

## 第1章 変化するグローバルな資金の流れ

世界経済の成長において、経済活動を支える十分な資金が円滑に流れることは必要不可欠な要素である。ITバブル崩壊後の調整が一巡した2003年以降、資金供給の担い手としての新興国の台頭と、新たな金融技術による信用リスクの効率的な分散等を通じた活発な信用創造によって、グローバルな資金フローは顕著に拡大し、世界経済の安定した成長に寄与したと考えられる。

こうしたグローバルな資金の流れにおいて、最近注目すべき変化が起きている。まず、新興国からの資金フローにおいて、政府所有の投資ファンドであるソブリン・ウェルス・ファンドの活用が進んでいる。これは、新興国からの資金フローの多様化をもたらすとともに、金融資本市場における安定した資金供給につながるものとして期待される。一方、07年夏にサブプライム住宅ローン問題が発生すると、新たな金融技術の下で普及した金融資本取引においてリスク評価の緩み等が指摘されるようになった。こうしたなかで、投資家や金融機関における新たな金融技術に対するリスク評価の見直しが進み、高リスクな金融資本取引を手控える動きが広がるとともに、資産価格の調整と金融機関等の損失拡大を受けて信用収縮懸念が高まっている。こうしたグローバルな資金をめぐる新たな動きは、今後の世界経済の動向を見極める上で重要である。

本章では、2000年代のグローバルな資金の流れとその背景を概観した上で、上述した新たな変化がグローバルな資金の流れにどのような影響をもたらしているのか考察し、世界経済の動向と今後の政策運営への示唆を導き出したい。

### 第1節 グローバルな資金の流れとその特徴

世界経済は、2007年夏にサブプライム住宅ローン問題が発生するまでは比較的安定した成長を続けてきた。その背景の一つとして、金融面でのグローバル化や技術革新が進展する中で、金融資本市場を介し潤沢な資金<sup>1</sup>が供給されたことが挙げられる。実際、その間の主要国の長期金利は歴史的な低水準で安定しており、様々な主体の経済活動を支えたと考えられる。ここでは、2000年代を中心に、世界の金融資本市場に

---

<sup>1</sup> 本章では、資金という用語を、現金及び預金という限定されたものではなく、債券、株式等様々な形態の金融商品を媒体に取引される資本を含めた広い概念として用いている。

における資金フローの情勢について考察する。

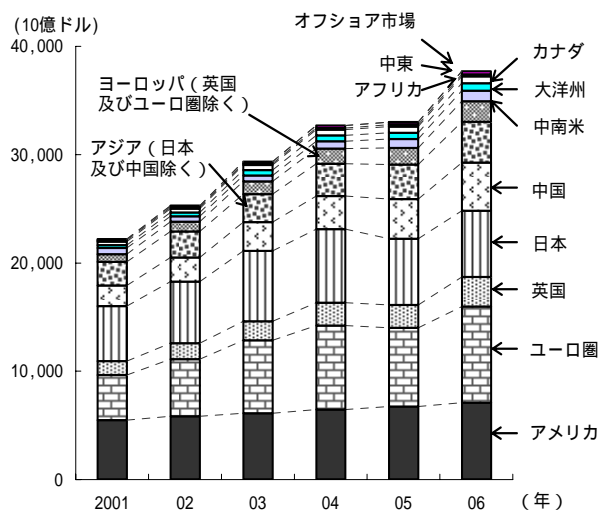
## 1. 金融資本市場における資金フローの拡大

### 世界における金融資本市場の拡大

まず、金融資本市場の資金フローについて、現金及び預金<sup>2</sup>の動向と債券及び株式の取引規模についてみることにする。

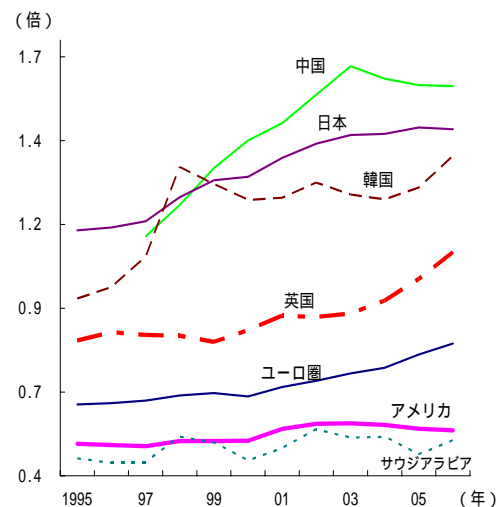
主要国における現金及び預金の残高（以下、M2という。）は、2000年代に急速に増加し、06年末で38兆ドルと01年に比べて1.7倍に増加した（第1-1-1図）。M2の名目GDP比、いわゆるマーシャルのKをみると、日本を含むアジア諸国で上昇がみられるほか、ヨーロッパの主要国でも水準は低いものの上昇している（第1-1-2図）。他方、アメリカでは、マーシャルのKはそれほど上昇しておらず、以下でみるように債券や株式に比べてM2の伸びは低調である。

第1-1-1図 世界の現金及び預金（M2）の推移



（備考）1. IMF（国際通貨基金）、ECB（欧州中央銀行）及びCEICより作成。  
 2. マネーサプライはM2を使用した。ただし、日本はM2 + CD、オーストラリアはM3を用いた。  
 3. それぞれに含まれている国は以下のとおり。  
 アジア：韓国、台湾、香港、マレーシア等15か国・地域。  
 中南米：メキシコ、ブラジル、チリ、コロンビア等25か国。  
 大洋州：オーストラリア、ニュージーランド等4か国。  
 ヨーロッパ：スイス、ロシア、スウェーデン、トルコ等19か国。  
 中東：エジプト、クウェート等4か国。  
 アフリカ：南アフリカ、アルジェリア、ケニア、アンゴラ等18か国。  
 オフショア市場：モリシャス、パハマ等4か国。

第1-1-2図 主要国におけるマーシャルのKの推移

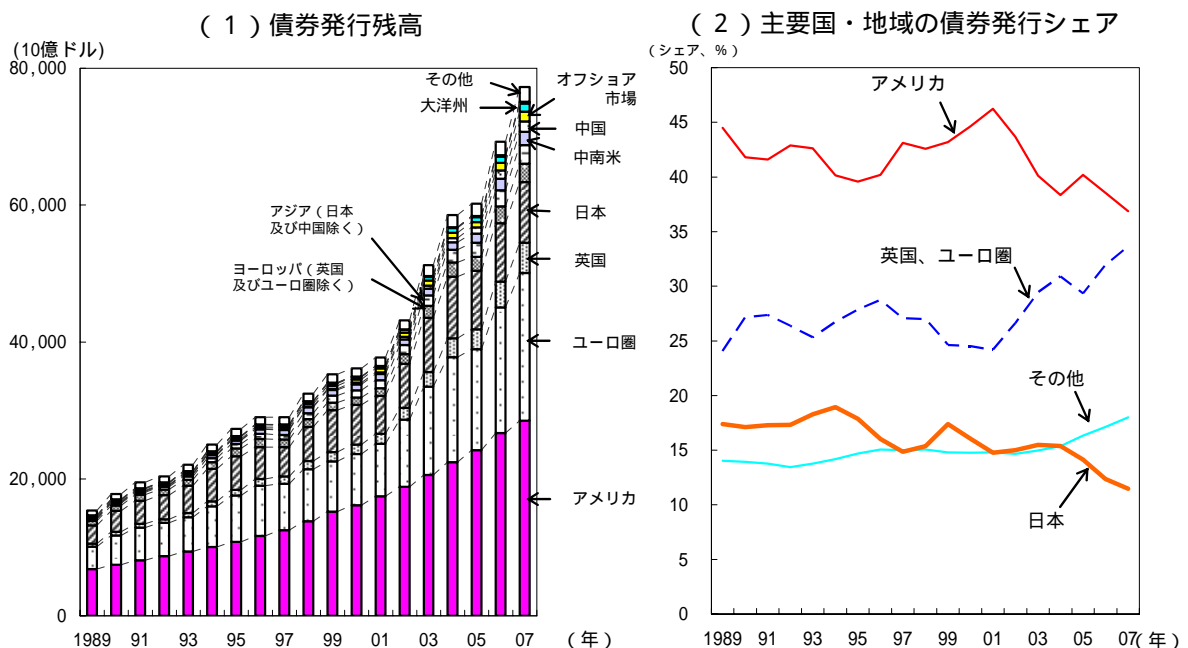


（備考）1. IMF、ECB及びCEICより作成。  
 2. マーシャルのKはマネーサプライを名目GDPで除したものの、マネーサプライはM2を使用した。ただし、日本はM2 + CDを、サウジアラビアは通貨と準通貨の合計で算出した。

