

2 国際資金移動と財政リスク

次に、近年の国際資金移動の動きを整理し、我が国の国際資金移動と財政リスクの関係を分析する。その際には、アメリカやドイツの国債は、リーマンショックや欧州政府債務危機時に、「安全資産」とみなされ資金の逃避先となっていることを踏まえて分析する。こうした動きの背景には、中期的に見ると、アジア通貨危機以降、新興国の外貨準備等の安全資産に対する需要が大きく高まり、それに対する安全資産の供給として、アメリカ国債や、場合によっては、高格付を取得した証券化商品などが提供されてきたという流れがある。

(1) 国際資金移動の増加と信用拡大

●フローとストックで見た国際資金移動

まず、資本流入、資本流出をフローで見た経常収支（国際収支統計）の動きを見ると、2000年代前半から、リーマンショック前にかけて、経常収支不均衡の額は大きく拡大した。その後、リーマンショックを経て、財・サービスの取引量が減少したことや、世界的な信用収縮（グローバルリスクリダクション）による国際資金移動の減少等から、経常収支不均衡の額は縮小している（第3-1-3図（1））。

地域別に見ると、リーマンショック以前には、アジア諸国（除く日本）や産油国の経常収支黒字が拡大する一方、最大の経常収支赤字国であるアメリカだけでなく、英国、ユーロ圏の経常収支赤字が拡大した。中国等のアジア新興国では経常収支黒字が拡大する一方で、外貨準備資産を大幅に積み上げてきた。これは、アジア通貨危機の経験を踏まえて、資本流入の急激な停止・流出（sudden stop）に対処するための行動であり、こうした外貨準備資産はアメリカ国債を中心とする「安全資産」への投資に振り向けられてきた（後述）。このような新興国によるアメリカや英国、ヨーロッパへの投資は、BIS統計に基づくと、ヨーロッパの銀行を介したものと考えられる⁷。

こうした国際資金移動をグロスで見るため、対外資産と対外負債（国際収支統計）を見ると、世界全体の対外資産（対外負債）の総額は、2000年代前半から大きく増加しており、2007年の対外資産（対外負債）の額は2000年の3.5倍まで拡大している（第3-1-3図（2））。

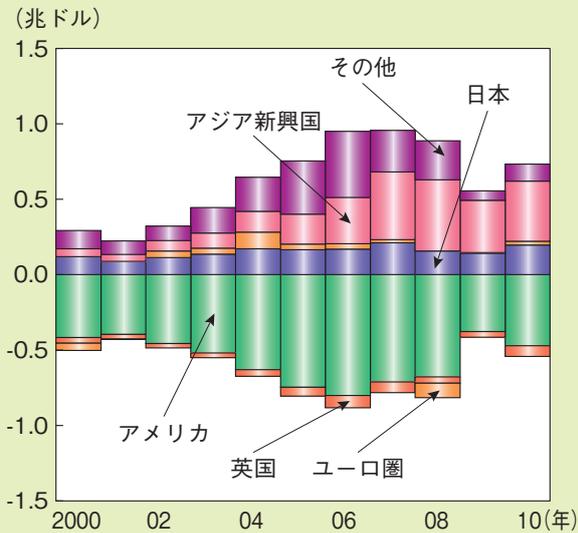
対外負債を地域別に見ると、経常収支の状況とほぼ同様にアメリカ、英国、ユーロ圏の対外負債は大きい。他方、対外資産を地域別に見ると、アジア諸国と産油国の対外資産は大きく、さらに、新興国からの資金の受け手であるアメリカ、英国、ユーロ圏の対外資産も相応に大きいことが分かる。

