落幅が大きかった理由として考えられる。

同様の動きは、J-REIT市場でもみられた。同市場は2004年ごろから急速に拡大したが、2005年後半から外国人投資家による買い越しが目立ってきた。特に2007年の年初にかけては外国人

第1-2-14図 外国人投資家の動向 (2/2)

(3) 業種別の個人・外国人投資家保有比率

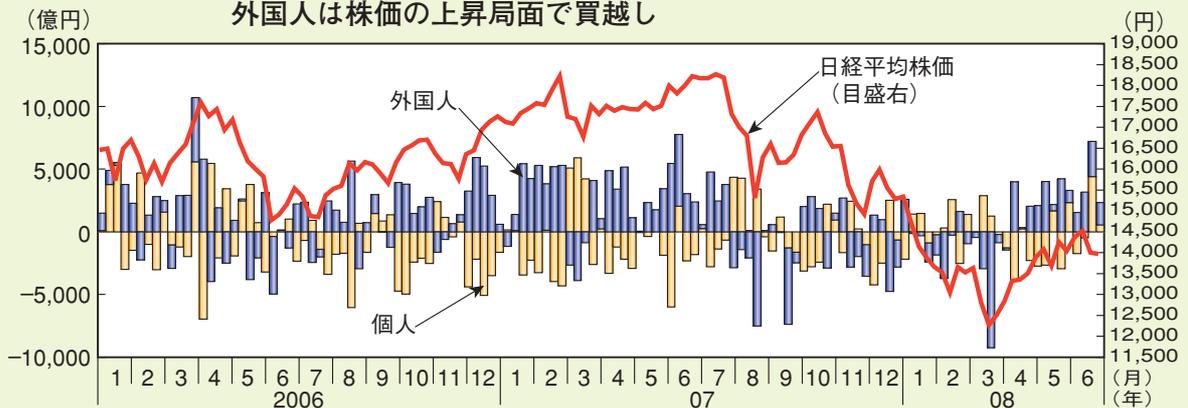
個人は配当利回り・株主優待充実銘柄、外国人は国際優良銘柄の保有率が高い



(備考) 1. 東京証券取引所「株式分布状況調査」により作成。
2. 2007年3月末時点の各業種における個人株主・外国人株主の比率。

第1-2-15図 投資主体別売買高と株価の関係

個人投資家は株価の下落局面で買い越しているのに対し、外国人は株価の上昇局面で買越し



(備考) 東京証券取引所、Bloombergにより作成。

が主導する形で時価総額も大きく増加した。しかしその後は、相場が弱含んでいる。こうした中で、外国人が損失の穴埋めのため換金売りをした結果とみられる大きな下落も生じている (第1-2-16図)。