<sup>2</sup> 現金及び預金残高として、定期性預金を含むM2を使用。ただし、日本はM2 + CD、オーストラリアはM3を用いた。

世界全体で民間及び政府により発行された債券の残高は、2000年以降増加ペースが加速しており、07年末で77兆ドルと2000年末の残高から2.1倍に増加した<sup>3</sup>（第1-1-3図）。債券発行国・地域のシェアでは、07年末で、アメリカが最も多く4割弱、次いでユーロ圏・英国が3割強、日本が1割強となっているが、近年ではアメリカ、日本のシェアが低下し、ユーロ圏・英国のシェアが増加している。その他の地域における債券発行も増加しているが、全体の2割弱にとどまっている。

第1-1-3図 世界の債券発行残高の推移



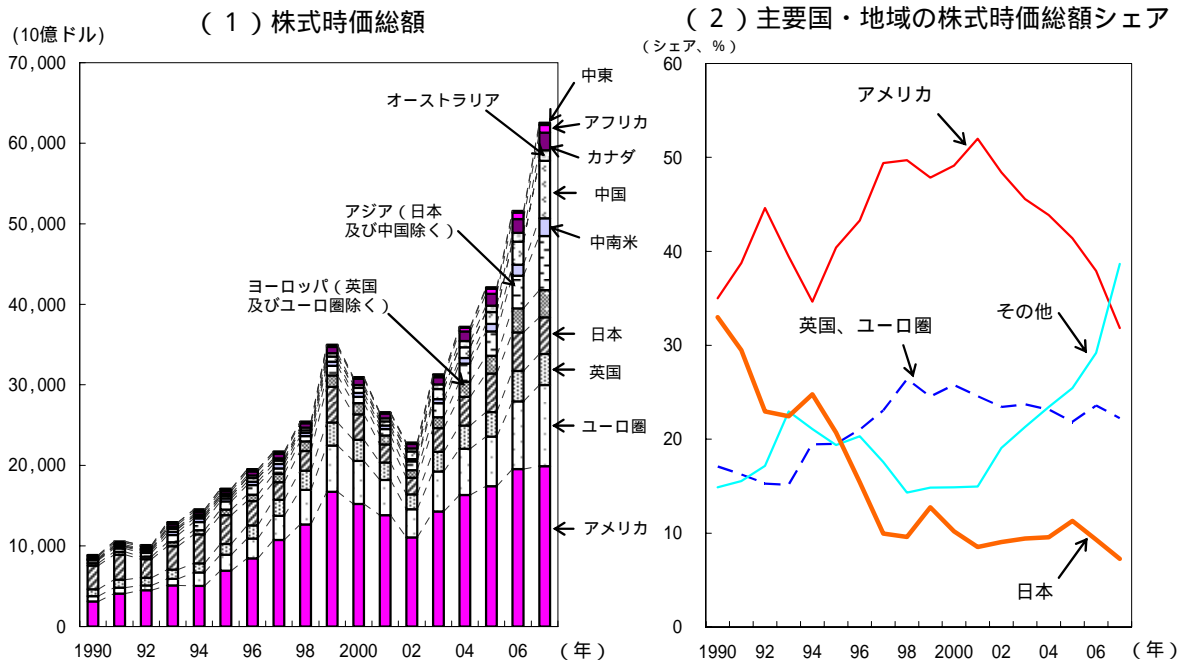
- (備考) 1. B I S (国際決済銀行) より作成。  
 2. 国内債券 (Domestic debt securities) と国際債券 (International debt securities) の合計値で、公的債券 (国債等) と民間債券 (社債等) の双方を含む。値は各年末における残高を表す。ただし、2007年は9月末の値。  
 3. それぞれに含まれている国は以下のとおり。  
 アジア：韓国、インド、台湾、マレーシア等14か国・地域。  
 中南米：ブラジル、メキシコ、ベネズエラ、アルゼンチン等22か国。  
 大洋州：オーストラリア、ニュージーランド等4か国・地域。  
 ヨーロッパ：デンマーク、スウェーデン、ノルウェー、トルコ等27か国。  
 オフショア市場：ケイマン諸島、オランダ領アンティル等12か国・地域。

また、株式市場における時価総額をみると、2000年代初めはITバブル崩壊の影響等を受けて縮小したが、03年以降は再び急速に増加し、07年末で63兆ドルと2000年末の残高から2.0倍となった（第1-1-4図）。国・地域別のシェアでは、債券と同様に、アメリカのシェアはユーロ圏・英国よりも大きいですが、2000年代を通じて低下して

<sup>3</sup> 前述したM2の伸び率とは期間が異なるため単純には比較できない。なお、McKinsey & Company (2008a) では、1996～2006年の間における金融資産の平均増加率について、銀行預金は7.8%、公的債券は6.8%、民間債券は10.7%、株式は10.4%としており、名目GDPの平均増加率5.7%をいずれも上回ったと推計している。

いる。日本のシェアは90年代に大きく低下し、2000年代は1割弱で推移している。一方、その他地域のシェアは急速に上昇し、07年には4割弱を占めるに至っている。近年、中国を始めとする新興国の株式市場が、経済の高成長への期待や潤沢な流動性供給等によって急拡大したことがこの背景として挙げられる。

第1-1-4図 世界の株式市場における時価総額の推移



(備考) 1. W F E (World Federation of Exchanges) より作成。  
 2. 金額は各年末における残高を表す。  
 3. それぞれに含まれている証券取引所は以下のとおり。  
 アジア：ボンベイ証券取引所(インド)、ナショナル証券取引所(インド)、韓国証券取引所、台湾証券取引所等11取引所。  
 中南米：サン・パウロ証券取引所(ブラジル)、メキシコ証券取引所、サンチアゴ証券取引所(チリ)、コロンビア証券取引所等6取引所。  
 ヨーロッパ：S W X スイス証券取引所、O M X 証券取引所(スウェーデン、フィンランド、デンマーク、リトアニア、ラトビア、エストニア)、オスロ証券取引所(ノルウェー)、イスタンブール証券取引所(トルコ)等8取引所。  
 ユーロ圏：ユーロネクスト(フランス、オランダ、ベルギー、ポルトガル)、フランクフルト証券取引所(ドイツ)、マドリード証券取引所(スペイン)、イタリア証券取引所等12取引所。  
 アフリカ：J S E 証券取引所(南アフリカ共和国)及びカイロ・アレキサンドリア証券取引所(エジプト)。  
 中東：テルアビブ証券取引所(イスラエル)及びテヘラン証券取引所(イラン)。

アメリカ、日本、ユーロ圏、英国以外の地域の名目GDPシェアは4割弱であることを踏まえると、これらの地域の株式市場の規模はおおむね経済規模に見合ったものとなっているが、債券市場については経済規模ほどにはまだ発達していない。

## 国境を越えた資金フローの拡大と新興国のプレゼンス

上述のように世界の金融資本市場の拡大には、金融面でのグローバル化が進む中で、国境を越えた資金フローが拡大したことも寄与したと考えられる。国境を越えた資金フローを示すものとして、国際収支統計における投資収支<sup>4</sup>のうち、直接投資、証券投資及びその他投資での資金流出額と外貨準備増減額との合計をみると、これまで増加傾向で推移しており、2000年をピークにいったんは縮小したものの、03年以降は再び拡大に転じている（第1-1-5図）。03年以降、増加ペースがやや速まっているが、これは先進国からの資金フローだけでなく、新興国からの資金フローが顕著に増加していることも影響している。

