

# 金融グローバリゼーションと米国の対外証券投資

——途上国への証券投資を中心に——

高山 晃 郎

## はじめに

グローバル化が進展しているという事実は周知のことであるが、その研究対象とする領域及び論点は極めて多岐にわたっている<sup>(1)</sup>。

グローバル化の観点から先進国と途上国との関係の一つ取ってみても、例えば Mishkin [2009] は、途上国の経済発展において、先進国の果たす役割について、以下のように述べている。先進国が途上国の輸出業者などの財やサービスについての市場を開放するように努めれば、そのことにより、途上国は先進国のマーケットに参加することができ、途上国自身の経済活動に対するインセンティブが向上し、途上国の経済発展を急速に推し進めることができる<sup>(2)</sup>。そして、このことは、途上国の金融市場を今よりも効率的なものにし、また深い金融市場の構築を促すことができると考えられる<sup>(3)</sup>。途上国の金融市場が機能することによって、途上国の輸出業者は、彼ら（途上国の輸出業者）のビジネスを拡大するために、彼らの自国の金融市場を積極的に活用することになると考えられる<sup>(4)</sup>。

また特に金融のグローバル化に特化した側面から、先進国と途上国との関係を捉えれば、Arestis and Basu [2004] では、金融グローバリゼーションは、その進展する過程の中で、3つの問題を生じさせていると述べている。第1に、途上国は、自国通貨を国際決済に用いることができず、通貨の交換性の高いドルなどを利用して、グローバルなマーケットにアクセスするしかない状況と

---

(1) 西村 [2004] では、「グローバリゼーション」という用語の定義について、「国際化」という用語の意味と対比させる形で、グローバリゼーションの定義として、「グローバリゼーションとは、商品と生産要素（労働と資本）および情報の大規模な国際移動の結果として、とくにインターネットと多国籍企業の出現のおかげで、法律、政治制度、社会体制、思考様式などが、世界的に画一化される傾向が生じたこと、さらに一国の枠のなかに納まり切れない脱国家的組織と超国家的組織の生成と発展がめざましくなっていることを示すものである」と述べている（西村 [2004], 328 頁）。さらに具体的な組織として、「すなわち特定国政府の規制に拘束される度合いの少ない多国籍企業と EU などの超国家的な組織である」と記述している（西村 [2004], 328 頁）。また西村 [2004] は、グローバリゼーションを2つの時期に分けている。1870年から1914年までの時期を第1次グローバリゼーションと呼び、1980年代後半からの時期を第2次グローバリゼーションとして区別している。また、これらのグローバリゼーションのそれぞれの時代の国際通貨体制の違いについても、論文の中で言及している。すなわち、第1次グローバリゼーションの時代は固定相場制度であったが、第2次グローバリゼーションの時代は変動相場制度である（西村 [2004], 329-330 頁）。

(2) Mishkin [2009], p. 168.

(3) Mishkin [2009], p. 168.

(4) Mishkin [2009], p. 168.

なっている<sup>(5)</sup>。第2に、金融の統合を進めていく上での各国の状況には大きな違いが存在しているということである。金融の資本を集めることができるのは、結局のところ先進国であり、国の大きさに規定されている<sup>(6)</sup>。第3に、マクロ経済変数のボラティリティに関するものである。途上国のボラティリティのほうが相対的に先進国のそれよりも高い傾向にある<sup>(7)</sup>。

この2つの先行研究からも分かるように、金融グローバル化が進展していく中で、先進国と途上国との関係だけを取ってみても、考察すべき論点は多岐にわたっているのが現状である<sup>(8)</sup>。このような研究状況の中で、本論文の目的は、金融グローバル化を牽引していると考えられる米国の対外証券投資の特徴を明らかにし、米国の対外証券投資の拡大要因の一端を示すことにある。というのは、米国はその他の主要先進国と比較して、相対的に途上国への証券投資額が大きく、また途上国にとっては、米国からの資本流入は、途上国のマクロ的な意味での資金調達において、金額的に多くの割合を占めている。このことは、近年における金融グローバル化の進展、その中でもとりわけ先進国と途上国との金融的なつながりを模索する上で、米国の対外証券投資の動向及びその原因を検証することが先進国と途上国との関係を考える上でのひとつの重要な鍵になることを意味している。また本論文は、近年における国際資本移動の拡大要因に迫るという金融論における意義もある。