注 (7) 詳細は、日本銀行（2010）を参照。

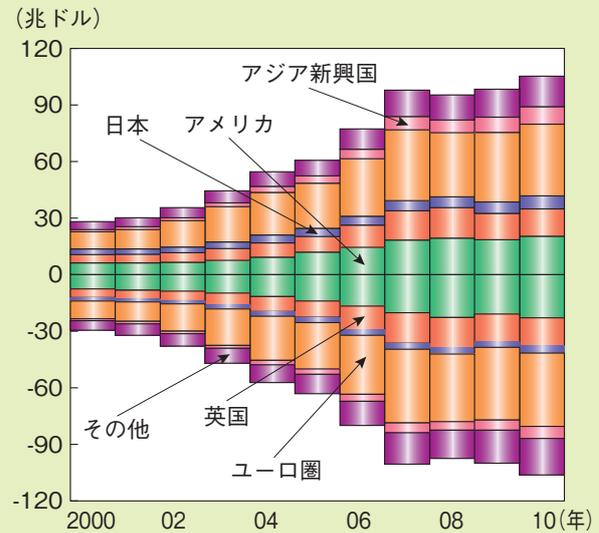
第3-1-3図 地域別の経常収支と対外資産・対外負債

経常収支、対外資産・負債は2000年代前半からリーマンショック前にかけて拡大

(1) 経常収支



(2) 対外資産と対外負債



(備考) 1. IMF “International Financial Statistics” により作成。

2. アジア新興国には中国、シンガポール、韓国、香港が、ユーロ圏にはオーストリア、ベルギー、キプロス、エストニア、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルグ、マルタ、オランダ、ポルトガル、スロバキア、スロベニア、スペインが含まれる。ただし、経常収支については、スペイン（2000～2001年）、スロバキア（2001年）のデータが欠損している。また、対外資産と対外負債については、キプロス（2000～2001年）、アイルランド（2000年）、ルクセンブルグ（2000～2001年）、韓国（2000年）、シンガポール（2000年）、シンガポール（2000年）、中国（2000～2003年）のデータが欠損している。

前述のとおり、新興国からの資金は、主に外貨準備資産の運用を目的として安全資産へ向かい⁸、アメリカをはじめとする先進国の国債利回りを低下させる一因となった。他方、ヨーロッパの金融機関は、資金調達（負債）を拡大し、AAA格の証券化商品（クレジット商品）に資金を振り向けたことから、証券化商品の原資産である先進国の不動産や各種債権に資金が流入し、資産価格バブルの温床となったことが指摘されている。このように先進国内の金融商品の収益率が低下する中で、金融市場で「Search for yield（利回りの追及）」と言われる動きが生じ、GIIPS諸国等の比較的投資妙味のある国に資金が流入したほか、成長著しいアジア新興国にも資金が還流した⁹（第3-1-4図）。

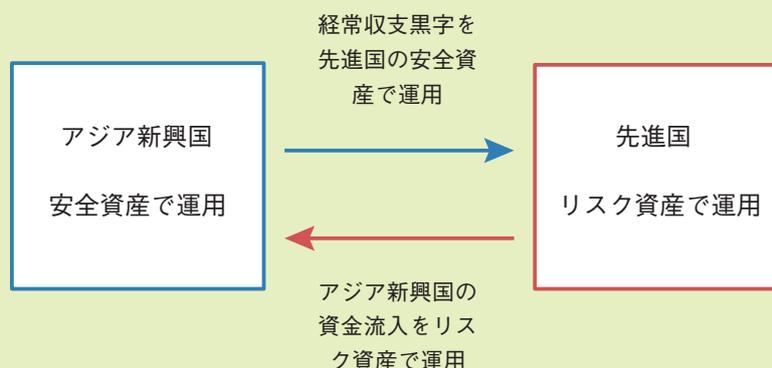
以上を整理すると、新興国や産油国が経常収支黒字を背景とした国内の過剰貯蓄をアメリカ国債等への投資に向かわせたという「ネットの資本フロー」と、ヨーロッパの金融機関が資金調達（負債）を拡大させることにより生じた「グロスの資本フロー」が存在し、両者がアメリ

注 (8) IMF（2012）は、外貨準備資産の運用にあたっては安全性、流動性、（当該資産から得られる）リターンの順で重視されることを指摘している。

(9) 小林・吉野（2010）は、①アジア新興国の安全資産への投資が、先進国の負債を拡大し、②先進国が再びアジア新興国に投資していることを踏まえて、こうしたアジア新興国の外貨準備資産を起点とした国際資金移動の増加（新興国→先進国→新興国→先進国）を「国際資本フローのフィードバックループ」と称している。

第3-1-4図 新興国と先進国間の国際資金移動

新興国は経常収支黒字を先進国の安全資産で運用



(備考) 内閣府にて作成。なお、上図は新興国と先進国間の国際資金移動を模式的に示したものであり、先進国同士の資金移動については省略している。

カを中心とした先進国の長期金利低下に結び付いたことがうかがわれる¹⁰。

●アジア通貨危機を経験した国々による外貨準備資産の積上がりと安全資産への投資

こうした新興国から先進国への資本流入の背景となった外貨準備資産の動きを見る（第3-1-5図）。

1997年のアジア通貨危機を契機に、アジア諸国では、外国からの資本流入、特に短期対外債務による資本流入に対して、IMF等の国際金融機関の指導もあり、経常収支が黒字の状況にあっても外貨準備資産の積上げ¹¹や、外国資本の流入規制などの対応をとってきた。これは、アジア通貨危機の際に、証券等に投資されていた足の速い資金が急速に引き上げられ、自国通貨が減価した経験による。さらに、外貨準備資産の運用においても、危機時に備えて、流動性が高く、安全資産であるアメリカ国債やAAA債を中心に投資していた（自国内では、金融市場が未発達であることなどから、安全資産が不足している）。