第1-1-5図 国境を越えた資金フローの推移



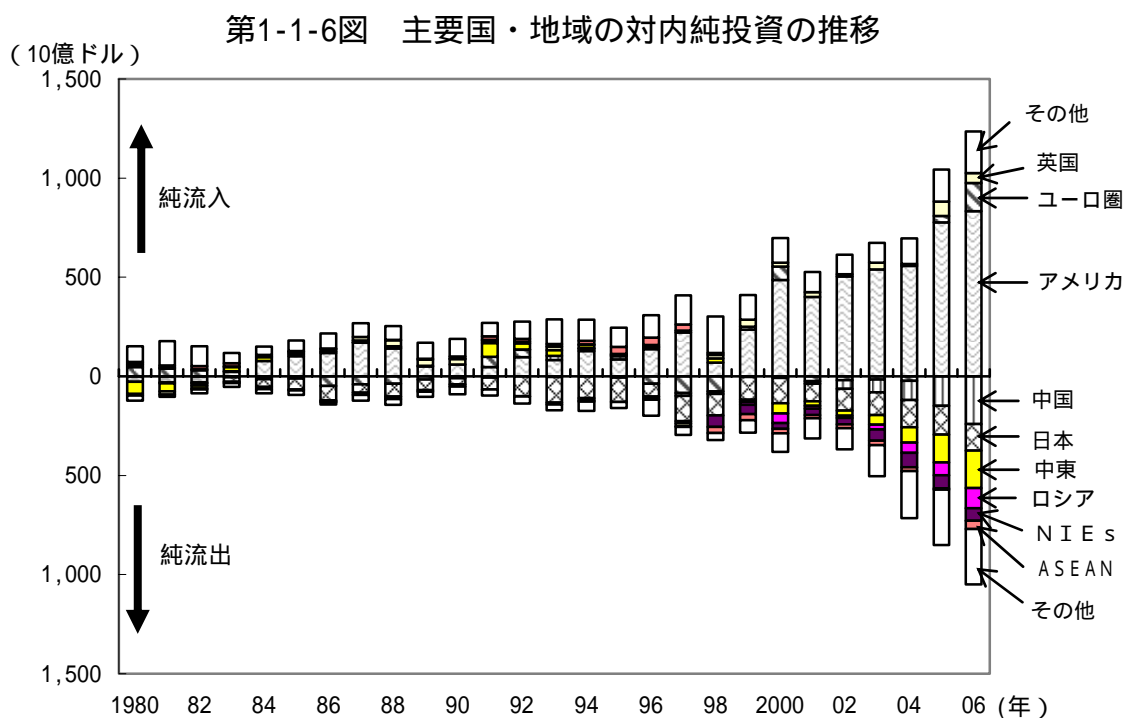
(備考) 1. IMFより作成。

2. 資金フローは、投資収支における対外投資及び外貨準備高増減の合計額。

こうした国境を越えた資金フローでは、1990年代後半を境として、資金の供給構造に大きな変化が生じている。投資収支の裏側にある経常収支については、近年、アメリカの経常赤字が大きく膨らむ一方、アジア、中東等の多くの新興国で経常赤字から黒字へと転換し、その後も黒字幅が拡大している。こうしたグローバル・インバラン

<sup>4</sup> 国際収支統計における投資収支 (Financial Account) では、投資形態別に、(1)出資の割合が原則10%を超える直接投資家・直接投資企業間の株式取得、再投資収益、資金貸借を計上する「直接投資」、(2)中長期債及び短期債等負債性証券や株式の取引（「直接投資」、「外貨準備増減」に含まれるものを除く）を計上する「証券投資」、(3)貿易信用、貸付け・借入れ、現預金、雑投資等、他の項目に含まれない資本取引を計上する「その他の投資」が挙げられる。その他、我が国の国際収支統計では、オプション取引、先物及び先渡取引、ワラント、通貨スワップの元本交換差額、金利スワップの取引にかかる利子等を計上する「金融派生商品」も含まれるが、他国においてデータが整備されていないケースが多いことから、本章では含めずに整理した。また、「外貨準備増減」は、外貨、貨幣用金、SDR、IMFリザーブポジション等、通貨当局の管理下にあつてすぐに利用可能な対外資産の増減を計上しているが、その大部分が外貨の証券や預金として保有されていることから、ここでは特に説明しない限り便宜上投資収支に含めて整理している。

スと呼ばれる経常収支不均衡を背景に、主要国・地域の対内純投資<sup>5</sup>については、アメリカへの資金の純流入が大幅に拡大する一方、中国やN I E s等のアジアや中東、ロシアといった新興国で資金の純流出が拡大している（第1-1-6図）。また、近年では、ユーロ圏、英国でも資金の純流入が増えている。このため、国際間の資金フローを大きくとらえると、新興国から先進国への資金フローが増えていることが分かる。



(備考) 1. IMFより作成。

2. それぞれに含まれている国は以下のとおり。

ユーロ圏：スロベニア、キプロス及びマルタを除く加盟12か国。

N I E s：韓国、香港及びシンガポール。ただし97年以前の値に香港は含まれない。

ASEAN：タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。

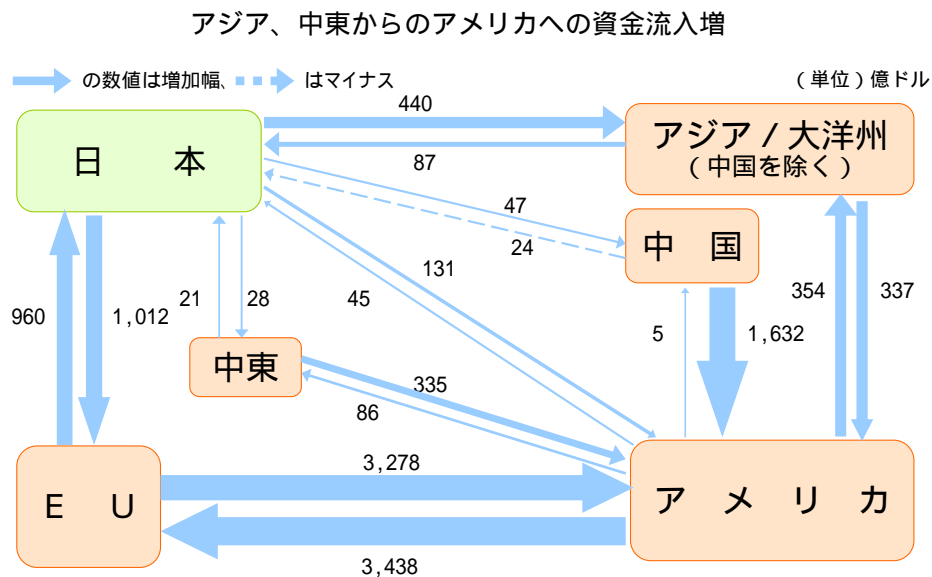
中東：サウジアラビア、クウェート、リビア、イスラエル等13か国・地域。

アメリカと日本を中心とする主要国・地域間のグロスでみた資金フローの2000～02年の3か年平均から05～07年の3か年平均への変化をみると（第1-1-7図）、アメリカ、EU、日本の3極間の資金フローが、いずれも流出及び流入ともに増加しており、特にアメリカ・EU間の資金フローの拡大が顕著である。データによる明確な把握は困難であるが、後でみるように、ヨーロッパの金融セクターは世界中の資金フローへの関与を強めており、こうした欧米間の資金フローの拡大には、新興国の余剰資金がヨーロッパを経由してアメリカに流入していることも影響していると考えられる。また、中国、中東からアメリカへの直接の資金フローも拡大している。一方、逆方向の

<sup>5</sup> 対内純投資とは対内投資から対外投資を差し引いたもので、前者の方が大きい場合は海外から資金が純流入しており、後者の方が大きい場合は海外へ資金が純流出していることを示している。