本論文の構成は以下の通りである。先ず第1章では、近年における米国の対外証券投資の動向について、特に米国から途上国への投資に注目し、米国以外の主要先進国との相対的な比較という観点も盛り込みながら、データを概観する。第2章では、米国の対外証券投資の拡大要因を探っていく。その際、米国の国内金融システムの重要性について言及したい。具体的には、リスクのある途上国への現地通貨建てでの投資を可能にさせていると考えられる米国機関投資家の資産規模の増大、その背景となっている米国機関投資家の間での資金の移動の実態に迫っていくことにしたい。さらには、米国側の要因だけでなく、資本を受け入れている途上国側の要因についても、既存の資本移動の規制緩和などに関する研究成果を盛り込む形で議論を展開する。第3章では、第1章と第2章を受ける形で、米国をはじめとする先進国の対外証券投資とりわけ途上国への投資は、途上国のマクロ的な資金調達構造にどのような影響を与えたのかを検証する。最後は、まとめと結論である。

(5) Arestis and Basu [2004], p. 134.

(6) Arestis and Basu [2004], pp. 134-136.

(7) Arestis and Basu [2004], pp. 136-137.

(8) 田中 [2010] は、1990年代以降に進展した金融のグローバル化の特徴を次の5つに整理して指摘している。第1に、「金融機関の間の自由競争が強まり、収益率が低下したため、情報化・合理化、M&Aなどを通じる商業銀行の寡占化・大規模化、競争力に優位をもつ米系投資銀行の世界規模の活動など、新しい金融業の展開が起きた」こと、第2に、「金融自由化で先行した米国の投資銀行(中略)、ヘッジファンドなどの規制の緩くない規制のない金融機関が世界規模でハイリスク・ハイリターン金融活動を展開した」こと、第3に、「米英で自由競争が銀行の破綻を増やしたため、1988年BIS規制により国際的に活動する商業銀行の自己資本が資産に対して8%以上とされた」こと、第4に、「商業銀行を中核とする先進国金融機関が新興諸国へ大規模な進出を行い、それら諸国をグローバル金融のネットワークに編入していった」こと、第5に、「1970年代のプレトンウツ体制の崩壊、変動相場制への移行により、為替相場、金利、株価の浮動性(volatility)が高まり、その変動から生じる新しいリスクへの対処が必須となった」ことであるという(田中 [2010], 5-6頁)。

## 1. 米国の対外証券投資に関するデータ整理とこれまでの先行研究

### 1.1. データ概観

#### 1.1.1. 近年における米国の対外証券投資の動向

表1は、2001年から2010年までの期間における米国の対外証券投資の実態について、国際通貨基金（International Monetary Fund, 以下IMF）のCPIS（Coordinated Portfolio Investment Survey, 以下CPIS）データをもとに作成したものである。データはストックレベルのものである。証券投資の中身は、株式と債券の両方を含んでいる。債券に関しては、短期と長期の合計金額である。表1の右側の項目については、次の通りである。項目の「前半（01-05年）」は、2001年から2005年までの米国対外証券投資の平均の金額であり、同様に「後半（06-10年）」の項目は、2006年から2010年までの期間の対外証券投資額の平均である。そして「伸び率（前半と後半）」は、「前半（01-05年）」と「後半（06-10年）」との金額の伸び率を計算したものである。表1のうち最も右にある項目「投資先割合（2010年時点）」は、2010年時点での米国の対外証券投資全体に占める各国への投資金額の割合を示している。またこの数字（米国対外証券投資全体に占める各国への投資金額の割合）の大きい順に、表1の各国別のデータを整理している。

米国から各国への証券投資（2010年時点）について見ると、米国の対外証券投資に占める各国への投資の割合が10%を越す国は、英国とカナダであり、それぞれ、14.9%、10.3%である。同様に5%以上を占める国としては、日本、ケイマン諸島、フランスがある。米国の対外証券投資のうち、28カ国及び地域で全体の投資額の90%以上を占めている。