リーマンショック後に、GIIPS諸国同様にアジア新興国を巡る外国資本流入は一時的に不安定化したものの、こうしたsudden stopへの耐性を高める取り組みにより、实体经济への影響は限定的だったと考えられている。そのため、リーマンショック後も、アジア新興国経済は堅調に推移し、外貨準備資産は増加、外貨準備資産によるアメリカ国債等の安全資産への投資は継続している。

なお、こうした安全資産を巡る国際資本移動を資産変換機能という観点から見ると、アメリ

注 (10) 米FRB議長のアラン・グリーンズパンは、2004年6月以降複数回に渡り政策金利の引上げを行ったにもかかわらず長期金利が低い水準で推移していたことを指して「コナンドラム（謎）」と評した。このことについて、グリーンズパンの後任としてFRB議長に就任したベン・バーナンキは、新興国が外貨準備資産の積上げ（国内の過剰貯蓄）と先進国の安全資産への投資を行っていることを挙げ、「Global Saving Glut (GSG)」と称し、アメリカにおける長期金利低下の一因として説明した（2005年）。その後、バーナンキは、ヨーロッパの金融機関が外部からの借入によりファイナンスした資金をもとにアメリカの債券（高格付のABS等）を購入し、このこともまたアメリカ国内の利回り低下の一因になったと指摘している。

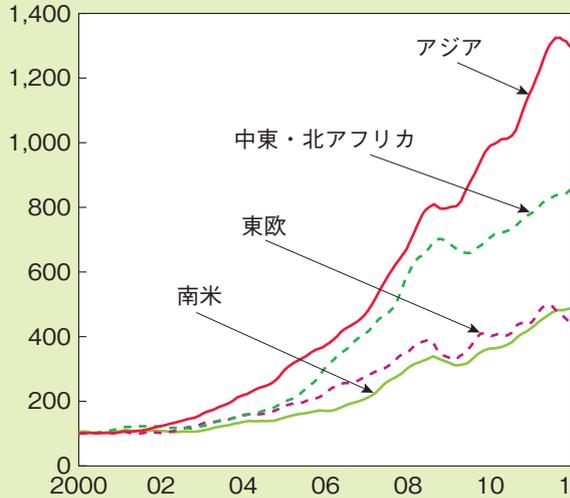
(11) 輸出主導型の経済成長を後押しすべく、為替介入を通じ自国通貨高の抑制を図ってきたとの見方もある。

第3-1-5図 新興国における外貨準備資産の増加と安全資産への投資

アジア新興国は外貨準備資産の多くをアメリカ国債を中心とした「安全資産」で運用

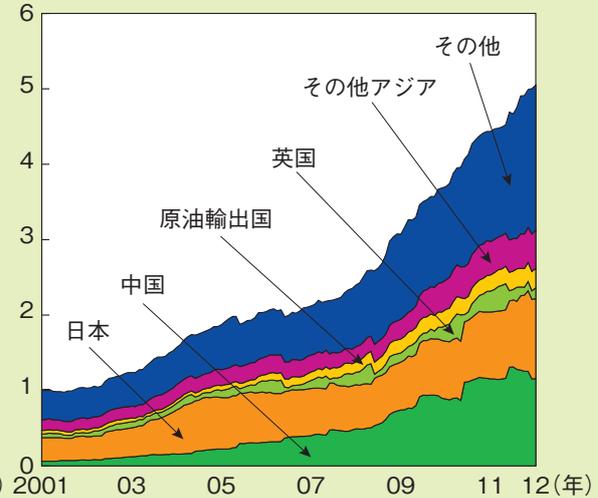
(1) 外貨準備資産

(2000年=100)



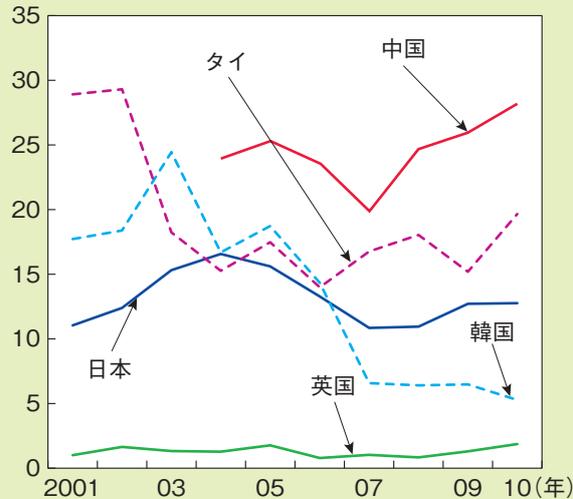
(2) アメリカ国債の保有国

(兆ドル)