資金フローはそれほど増加していないため、資金の流出入を差し引いたネットでも、これらの新興国からアメリカへの資金流入が拡大していることになる。

第1-1-7図 日本・アメリカを中心にみた資金フローの変化（2000～02 05～07年）



- (備考) 1. 日本財務省、アメリカ商務省統計より作成。  
 2. ここで取り上げた資金フローの取引額は、直接投資、証券投資、貸付・借入等を含む対外投資、対内投資それぞれの合計額であり、日本・アメリカ当局の外貨準備高、金融派生商品の増減は含まない。数値は、この資金フローの 2000～02年の3か年平均から05～07年の3か年平均への変化分を示している。

## 2. 主要国・地域の資金フローの特徴

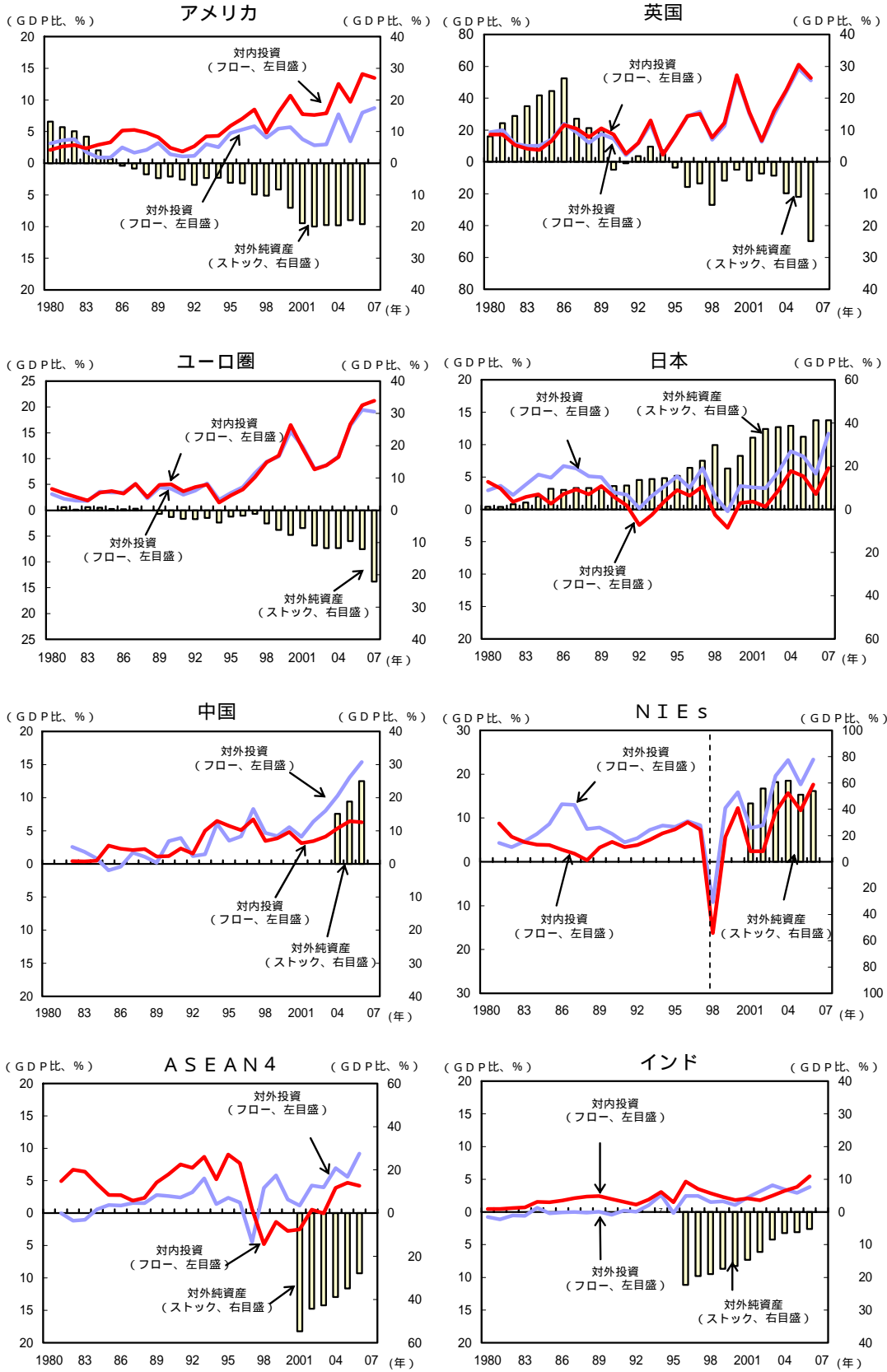
拡大するグローバルな金融資本取引の特徴をより詳細に考察するため、主要国・地域の資金フローについて掘り下げてみることにする。

### アメリカ：厚みのある金融資本市場への資金流入

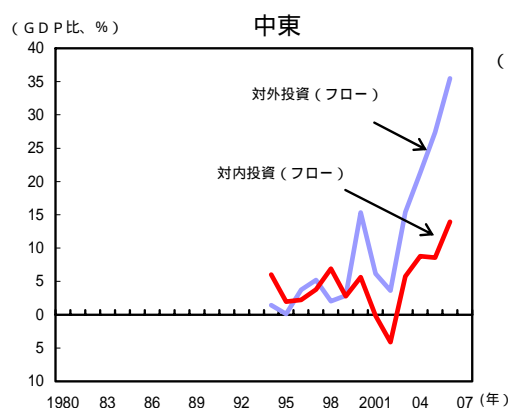
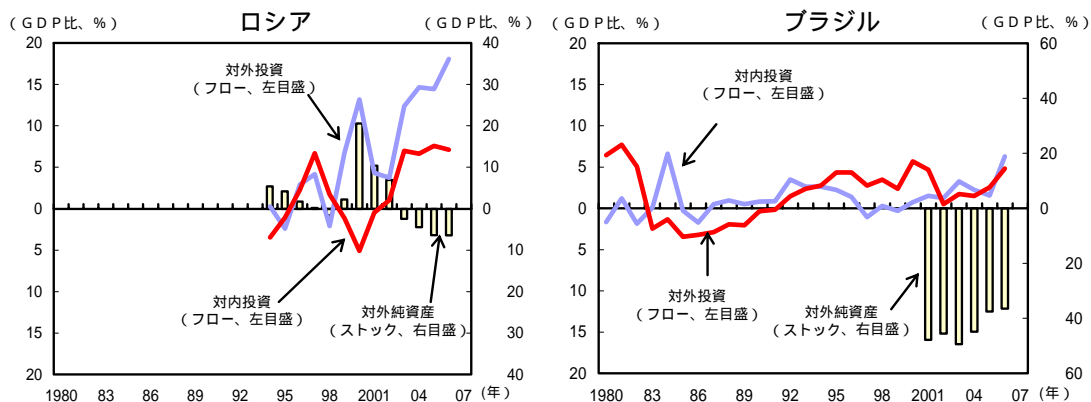
アメリカについては、世界最大の債券市場及び株式市場を持ち、経常赤字の拡大を背景に 2000 年代に資金の純流入が大幅に増加していることをみたが、流出と流入の動きを別々にみても、それぞれ振れを伴いながらともに増加傾向で推移している。特に対内投資<sup>6</sup> は、近年は GDP 比でみて 15%程度と高水準になっている(第 1-1-8 図)。

<sup>6</sup> 対内投資は海外から国内への資金フロー、対外投資は国内から海外への資金フローを示していることから、本章では、対内投資を資金流入、対外投資を資金流出と言い換えている箇所もある。