地域別（中南米、アジア、東欧）の観点からデータを眺めてみると、先ず中南米地域については、ブラジルが投資先国として米国の対外証券投資全体の中で9番目に位置している。米国の証券投資全体に占めるブラジルの割合は、3.5%である。同様にメキシコの占める割合は1.6%、チリで0.3%、アルゼンチンは0.2%であった。アジア地域では、2010年時点での米国の証券投資全体に占める韓国への投資の割合は2.2%であった。その他の国の状況について見ると、インドは1.4%、インドネシアで0.5%、マレーシアも0.5%、タイでは0.3%、そしてフィリピンは0.2%であった。東欧地域では、ポーランドが0.3%、ハンガリーで0.1%、ポルトガルも0.1%、そしてチェコでも0.1%と、上記の中南米地域やアジア地域と比べて、米国の証券投資に占める位置付けは低いことが分かる。エストニアやスロバキアでは0.1%を下回っている。3つの地域（中南米、アジア、東欧）を比較した場合、米国から外国への証券投資の重要度という観点からみれば、中南米とアジアの重要度は3つの地域の中では相対的に高く、逆に東欧の重要度は低いと言えよう。

だが表1のデータから分かるように、米国全体の証券投資の重要度から言えば、投資先としての途上国の割合は低く、この表1を見る限りでは、米国にとって途上国への証券投資はそれほど重要なものとして扱うことはできないのではないかとこの考え方も可能である。IMFのCPISデータを米国側の観点から見る限りにおいて、米国の投資先としての途上国（中南米地域、アジア地域、東欧地域）の重要度は必ずしも高いとは言えず、むしろ低いというほうが妥当かもしれない<sup>9)</sup>。

ここまで、米国の対外証券投資、そして米国への証券投資（脚注9を参照）について、米国側の観点からIMFのCPISデータを見てきた。このデータから得られる一つの見方としては、米国にとって途上国（中南米地域、アジア地域、東欧地域）への投資（もしくは外国から米国への投資）

表1 近年における米国の対外証券投資の動向(単位:100万ドル)

No.	国名	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	前半(01-05年)	後半(06-10年)	伸び率(前半と後半)	投資率割合(2010年時点)
1	英国	512,975	494,639	663,120	737,754	814,784	1,075,579	1,142,380	647,361	958,256	1,001,455	644,654	965,006	49.7%	14.9%
2	カナダ	211,444	230,841	300,978	344,669	418,925	477,889	586,454	378,435	540,255	695,213	301,371	535,649	77.7%	10.3%
3	日本	197,839	195,439	291,850	369,806	520,084	585,567	582,342	389,072	405,121	502,796	315,004	492,980	56.5%	7.5%
4	ケイマン諸島	71,039	87,488	124,972	195,677	248,770	375,542	543,887	315,228	373,316	366,025	145,589	394,800	171.2%	5.4%
5	フランス	143,572	134,989	183,425	212,505	269,945	397,295	443,513	280,037	356,616	360,772	188,887	367,647	94.6%	5.4%
6	スイス	76,627	85,754	119,715	142,013	196,138	264,243	287,675	218,388	305,011	327,036	124,049	280,471	126.1%	4.9%
7	オーストラリア	55,183	58,616	90,502	103,412	128,202	173,153	222,570	145,542	276,431	323,303	87,183	228,200	161.7%	4.8%
8	ドイツ	134,142	130,954	186,611	197,487	213,479	288,324	421,683	250,830	289,476	295,413	173,534	309,145	79.2%	4.4%
9	ブラジル	34,130	24,865	50,229	62,999	90,285	110,294	188,807	91,453	212,809	235,129	52,502	167,698	219.4%	3.5%
10	オランダ	149,082	138,711	182,193	202,361	191,882	234,065	235,059	169,342	232,918	232,885	172,846	220,854	27.8%	3.5%
11	バミューダ	125,478	97,036	116,295	164,074	186,662	208,050	272,968	163,128	147,962	159,545	137,909	190,331	38.0%	2.4%
12	韓国	34,475	39,573	53,429	73,613	118,507	123,875	139,555	56,056	104,826	148,188	63,919	114,500	79.1%	2.2%
13	香港	32,047	23,657	37,661	37,350	46,225	87,518	121,276	64,816	92,886	134,817	35,388	100,263	183.3%	2.0%
14	アイルランド	32,431	25,815	33,470	55,264	75,368	120,513	131,854	62,809	120,020	131,936	44,470	113,426	155.1%	2.0%
15	スウェーデン	36,830	35,450	45,257	62,398	74,619	102,067	112,057	59,359	75,744	122,100	50,911	94,265	85.2%	1.8%
16	メキシコ	48,904	48,786	56,240	66,317	86,108	108,450	109,731	65,182	87,654	108,855	61,271	95,974	56.6%	1.6%
17	中国	3,004	4,963	13,738	12,723	28,443	75,314	97,240	54,902	102,303	102,226	12,574	86,397	587.1%	1.5%
18	ルクセンブルク	13,035	14,207	23,383	38,050	46,287	60,102	95,121	60,037	94,376	100,431	26,992	82,013	203.8%	1.5%
19	台湾	19,860	7,263	27,230	34,887	57,877	74,448	81,192	41,418	76,838	94,656	29,423	73,714	150.5%	1.4%
20	インド	7,198	8,975	18,699	23,525	33,226	49,231	85,149	31,917	65,495	91,486	18,324	64,656	252.8%	1.4%
21	スペイン	39,922	36,419	51,547	68,905	69,821	110,956	146,413	93,205	113,469	87,078	53,323	110,224	106.7%	1.3%
22	オランダ領アンティル諸島	16,046	16,268	24,737	30,277	47,222	58,173	89,289	38,474	57,311	83,309	26,910	65,311	142.7%	1.2%
23	南アフリカ	7,861	12,168	17,849	24,647	34,212	42,687	53,141	32,218	53,519	77,934	19,347	51,900	168.3%	1.2%
24	イタリア	48,208	47,600	66,931	77,710	79,393	105,893	119,963	61,763	78,505	65,638	63,968	86,352	35.0%	1.0%
25	シンガポール	22,818	19,885	25,001	29,195	36,361	52,731	64,710	30,481	52,104	63,908	26,652	52,787	98.1%	0.9%
26	イスラエル	21,233	20,109	28,664	34,315	44,313	41,517	54,250	46,064	58,804	63,502	29,727	52,827	77.7%	0.9%
27	ロシア	10,208	13,301	21,555	21,314	28,764	48,441	80,919	24,616	50,814	62,285	19,028	53,415	180.7%	0.9%
28	ノルウェー	14,641	12,386	21,243	30,477	36,334	50,573	67,909	33,349	52,354	56,074	23,016	52,052	126.2%	0.8%
29	国際機関	12,360	13,645	18,640	20,339	21,962	21,911	24,016	25,637	48,572	55,057	17,389	35,039	101.5%	0.8%