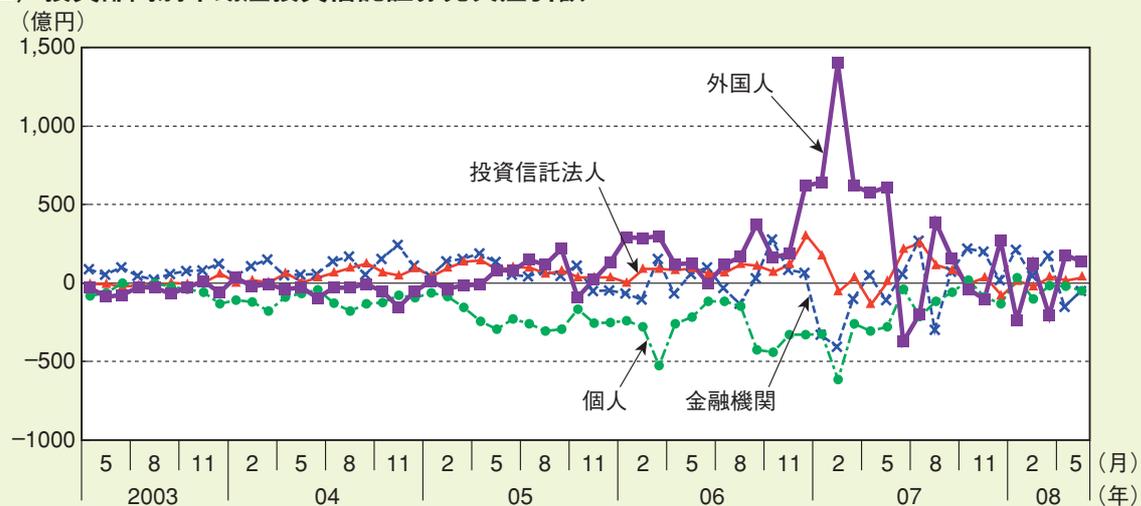
第1-2-16図 J-REIT市場の動向

J-REIT市場の変動は外国人が主導

(1) J-REITの銘柄数と時価総額



(2) 投資部門別不動産投資信託証券売買差引額



(備考) 1. 投資信託協会資料、(株)住信基礎研究所資料、東京証券取引所資料により作成。
 2. (2)の差引額は、「買い」から「売り」を差し引いた買越額。

●日本市場の厚みのなさが問題

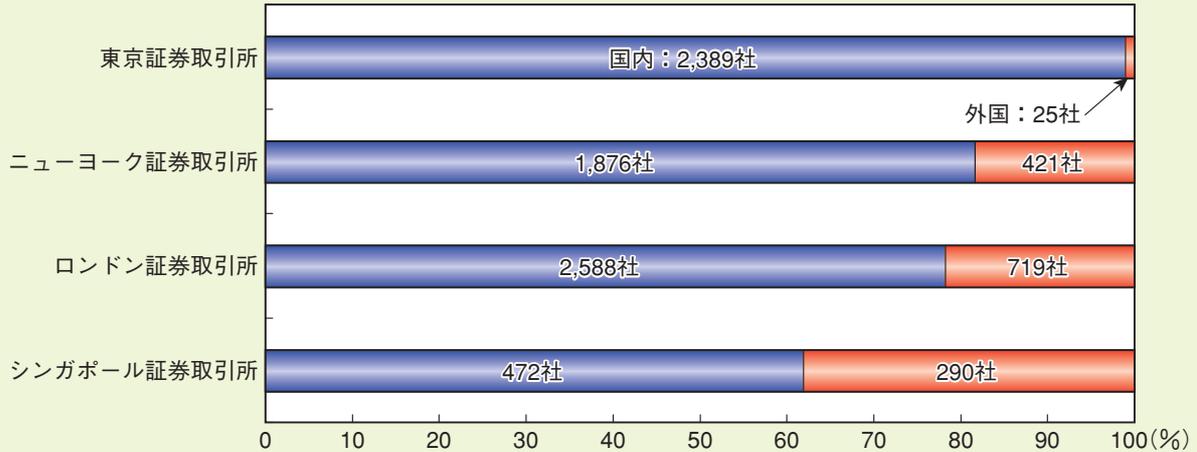
このような大きな変動の要因として、日本の市場に厚みがなく、多様性が足りない点も指摘できる。90年から2006年にかけて、証券取引所における売買代金の変化を見ると、ニューヨークでは16倍、ロンドンでは14倍に増加したのに対して、東証の場合は5倍にとどまっている。厚みがなければ、ニューヨークやロンドンと同様の取引であっても、東京では相対的に変動は大きくなる。

また、2006年末における株式上場企業に占める外国企業の割合は、ニューヨークで20%、ロンドンで10%であるのに対して、東証はわずか1%にとどまるなど、ローカルな市場となっている(第1-2-17図)。そのため、日本国内の景気の動向など、日本独自の材料による株価の変動が大きいことも指摘できよう。

第1-2-17図 外国企業の上場件数の状況

(1) 主要取引所に上場している外国企業の割合

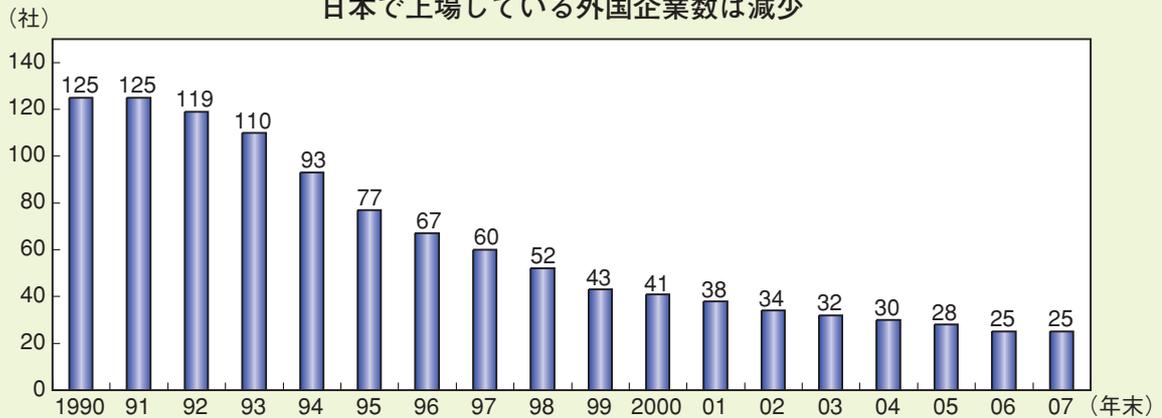
日本では外国企業の上場が少ない



(備考) 1. The World Federation of Exchanges “Annual Report 2007” により作成。
2. 2007年末の値。