第1-1-8図 主要国・地域の投資収支と対外純資産の推移







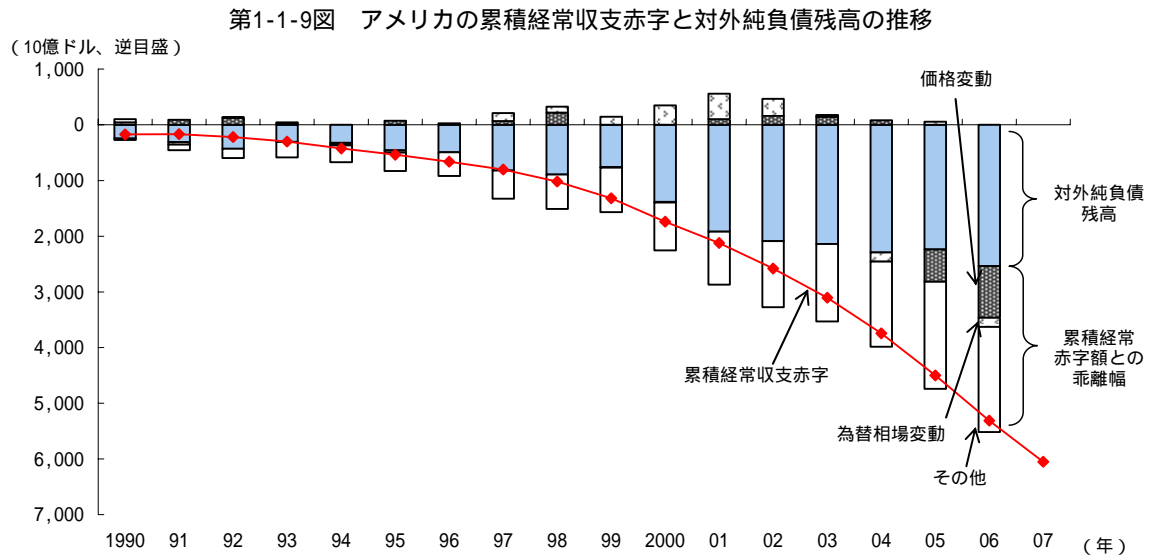
- (備考) 1. IMFより作成。  
 2. ユーロ圏は、98年までは、ギリシャ、スロベニア、キプロス及びマルタを除いた加盟11か国の合計値。99年以降はキプロス及びマルタを除いた加盟13か国の値。  
 3. 日本は、07年の資本流出・流入は、第1～3四半期の合計を年換算して求めた。また、同年の対外純資産は07年9月末の値。  
 4. 中国は、資本流出(グロス)に株式投資は含まれない。  
 5. NIEsは、97年以前の値に香港は含まれない。  
 6. ASEAN4は、タイ、マレーシア、インドネシア及びフィリピン。また、4か国のデータがそろわない年は空白とした。  
 7. インドは、資本流出(グロス)に証券投資(債券投資及び株式投資)は含まれない。  
 8. 各国・地域の詳細は付図1-1～11を参照。

対内投資の推移を投資形態別にみると、債券投資による流入が2000年代に大幅に拡大している(付図1-1)。アメリカの債券市場は、米国債以外に、資産担保証券や社債等民間部門の債券についても、多様なリスク・リターン特性を有するものがそろい、前述のとおり規模も世界最大であるなど、厚みのある市場となっているため、海外の資金が大量に流入していると考えられる。また、02～03年にかけて国防費の増加等によって財政収支赤字が拡大したことも債券投資の流入増の背景として挙げられる。近年では、海外から銀行融資等の増加を背景にその他投資も拡大している<sup>7</sup>が、直接投資や株式投資による流入はITバブル崩壊後に縮小したままその規模はそれほど増えていない。一方、対外投資は、銀行、非銀行部門の資金流出を背景にその他投資が増加しているほか、直接投資や証券投資も比較的安定して増加している。

アメリカでは、資金の純流入が続いているにもかかわらず、対外純負債の規模はGDP比でみて横ばいで推移している。実際に、90年以降の経常赤字の累積額と対外純負債残高を比較すると、2000年代に入ってその差が顕著に開いており、06年末時点で

<sup>7</sup> その他投資の増加については、伝統的な銀行貸出しに加え、金融のグローバル化を反映して、多国間における銀行間の振替(本店、海外支店間を含む)、オフショア市場の金融機関への預入、貿易信用、投資ファンドによる貸出し等の増加も寄与していると指摘されている(McKinsey&Company(2008a))。

対外純負債残高は累積経常赤字額の5割弱にとどまっている(第1-1-9図)。この要因として、アメリカが保有する対外資産の時価評価額が上昇したことが挙げられる。

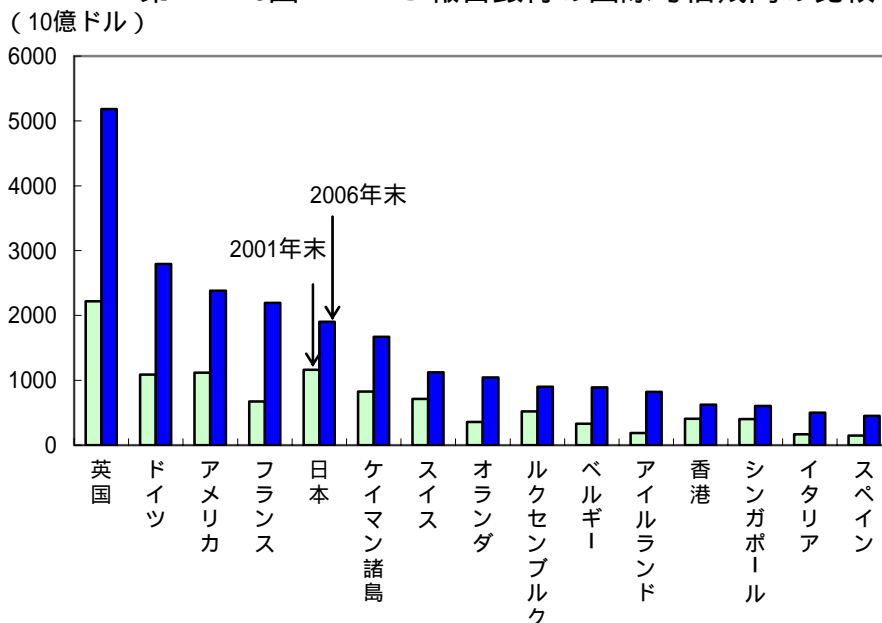


- (備考) 1. アメリカ商務省より作成。  
 2. 累積経常収支赤字は1990年以降の赤字額を積上げたもの。  
 3. 価格変動：社債・国債の時価の変動等による変化分。  
 為替相場変動：名目為替レートの再評価による外国通貨建ての資産や負債の利益・損失の発生等による変化分。  
 その他：カバレッジの変化や直接投資のキャピタルゲイン・キャピタルロス、その他資産や負債の評価損益等による変化分。

## ヨーロッパ：金融セクターの世界的プレゼンスが増大

ヨーロッパにおいては、英国、ユーロ圏ともに、2000年代初頭より対外投資と対内投資がともに増加している(前掲第1-1-8図)。投資形態別にみると、その他投資の増加が顕著であり、特に英国では名目GDPの3~4割に及ぶその他投資の流出が生じている(付図1-2、1-3)。近年、ヨーロッパの金融セクターは目覚ましい成長を遂げており、ヨーロッパのみならずアメリカ、アジア、中東等との間で幅広く資金を仲介する機能を担っている。実際に、ヨーロッパの商業銀行部門の資産規模や国際的な貸出残高は、アメリカを大きく上回って成長している(第1-1-10図)。

第1-1-10図 B I S 報告銀行の国際与信残高の比較



(備考) B I S より作成。

さらに、英国、ユーロ圏では、その他投資以外にも、債券投資や直接投資が流出と流入の双方向で増加している。その背景として、ヨーロッパにおいてもアメリカと同様に、社債等の従来の債券に加えて、資産担保証券等の新たな金融商品の発行・購入やクロスボーダーM & Aが活発化したことなどが考えられる<sup>8</sup>。なお、外貨準備については、英国、ユーロ圏ともにアメリカと同様、大きな増減はなくほぼ一定規模を保っている。

対外ポジションについては、このところ対内投資が対外投資を上回って推移したことから、対外純負債はやや高い水準になっている。対外資産、対外負債ともにその他投資に関連するもののシェアが大きいですが、それ以外には直接投資、株式・債券投資がほぼ同程度のシェアを占めている。