30	デンマーク	12,121	13,519	22,141	23,882	25,275	33,978	47,157	32,337	37,582	48,905	19,388	39,992	106.3%	0.7%
31	ジャージー	2,448	3,080	10,456	12,352	19,057	21,450	28,633	37,307	45,956	41,906	9,478	35,050	269.8%	0.6%
32	フィランド	55,139	37,570	41,126	38,896	48,778	59,934	94,173	40,959	34,797	40,621	44,302	54,097	22.1%	0.6%
33	トルコ	3,539	2,617	5,716	8,224	14,200	15,284	25,086	15,850	28,526	40,088	6,859	24,967	264.0%	0.6%
34	ベルギー	12,728	12,358	16,987	23,973	24,064	35,968	37,874	23,231	36,751	35,453	18,142	33,855	86.6%	0.5%
35	インドネシア	1,841	3,122	5,072	6,987	9,025	14,072	18,349	11,160	22,741	34,861	5,209	20,237	288.5%	0.5%
36	マレーシア	4,258	6,370	7,953	10,690	11,282	15,404	25,209	11,496	18,917	32,210	8,111	20,735	155.7%	0.5%
37	パナマ	9,956	11,733	18,648	24,303	26,151	26,069	29,435	14,814	20,530	25,609	18,158	23,291	28.3%	0.4%
38	タイ	2,698	3,263	7,339	7,113	10,537	13,046	16,842	7,619	14,222	23,034	6,190	14,953	141.6%	0.3%
39	チリ	5,948	6,097	9,697	11,598	12,099	12,539	12,774	10,299	15,308	22,531	9,088	14,690	61.6%	0.3%
40	ポランド	3,099	3,369	3,481	5,625	7,537	11,816	13,860	7,841	13,968	21,810	4,622	13,859	199.8%	0.3%
41	オーストリア	4,336	5,761	10,372	15,249	17,281	26,569	28,997	9,823	14,974	18,070	10,600	19,707	85.9%	0.3%
42	ニュージーランド	4,129	5,796	10,558	12,034	11,935	11,372	9,798	12,240	15,643	17,296	8,890	13,270	49.3%	0.3%
43	フィリピン	4,015	4,555	5,046	5,690	7,179	10,989	14,461	7,097	9,326	16,532	5,297	11,681	120.5%	0.2%
44	バングラデシュ	2,011	2,325	3,599	4,467	8,382	10,996	14,843	8,876	10,314	15,922	4,157	12,190	193.3%	0.2%
45	カンジュー	4,645	4,012	5,350	5,941	6,396	12,493	15,830	6,589	12,271	14,796	5,269	12,396	135.3%	0.2%
46	マニラ	66	415	942	4,475	5,545	7,461	13,586	5,330	7,221	11,174	2,289	8,954	291.3%	0.2%
47	アルゼンチン	4,713	3,615	4,315	4,827	6,852	11,018	9,826	4,246	7,296	10,795	4,864	8,636	77.5%	0.2%
48	コロンビア	2,760	2,683	3,487	4,455	5,019	5,828	6,795	6,848	7,952	10,451	3,681	7,575	105.8%	0.2%
49	エジプト	603	485	571	1,152	3,755	6,686	11,868	4,792	5,778	10,378	1,313	7,900	501.6%	0.2%
50	ペルー	3,655	4,490	5,321	6,863	6,114	6,096	5,416	3,602	9,647	7,954	5,289	6,543	23.7%	0.1%
51	ペルー	1,673	2,486	3,999	3,875	4,588	3,763	4,604	3,576	4,978	7,576	3,324	4,899	47.4%	0.1%
52	ギリシャ	4,563	4,111	5,335	8,290	10,354	16,013	25,484	8,821	11,474	7,085	6,691	13,775	105.9%	0.1%
53	ハンガリー	2,026	2,430	3,091	5,104	5,635	8,410	9,225	4,549	6,800	6,565	3,657	7,110	94.4%	0.1%
54	ポルトガル	4,506	4,151	5,276	6,386	6,053	6,485	8,711	3,822	6,178	5,991	5,274	6,237	18.3%	0.1%
55	リベリア	1,359	2,409	4,328	7,829	6,748	5,786	6,763	2,873	4,121	5,413	4,535	4,991	10.1%	0.1%
56	チェコ	481	685	1,293	1,876	1,742	3,071	5,351	3,753	4,744	4,873	1,215	4,358	258.6%	0.1%