(3) 対外資産に占めるアメリカ国債の割合

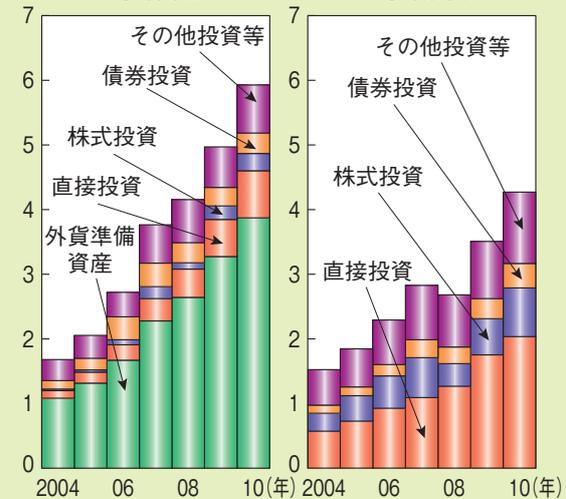
(%)



(4) アジア新興国の対外資産・対外負債

(兆ドル) 対外資産

(兆ドル) 対外負債



- (備考) 1. IMF “World Economic Outlook”、“International Financial Statistics”、米財務省資料により作成。
 2. (2) の「原油輸出国」にはエクアドル、ベネズエラ、インドネシア、パーレーン、イラン、イラク、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、アルジェリア、ガボン、リビア、ナイジェリアが含まれる。また、「その他アジア」には、台湾、香港、シンガポール、タイ、韓国、マレーシアが含まれる。
 3. (4) のアジア新興国には中国、韓国、インドネシア、マレーシア、タイが含まれる。

カは、自国の短期の安全資産を負債として提供する一方、世界中長期の危険資産を保有するという「世界の銀行」的な役割を果たしているといえる¹²⁾。

注 (12) Gourinchas and Rey (2005) によれば、アメリカは、こうした資産変換機能により、平時には大きな収益を得ることができるという「法外な特権」を持っていた。事実、アメリカは戦後一貫して対外債権により得られる利子収入が対外債務により生じる利払費を上回るという状況が続け、「世界の銀行」としての地位を維持してきた。しかし、ひとたびサブプライム・ショックのような状況が生じると、外国投資家による急速な資金引き揚げやドルの増価などにより、「法外な特権」は「法外な義務」となったことが指摘されている。これは、いわば保険機能を提供するコストとも言える。