### 日本：対外資産は債券中心、対外負債は株式中心

日本では、1981年以來、対外投資が対内投資を上回って推移しており、世界最大の純債権国の地位を維持している。対外投資及び対内投資のグロスの動きをみても、2000年代は比較的堅調に増加している（前掲第1-1-8図）。

<sup>8</sup> アメリカ、ユーロ圏、英国の債券残高については、公的債券のシェアはそれぞれ23.0%、35.1%、25.5%と、比較的小さく民間債券が大半を占めている（IMF(2008a)）。また、McKinsey & Company(2008a)では、これらの国・地域における金融資産の増加に対する公的債券の寄与率は5～6%程度としており、民間債券の寄与率33～39%程度を大きく下回っている。他方、日本は、公的債券のシェアは77.4%。

対外投資については、03～04年の為替介入によって外貨準備が増加したほか、債券投資を中心に増加がみられた（付図1-4）。銀行融資等のその他投資は、90年代後半以降、日本とアジアの双方における金融システムの動揺の影響から投資国からの資金回収が続いた<sup>9</sup>が、04年以降は再び流出に転じており、特に07年は大幅に増加した。こうした海外に対する貸出し増の背景の一つとして、海外投資家等による円キャリア取引等に伴う円資金需要の高まりが考えられる。

対内投資については、近年、債券投資は安定して増加しているが、株式投資は流入幅が縮小している。その他投資は02年以降増加しているが、06年は邦銀の債務返済等によって対内投資は減少に転じた。直接投資の規模はほとんど増加しておらず低水準のまま推移している。

対外ポジションをみると、アメリカとは対照的に、資金の純流出が続いているにもかかわらず、2000年代において対外純資産はGDP比でほぼ横ばいで推移している。ほかの先進主要国と比べて、対外資産に占める外貨準備及び債券投資のシェアが大きく、対外負債においては株式投資のシェアが大きいという特徴がみられる。

#### **アジア：経常黒字拡大を背景に外貨準備が増加、流入面では直接投資等が増加**

日本以外のアジア諸国については、アジア通貨危機が発生した1990年後半以降、対外投資が対内投資を上回って推移しており、中国等では顕著な増加がみられる（前掲第1-1-8図）。アジア諸国では、アジア通貨危機以降は経常黒字で推移しているが、自国通貨の増価を抑制するために為替介入を行った結果、外貨準備が増加している（付図1-5～7）。特に中国では、05年までドルレートを固定していたため外貨準備の増加は顕著である。

外貨準備以外の対外投資も2000年代は比較的安定して増加している。90年後半以降、NIEs等でその他投資を引き上げる動きもみられたが、03年以降は流出に転じている。特に香港とシンガポールによるその他投資の増加は顕著で、アジアにおける金融センターとしての役割が増していることを示唆している。

アジア諸国への対内投資では、直接投資が盛んであるが、近年はNIEsやASEANに対して株式投資や債券投資も増加してきている。その他投資については、アジア通貨危機時に多くのアジア諸国で海外の銀行による短期債務の引揚げが発生した。その後、03年にNIEsは流入超に転じたが、ASEANは06年時点でまだ流入超に転じていない。

---

<sup>9</sup> 高安（2007）参照。

## その他の新興国：外貨準備の急増、中東では債券等の対外投資も加速

B R I C s 諸国については、いずれも外貨準備の大幅な増加がみられ、2006 年末の対外資産に占める外貨準備の割合もおしなべて高い（前掲第 1-1-8 図、付図 1-8～10）。特に、インドでは、外貨準備を除く対外投資はそれほど活発ではなく、対外資産に占める外貨準備の割合は 8 割を超えている。一方、インドへの対内投資では、2000 年代に入って、その他投資、直接投資及び株式投資がいずれも安定して増加している。ロシアでは、資金の流出入ともにその他投資や直接投資が増加しているが、株式・債券投資は低調に推移している。ブラジルでは、対外投資では直接投資が増加しており、対内投資では直接投資が 2000 年代に縮小したものの高水準で推移しているほか、その他投資や株式投資も近年増加している。

中東では、2000 年以降、原油価格の上昇等を背景に対外投資が大幅に増加している。投資形態別にみると、その他投資及び債券投資の顕著な増加がみられており、外貨準備の増加も加速している。対内投資については、その他投資が急増しているほか、直接投資も安定して増加している（付図 1-11）。

## 主要国・地域間の資金フロー

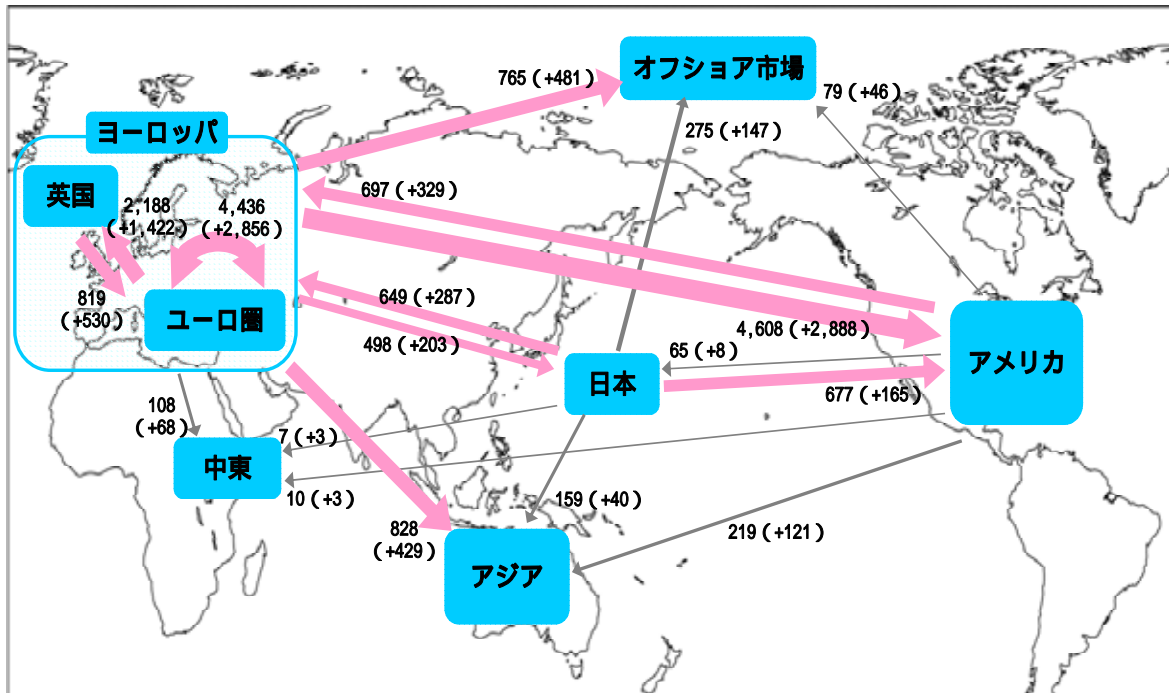
次に、国・地域間の資金フローを俯瞰してみたい。これまで各国の投資収支に基づき、近年、欧米、アジア（特に N I E s ）、中東等でその他投資にかかる取引が増加していることをみた。そこで、まず 2006 年末の主要国・地域の B I S 報告銀行<sup>10</sup> による国際与信残高<sup>11</sup> に基づき国・地域間の取引状況をみることにする。世界の国際与信においてはヨーロッパの銀行のプレゼンスが大きく、中でもユーロ圏内及び英国・ユーロ圏間の与信やアメリカ向けの与信が盛んであり、日本、アジア向けの与信も欧米向けほどではないものの多く行われている（第 1-1-11 図）。加えて、ヨーロッパからオフショア市場への与信も相当程度行われており、世界から受け入れた資金がヨーロッパの銀行を通してオフショア市場に籍を置く金融機関等に還流していることがうかがわれる。

<sup>10</sup> B I S 報告銀行とは、B I S に対し銀行与信データを報告している国に所在する銀行のことをいい、商業銀行、貯蓄銀行、S & L、信用組合、住宅金融組合、郵便貯金銀行、その他政府系貯蓄銀行が含まれる。また、投資ファンド、ミューチュアルファンド、MMF が含まれるケースもある。