(注1) データは、株式と債券（短期と長期の両方を含む）の合計値。

(注2) 「順位」に関しては、2010年時点での金額の大きい順に並べている。

(注3) IMFのCPISデータは、各年それぞれの金額データの小数点以下の数字が統一されていない。この表1では、各指標を計算する際、原データの値をそのまま用いて計算している。表1の各年の投資額のデータは小数点以下について四捨五入した値を載せている。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey* より作成。

というものは、あまり重要ではないのではないかということである。

それでは、米国以外の先進国の途上国への投資もしくは途上国から先進国への投資の実態は、どのようなものであろうか。結論を先に述べれば、英国、日本、ドイツ、フランスも米国と同様に、先進国側の立場に立てば、資本流出及び資本流入の両方において、途上国地域は、それほど重要な位置付けを占めているとは言えないであろう。具体的に、米国以外の先進国の資本移動の動向についての数字を見てみることにしよう。

英国の対外証券投資の動向について見ると、2010年時点での英国の対外証券投資全体のうち、27.1%は米国への投資である。また同様に5%以上を占めている国としては、ドイツ、オランダ、フランスがあり、それぞれ、6.3%、5.5%、5.4%である。途上国のうち、中南米地域では、例えば、ブラジルは2.1%、メキシコでは0.4%、そしてアルゼンチン、チリ、コロンビア、ペルーでは、それぞれ0.1%となっていた。アジア地域を見ると、韓国は1.7%であり、中国は1.3%、インドは0.8%、シンガポールは0.5%、マレーシアでは0.3%、そしてタイは0.2%であり、フィリピンは0.1%といった具合である。東欧地域に関しては、ポルトガルやポーランドで0.2%であり、ハンガリーでは0.1%であった。