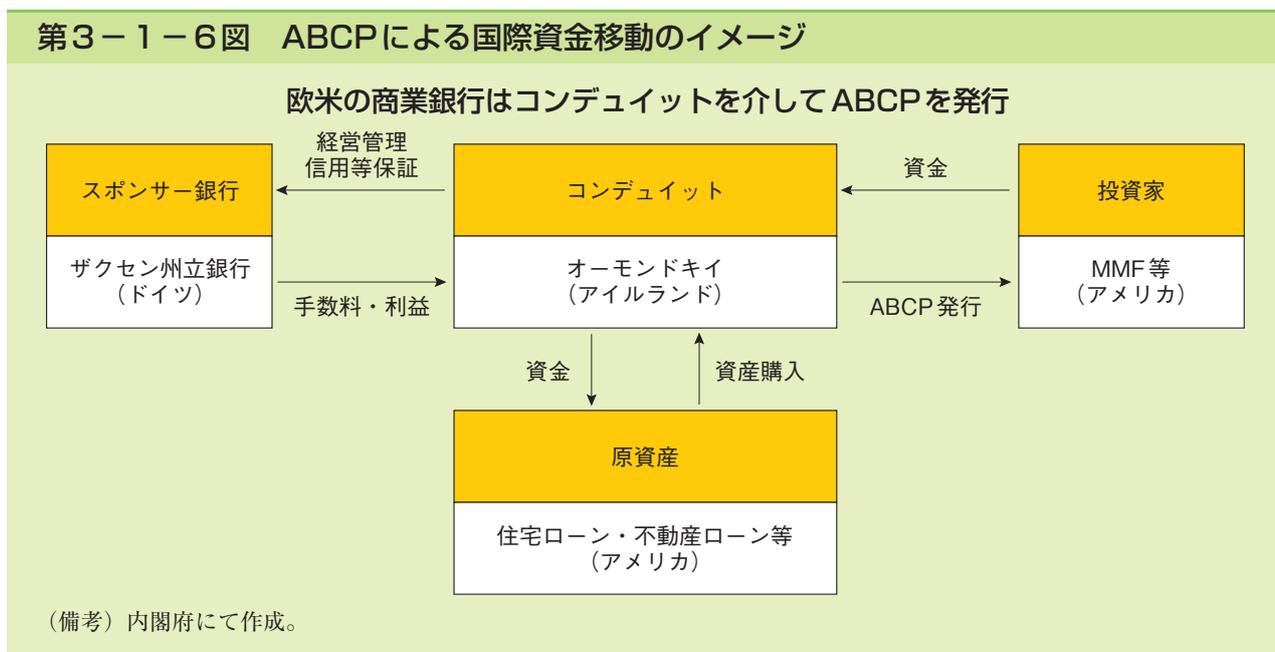
●証券化商品により国際資金移動が増加した可能性

グロスの資本移動の増加（対外資産と対外負債の増加）を説明するものとして、新興国による「安全資産」への投資の増加以外では、リーマンショック以前には、ABCP（資産担保コマーシャルペーパー）やABS（資産担保証券）等の証券化商品の台頭による金融市場の発展が挙げられる。

これは、アメリカやヨーロッパの銀行が、ABCPやABS等の証券化商品を組成してアメリカで積極的に資金調達し、AAAの証券化商品や住宅ローン等に投資し、信用拡大を助長していたというものである。例えば、ドイツのザクセン州立銀行がスポンサーとなって、アイルランドに設置したコンデュイット（銀行の関連簿外組織、SPV＜Special Purpose Vehicle, 特別目的会社＞の一種）のオーモンドキイ（Ormond Quay）は、アメリカでABCPを発行し、MMF¹³（Money Market Fund）等から資金調達し、アメリカの住宅ローンや商業不動産ローン等に投資していた¹⁴。こうした取引が、ヨーロッパとアメリカの対外負債と対外資産を両建てで増加させる等、国際資金移動を増加させた可能性がある。なお、SPVの所在地としては、アイルランドのダブリン、オランダのアムステルダム等のヨーロッパの税制と金融規制の緩い地域その他、ケイマン諸島、英国領マン島等の租税回避地が挙げられる（第3-1-6図）。

ABCP、ABS等の証券化商品を各国別発行額で見ると、2007年には、アメリカでの発行額はヨーロッパでの発行額に対して圧倒的に大きい一方、銀行国別の発行額を見ると、ヨーロッパの銀行の発行額がアメリカの銀行の発行額を上回っている。すなわち、ヨーロッパの銀行が

第3-1-6図 ABCPによる国際資金移動のイメージ



注 (13) 公社債等の安全資産を中心に投資する投資信託の一種。
 (14) スポンサー銀行のザクセン州立銀行は、2007年に、サブプライム関連損失から、独州立銀最大手のバーデンビュルテンベルク州立銀行に吸収合併された。

アメリカで証券化商品を大規模に発行していたことが推察される¹⁵。なお、残高で見ても、アメリカで発行される証券化商品が大きい（第3-1-7図）。

このように経常収支の赤字・黒字を問わず、ヨーロッパの金融機関等が証券化商品を使って、外国から資金調達し、外国に投資することによって生じた信用拡大の影響は、一定程度あった可能性がある。こうしたアジア新興国、ヨーロッパの銀行等からの資本流入を受けて、アメリカの長期金利低下と住宅・商業不動産投資の活発化が助長されたと考えられる¹⁶。なお、我が国における証券化商品の発行額は小さく、残高も小さい。そのため、信用拡大への寄与は限定的であったと考えられる。こうした背景には、我が国では、不動産等の資産市場の低迷により、裏付資産から生じる収益が低く、アメリカ、ヨーロッパで組成されるような利回りの大きな商品が組成されにくいことがある、と指摘されている。

- 注** (15) Acharaya and Schnabl (2010) は、Moody'sが格付けしている ABCPのデータを使って、スポンサー銀行を国別に分類し、アメリカの金融機関が4割、ドイツの金融機関が2割、英国の金融機関が2割としている。
- (16) アメリカからみれば、社会保障給付費の増加と9.11以降の安全保障関連支出の増加による多額の財政赤字をファイナンスすることができるというプラスの効果がある一方、リーマンショックにより住宅等の資産価格バブルが崩壊する等の問題もある。