(2) 東京証券取引所に上場している外国企業数の推移

日本で上場している外国企業数は減少



(備考) 東京証券取引所「上場会社数の推移」により作成。

(3) グローバルな資金の流れの変化を踏まえた日本の課題

前述のとおり、日本には対外純資産が積み上がっているが、それは究極的には家計が保有しているものである。サブプライム住宅ローン問題では、日本の金融機関の損失は相対的には少なかったとされるが、その一方で、巨額の金融資産を持ちながら、その活用は極めて限定的なものであって低利回りに甘んじており、同時に為替リスクにもさらされている。世界の金融資本市場がリスクマネーの供給を拡大してきた中で、日本がそうした構造変化から取り残されてきているのも事実である。

●家計は適切なリスクマネジメントの下でリスク資産を含む資産運用を考えていく必要

日本の家計が保有する金融資産は約半分が現金・預金であるが、現在の低金利によって利子所得は小さなものとなっている。高齢社会において金融資産をどのように運用するかが、極めて重要な問題であり、家計でもある程度のリスクの負担なしには、必要なリターンが得られない。特にこれまで金利収入に頼っていた高齢世帯等では既に低金利で厳しい状況となっている。

こうした状況もあって、一部の資金は低金利を嫌って投資信託やその他のリスク資産に向かった¹²。このような動きは、金融資産全体からみればわずかではあるが、金額として数十兆円単位の資金の流れを生み出した。また、企業が貯蓄超過にある中で、高い収益率が見込める投資機会が国内で十分に見出されていない。そこで家計がリスク資産に投資した一部が海外へと向かった¹³。

これまで日本の家計は、所得の大半を雇用者所得として、一部を利子所得の形で得て生活を営んでいた。しかし、これからの高齢社会では、より多くの人々が現役時代に蓄積した金融資産から収入を得て退職後の生活を支えなければならない。そのためにも、適切なリスクマネジメントの下で、リスク資産も含めた資産運用を考えていく必要がある。こうした点については、第2章で詳しく分析する。

●日本の金融資本市場に厚みを持たせ、金融セクターの競争力を高めることが課題

一方、高齢化が進めば、それにより国内貯蓄が減少することが考えられる。そうした中で国内の経済成長を持続させていくためには、海外からの資金（資本流入）を活用することが重要になっていく。日本の金融資本市場が欧米の市場と遜色のない厚みを持ち、内外の投資家による活発な取引が行われることが、日本の家計の金融資産の運用を効率化、多様化していくためにも不可欠となるだろう。

また、高齢者にとって、海外への投資を自身で行うことは困難であろうが、日本の証券市場に海外企業の上場が十分あれば、海外への投資と同じ効果を身近に得ることになる。日本人は、モノや多くのサービスにおいて世界最高の水準を享受しているが、金融サービスについては不十分な状況にある。金融セクターが競争力を高め、それ自身が産業として発展するとともに、効率的な資金配分を担うことで日本経済の成長を促すことも必要である。こうしたことは、金融資本市場改革の重要性を示している。

注 (12) 低金利の下では預金では極めてわずかの利息収入しか得られないこと、ペイオフが2002年に定期性預金について解禁になったのに続いて、2005年には全面解禁となったことにより、大口預金者の金融資産の見直しの動きが広がり、預金者も少々のリスクは取っても少しでも高い収益を得たいという心理が働いたものと考えられる。また、1998年に投資信託の銀行での窓口販売が解禁されており、金融機関が積極的な販売を行ったことも、こうした流れに寄与している。

(13) こうした海外投資が急増する中で、個人投資家が大きな損失を出すケースや、取引業者における顧客資産の管理が適切でない場合等があり、金融庁は、外国為替証拠金取引のリスクや苦情相談例など注意すべき点についての警告を行っている。なお、投資家保護の観点から金融商品取引法の整備が行われた。