日本の対外証券投資の動向については、日本の対外証券投資の全体の34.0%は米国であり、15.6%はケイマン諸島向けのものである。5%以上を占めている国としては、英国で6.2%、ドイツは6.0%であった。中南米地域では、ブラジルが1.1%を占め、メキシコでは0.4%となっている。アジア地域に目を向けると、香港と韓国へは、それぞれ、0.5%、そして中国で0.4%、シンガポールも0.4%となっており、またインドでは0.2%、インドネシアも0.2%を占め、マレーシア、フィリピン、タイは0.1%をそれぞれ占めていた。東欧地域に関して見ると、ポーランドが0.2%、ポルトガルでは0.1%であった。

ドイツの対外証券投資の動向については、対外証券投資全体のうち10%以上を占めている国とし

- 
- (9) 参考までに、外国から米国への証券投資の動向についてのデータも見ると、米国への資本流入全体（証券投資）に占める割合が10%を超える国は、日本と英国であり、それぞれ、13.7%、10.6%である。同様に、米国への資本流入全体（証券投資）に占める割合が1%以上を占める国及び地域は日本と英国を含めて14カ国あり、具体的には、アイルランド、ルクセンブルク、バミューダ、カナダ、オランダ、フランス、ドイツ、オーストラリア、ノルウェー、スイス、スウェーデン、香港である。CPISデータでは、米国から外国への資本流出と外国から米国への資本流入のデータの集計方法が異なっている。米国から外国への証券投資では、中国のデータを利用できる。しかし、外国から米国への証券投資では、CPISはSEFER + SSIOというカテゴリーを設ける形でデータを集計しているため、中国のデータを利用することができない。SEFERは、Survey of Geographical Distribution of Securities Held as Foreign Exchange Reservesのことであり、SSIOは、Survey of Geographical Distribution of Securities Held by International Organizationsのことである。外国から米国への証券投資について、地域別の動向を見ると、先ず中南米地域では、米国への証券投資全体に対する割合は、チリで0.5%、ブラジルでは0.2%、アルゼンチンも0.2%、メキシコは0.1%未満である。アジア地域では、同様にシンガポールは0.8%、韓国では0.4%となり、アジア地域の中では相対的に大きなシェアを持っている。一方でマレーシアは0.1%だが、その他のタイ、フィリピン、インドネシア、インドは、0.1%にも達していないのが現状である。東欧地域にいたっては、さらに少なく、ポルトガルの0.1%が最も大きく、チェコ、ハンガリー、スロベニア、スロバキア、エストニアでは、0.1%未満である。このように、IMFのCPISデータを米国側からの重要性という観点から見ると、中南米地域、アジア地域、東欧地域の重要度は低いという結論を得ることも可能であろう。

て、ルクセンブルクとフランスがあり、それぞれ、17.1%、11.6%を占めている。同様に5%以上を占めている国には、オランダ（9.2%）、米国（8.3%）、英国（8.0%）、イタリア（8.0%）、スペイン（7.3%）、アイルランド（5.8%）がある。途上国地域（中南米、アジア、東欧）についての動向を見ると、中南米地域では、ブラジルが0.2%であり、メキシコも0.2%であった。アジア地域については、韓国で0.2%となっており、中国が0.1%、香港も0.1%、シンガポール、台湾、マレーシア、インド、インドネシアは、それぞれ0.1%であった。東欧地域に目を向けると、ポルトガルは1.4%、ポーランドで0.8%、ハンガリーでは0.4%、そしてチェコ、スロバキアでそれぞれ0.2%を占め、スロベニアでは0.1%であった。

フランスの対外証券投資について見ると、対外証券投資全体の中で10%以上占める国が3つあり、ドイツ（12.3%）、イタリア（11.4%）、オランダ（10.7%）である。5%以上を占めている国としては、スペインが9.1%、英国は9.0%、そして米国は7.8%となっており、ルクセンブルクでは6.0%を占めている。中南米地域では、ブラジルが0.4%、メキシコでは0.2%となっている。アジア地域に関して見れば、韓国は0.5%、中国では0.4%、インドで0.3%、台湾、香港はそれぞれ0.2%を占め、マレーシア、シンガポール、インドネシアについては、それぞれ0.1%となっていた。東欧地域については、ポルトガルが2.1%であり、ポーランドでは0.3%、チェコ、ハンガリー、スロベニアはそれぞれ、0.1%を占めていた。