<sup>11</sup> 国際与信残高は、B I S 報告銀行の国際間の資産・負債データに基づき集計されており、銀行の貸出しや預金のほかに、銀行による債券発行、債券の引受け等も含まれている。

第1-1-11図 B I S 報告銀行の国・地域別国際与信残高 (2006年末)

(単位: 10億ドル)



- (備考) 1. B I S より作成。  
 2. 括弧内の数値は2001年末からの増減を表す。  
 3. それぞれに含まれている国は以下のとおり。  
 アジア: 香港、韓国、シンガポール、中国等27か国・地域。  
 ユーロッパ: 与信側はドイツ、英国、フランス、スイス等17か国。受入側は与信側にルクセンブルク、ポーランド等を加えた63か国・地域。  
 ユーロ圏: 与信側については、ルクセンブルク、スロベニア、キプロス及びマルタを除く加盟11か国。受入側は加盟15か国。  
 中東: U A E、サウジアラビア、イエメン、イラン等13か国・地域。  
 オフショア市場: パヌアツ、オランダ領アンティル、バハマ、ケイマン諸島等18か国・地域。

一方、アメリカの銀行は、ヨーロッパ向けのほか、アジア向けの与信が多いのと比較して、日本向けの与信は低水準にとどまっている。日本の銀行については、欧米への与信は多いが、アジア向けの与信はそれほど増えていない。なお、日本からオフショア市場への与信額はヨーロッパの銀行ほどではないが比較的高水準となっており、オフショア市場に籍をおく金融機関等が低金利の円による調達を進めたことが背景としてであると示唆される<sup>12</sup>。

各国のB I S 報告銀行がそれぞれの国・地域から資金調達しているのかを把握する公表データがないため、世界のB I S 報告銀行の合計でみてどの国に対する負債を増やしているのかをみたい。第1-1-12図をみると、2000年代以降、ユーロ圏、英国、アメリカに対する負債が急速に増加していることに加え、オフショア市場に対する負債も顕著に増えている。また、アジアではN I E s に対する負債も増加しているほか、

<sup>12</sup> B I S (2007) 参照。

04年以降は中東に対する負債も増加し、07年には5000億ドルに達している<sup>13</sup>。一方、世界の合計でみた銀行の資産については、ユーロ圏への資産のほか、アメリカ、英国向けの資産が増加する一方、NIEs、中東への資産はその国からの負債に比べて低い水準にとどまっている。このため、銀行との取引において、ユーロ圏やアメリカでは純流入、アジア（特にNIEs）や中東では純流出となっている。

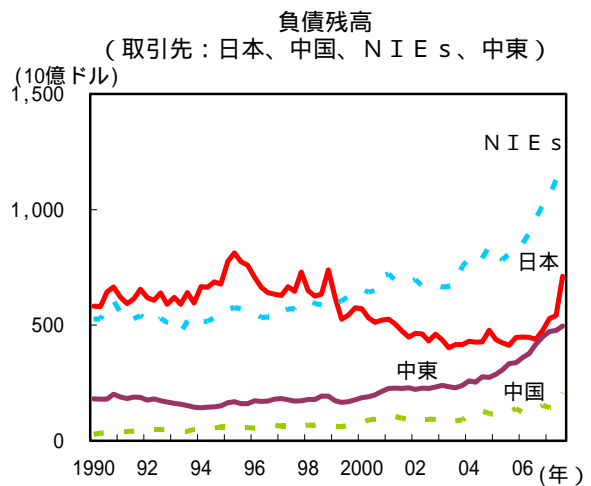
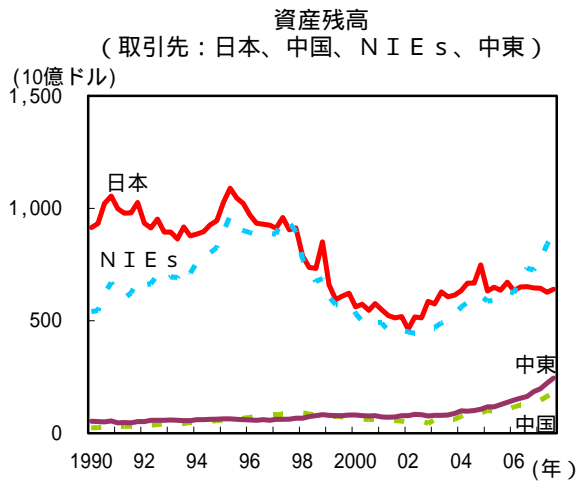
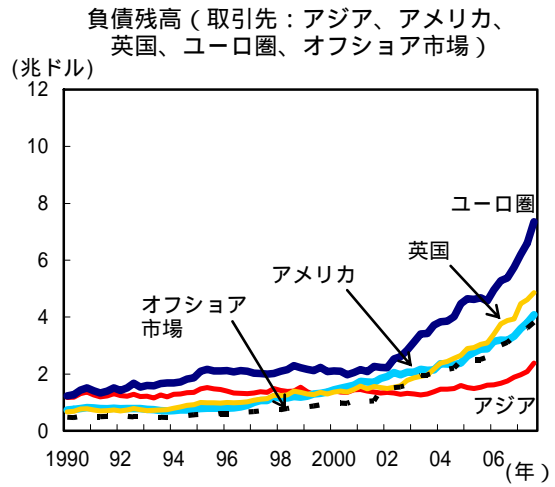
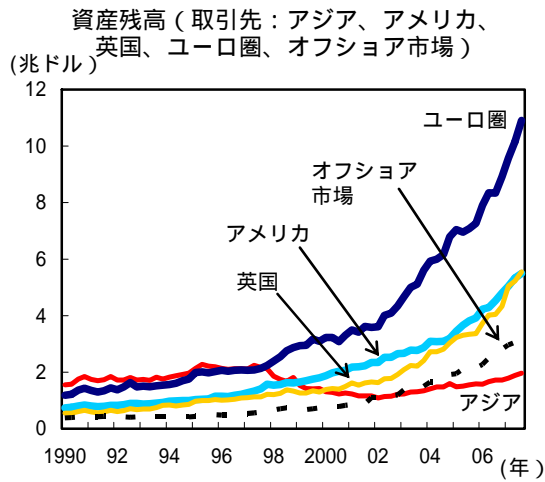
次に、国際通貨基金（以下、IMFという。）が公表している国・地域間の証券投資残高（債券・株式の合計）をみると、銀行与信と同様に、ユーロ圏・英国とアメリカ間の投資が双方向で盛んに行われているほか、日本と欧米間の投資やアジアと欧米間の投資も比較的高水準であることが分かる<sup>14</sup>（第1-1-13図）。また、欧米や日本からオフショア市場への投資も大幅に増加しており、その資金の多くが欧米やアジアに還流している。そうした中、日本とアジア間の直接の資金フローは細く、オフショア市場を介した日本向けの投資もほかと比較して低水準にとどまっている。

---

<sup>13</sup> ただし、中東からの資金フローについては、第2節でみるようにソブリン・ウェルス・ファンドを活用した資金フローの重要性が増していると考えられる。IMF(2008b)では、1970年代の原油価格の高騰の際は、産油国はオイルマネーの大部分を先進国の銀行に貯蓄し、銀行を介して、その多くがラテンアメリカ等新興国へ貸し出されたとしている。一方、産油国のBIS報告国への銀行預金の資金フロー全体に占める割合は、1973～79年の44%から2001～06年の27%に縮小したとし、現在は銀行を介したオイルマネーの貸出しは以前に比べて重要性が低下しているとしている。ただし、産油国の中でも、リビア、ナイジェリア、ロシアでは、中東の産油国に比べて銀行預金が多く活用されており、地域ごとに差異があるとしている。

<sup>14</sup> IMFが公表している主要国間の証券投資統計（Coordinated Portfolio Investment Survey（CPIIS））は、投資側と受入側とで各地域の構成国に違いがあるため、各地域間の資金流入と流出の額を単純に比較できない点に留意が必要である。

第1-1-12図 B I S 報告銀行の取引国別資産・負債残高の推移



(備考) 1. B I S より作成。

2. それぞれに含まれている国は以下のとおり。

アジア：日本、シンガポール、香港、韓国等28か国・地域。

中東：アラブ首長国連邦、サウジアラビア、クウェート、カタール等13か国・地域。

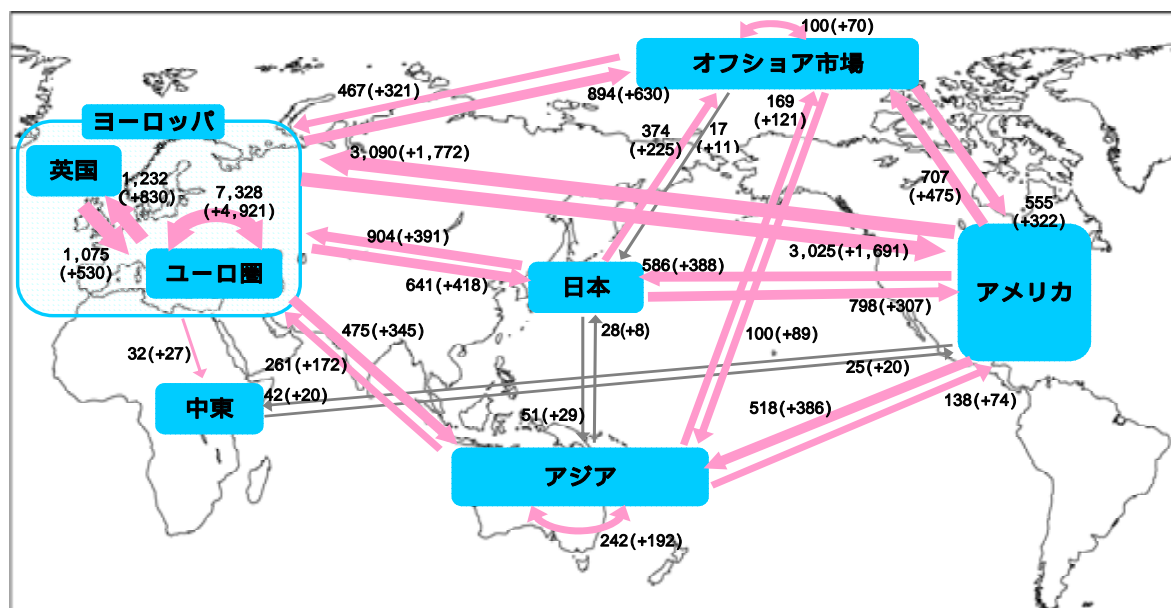
N I E s：韓国、台湾、香港及びシンガポール。

オフショア市場：ケイマン諸島、ジャージー、パハマ、ガーンジー等17か国・地域。



第1-1-13図 国・地域別証券投資残高（債券・株式）（2006年末）

（単位：10億ドル）



（備考）1. IMFより作成。  
 2. 括弧内の数値は2001年末からの増減を表す。  
 3. それぞれに含まれている国は以下のとおり。  
 アジア：投資側は香港、シンガポール、韓国、マカオ等10か国・地域。受入側は投資側に中国、台湾等を加えた27か国・地域。  
 ヨーロッパ：投資側は英国、ルクセンブルク、フランス、ドイツ等33か国。受入側は投資側にアルバニア、アンドラ等を加えた54か国・地域。  
 ユーロ圏：投資側はスロベニアを除く加盟14か国。受入側は加盟15か国。  
 中東：投資側はイスラエル及びクウェート。受入側は投資側にUAE、サウジアラビ等を加えた13か国・地域。  
 オフショア市場：投資側はケイマン諸島、バミューダ諸島、ジャージー、オランダ領アンティル等14か国・地域。受入側は投資側にサモア、米領サモアを加えた16か国・地域。

### 小括

これまで考察してきた2000年代における世界の資金フローを整理すると、以下の点  
 が主な特徴として挙げられる。

まず一つめの特徴として、グローバル・インバランスの拡大の中で、中国等のアジ  
 ア諸国や中東からアメリカへの資金の純流入が増えたことが挙げられる。特に、アメ  
 リカでは国債や社債、資産担保証券等の債券投資の流入が増える一方、新興国では外  
 貨準備の大幅な増加のほか、その他投資や債券投資等、国によって形態は異なるもの  
 の資金流出が増えていることをみた。

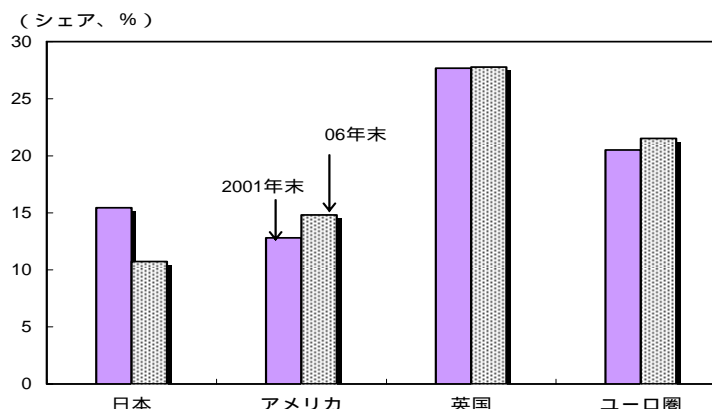
通常の経済理論に基づけば資本の豊富な先進国から資本の稀少な新興国に資金が流  
 れると考えられるが、2000年代はその逆の資金フロー（up-hill capital flow）が生まれ  
 た。その要因については様々な議論がある。主なものを挙げれば、(1)それぞれの国の  
 貯蓄・投資バランスの変化の中で、特にアジアや中東では近年の経済成長や資源価格  
 の上昇を背景に所得水準が向上する一方、国内支出が相対的に伸びなかったため大き  
 な貯蓄が発生したとする考え方（Global Saving Glut論<sup>15</sup>）、(2)金融資本市場が先進国、

<sup>15</sup> Bernanke（2005）等

新興国の双方を包含する形でより統合され、国際間の資金フローが活発になる中で、より発達した金融資本市場を有するアメリカ等に資金が流入したとする考え方<sup>16</sup>、(3) 新興国（特にアジア）によって輸出主導の経済発展が志向され、ドルに対して固定的に為替レートが管理された結果、積み上がった外貨準備の運用のためにアメリカのドル資産に資金が流れたとする考え方（Revived Bretton Woods論<sup>17</sup>）等である。これらの考え方は相互に排除するものではなく、むしろ密接に関係していると考えられるが、いずれもこうした資金フローの背景を構造的なものととらえており、循環要因のみによって新興国からの資金フローが大きく変わるとは考えていない。以下の第2節では、主要国の貯蓄・投資バランスの変化を中心に資金フローの背景について考察する。

もう一つの特徴として、アメリカ、ヨーロッパにおける国際金融取引が急速に拡大し、世界全体を包含する形で活発な信用創造がもたらされたことである。ユーロ圏、英国及びアメリカの3地域間の資金フローの拡大は顕著であるが、それらの地域と新興国との金融面での結び付きもより強固になっている。これらの国では、債券市場や株式市場の発達によって世界中の資金調達及び資産運用の場となるだけでなく、証券化商品やデリバティブ商品等新たな金融商品の普及によって、信用リスクの効率的な分散が可能となり、金融仲介機能や信用創造機能が向上したため、金融資本取引が活発化したと考えられる。他方、日本は経常黒字の下で資金供給国であり続けたが、アメリカ、ヨーロッパとの資金フローは拡大したものの、アジア諸国を含め新興国との資金フローは欧米に比べて低水準にとどまっている（第1-1-14図）。

第1-1-14図 アジア向け与信のシェアの変化



(備考) 1. B I Sより作成。  
2. ユーロ圏は、ルクセンブルク、スロベニア、キプロス及びマルタを除く加盟11か国。

<sup>16</sup> Mendoza, Quadrini, and Rios-Rull (2007) 等

<sup>17</sup> Dooley, Folkerts-Landau, and Garber (2003) 等