では今度は、視点を変えて、参考までに、外国から主要先進国への資本移動の動向についての数字も見ておくことにしよう（2010年時点）。外国から英国への証券投資の形態での資本流入の実態はどのようなものであろうか。英国への証券投資のうち、28.3%は米国からのものである。外国から英国への証券投資のうち、5%以上を占めている国として、アイルランド（9.7%）、フランス（7.1%）、ルクセンブルク（6.3%）、日本（5.9%）、ドイツ（5.8%）がある。途上国地域から英国への資本流入について見ると、中南米地域からは、チリからの証券投資で0.1%といった具合である。アジア地域からだど、香港が2.4%、シンガポールからが1.4%、韓国から0.2%、そしてマレーシアが0.1%となっている。東欧地域からは、ポルトガルが0.4%、スロバキアからが0.1%となっている。

外国から日本への証券投資全体のうち、米国の占める割合は37.3%となっており、また英国からは11.1%である。外国から日本への証券投資のうち5%以上を占めている国としては、フランス（6.8%）とルクセンブルク（5.1%）がある。途上国地域からの資本流入では、中南米地域から日本へは、例えば、チリから0.1%といった具合である。アジア地域からだど、シンガポールが1.9%、香港では1.8%、韓国から0.4%であった。東欧地域については、特に日本へ多くの投資（0.1%以上の国はない）を行っている国は見当たらない。

外国からドイツへの証券投資のうち、10%以上を占めている国として、フランス（11.8%）、ルクセンブルク（11.6%）、米国（10.1%）がある。外国からドイツへの証券投資のうち、英国の占める割合は7.0%であり、日本は6.9%である。中南米地域からは、チリからが0.3%となっている。アジア地域については、香港が0.5%、シンガポールが0.2%で、韓国は0.1%であった。東欧地域では、ポルトガルからが0.5%、スロベニアは0.1%となっている。

外国からフランスへの資本流入のうち、10%以上を占める国として、米国（13.2%）、ドイツ（10.8%）、ルクセンブルク（10.2%）がある。英国の占める割合は6.5%であり、日本は5.6%で

あった。中南米地域からは、バミューダから0.5%といった程度である。アジア地域からは、香港が0.6%、シンガポールで0.5%、韓国が0.1%であった。東欧地域に関して見ると、ポルトガルが0.5%、スロベニアとスロバキアで、それぞれ、0.1%であった。

### 1.1.2. 主要先進国から途上国への証券投資の中身

付図1から付図18は、主要先進国（米国、英国、日本、ドイツ、フランス）から途上国（中南米地域、アジア地域、東欧地域）への証券投資の中身について見たものである。この付図から読み取れることを先取りすれば、米国の途上国への対外証券投資の特徴として、その他の先進国と比較した場合、次の5点を指摘できる。第1に、米国の対外証券投資の規模は、他の先進国に比べて大きい。第2に、米国の証券投資の主な形態は株式である。第3に、米国の株式形態での投資が活発かどうかは、投資先の株式市場の進展の度合いに左右される。第4に、米国の投資先としては、中南米地域とアジア地域が主なものである。第5に、東欧地域への先進国からの証券投資では、米国のパフォーマンスは高くはなく、東欧地域への投資の主体はドイツである。

それでは具体的に、付図の中身について、地域別に見ていこう。付図はIMFのCPISデータから作成したものであり、米国、英国、日本、ドイツ、フランスの各国別のデータのうち、株式投資と債券投資（長期と短期の両方を含む）のそれぞれについての途上国各国への投資のデータを抽出し、グラフにしたものである。データはストックレベルである。先進国から途上国への投資について、地域別（中南米地域、アジア地域、東欧地域）の特徴と、先進国の中での相対的な途上国への投資の程度を見るという観点から、付図は作成している。なおデータは2000年から2007年の各年におけるデータの平均値で作成している。IMFのデータ自体は直近のものまで利用可能であるが、2008年のリーマンショックの影響を除去したいため、2007年までのデータを利用することにした。

まず主要先進国から途上国への証券投資のうち、中南米地域についてのデータを見てみよう（付図1から付図6参照）。中南米地域として、アルゼンチン、チリ、ブラジル、ベネズエラ、メキシコ、コロンビアを取り上げる。米国からこれら中南米地域への証券投資の特徴は、ブラジルとメキシコへの証券投資の規模が大きいこと、またこれらの国へは株式の形態で投資を行っていることである。付図1から付図6で取り上げた中南米地域は大きく2つに分類できる。1つはブラジルとメキシコのグループであり、もう1つはアルゼンチン、チリ、ベネズエラ、コロンビアのグループである。前者のグループの特徴は、経済規模が大きく、株式市場の発展も見られる。このことを反映して、米国からの株式形態での投資が活発化していると考えられる。一方で、同じ中南米地域でも後者のグループの国々では、経済規模がそれほど大きくはなく、そのことにも関係して自国の株式市場も活発であるとは言えない。付図1、2、4、6を見ると分かるように、アルゼンチン、チリ、ベネズエラ、コロンビアの国々では、債券の形態での投資のほうが株式よりも大きい。また、これらのアルゼンチン、チリ、ベネズエラ、コロンビアの株式及び債券の規模を見ても、ブラジルとメキシコのそれと比較して、大きな規模の差があることが分かる。

次に、主要先進国からアジア地域への証券投資の中身について見ていこう（付図7から付図12参照）。アジア地域として、インド、タイ、フィリピン、インドネシア、マレーシア、シンガポールを取り上げる。先進国からこれらの地域への証券投資の特徴は、まず米国からの証券投資が他の先進国と比較して大きいこと、そして米国からアジア地域への証券投資の形態としては、フィリピンな



ど多少の例外はあるが、株式形態での投資が債券形態での投資を遥かに上回っていることである。さて、これらのアジア地域への米国からの投資の中で、投資の規模の観点から捉えると、インド、シンガポールなどは、アジア地域の中で多くの証券投資を米国から受け入れている。ただインドやシンガポールへの米国からの証券投資の規模は、中南米の国と比較すると、ブラジルの半分程度であり、メキシコの3割減といったところである。次に、タイ、フィリピン、インドネシア、マレーシアは、アジア地域の中では、インドやシンガポールと比較すると、米国からの証券投資は相対的に少ない。しかしながら、米国から中南米地域の先ほどのデータと比較すると、中南米地域で米国からの株式投資が債券投資よりも大きい国はブラジルとメキシコであったが、アジア地域では、ほとんどの国で、米国からの証券投資の形態は株式であることが分かる。このことは、アジア地域は経済成長が著しく、自国の株式市場が進展していることを意味していると考えられる。

最後に主要先進国から東欧地域（チェコ、ハンガリー、ポーランド、エストニア、スロバキア、スロベニア）への証券投資の中身について見てみよう（付図13から付図18参照）。先ず目に付くことは、これまでの中南米地域やアジア地域での状況と比較して、米国のこれらの地域に対しての証券投資の少なさである。ただその中でも、データ上の制約はあるにしても、米国の対外証券投資の主要な形態はやはり株式であることが確認できる。東欧地域では、ドイツのパフォーマンスが高く、ドイツのこれらの地域への証券投資は、米国のそれよりも多い、またドイツの東欧地域への投資の形態は、債券が主体であることが確認できる。

### 1.1.3. 途上国地域への資本流入の状況

米国を含めた主要先進国から途上国地域への証券投資は、主要先進国の国際的な証券投資額全体から見れば、割合的には少ないことが分かった。しかしながら、途上国側から見ると、先進国から途上国地域への資本流入というものは重要なものである。今度は視点を変えて、近年における途上国への資本流入の動向について、中南米地域、アジア地域、東欧地域のそれぞれについてのデータを確認する。

表2は、外国から途上国地域への資本流入の状況について、2001年から2010年までのデータを、伸び率や資本流入全体に占める割合などの観点から整理したものである。表2の中の項目にある「順位」は、2010年時点での途上国各国への資本流入額のうち、金額の多い上位5カ国について記したものである。データはストックレベルである。

先ず中南米地域に関して、外国から中南米地域への証券投資を見ると、例えばアルゼンチンでは、アルゼンチンへの資本流入の第1位は米国であり、2010年時点でのアルゼンチンへの全ての証券投資での資本流入額のうち、37.1%を占めている。米国側から見た米国の対外証券投資全体に占めるアルゼンチンへの投資の割合（0.2%）と比較すれば容易に分かるように、アルゼンチン側から見た米国からの資本流入と、米国側から見るアルゼンチンへの投資とでは、それぞれの国にとっての重要度に大きな違いがある。中南米の他の国はどうであろうか。チリでは、米国からの資本流入が第1位で、その点では先ほどのアルゼンチンと同じであるが、チリの資本流入全体に占める割合はアルゼンチンよりもさらに大きく63.7%となっている。同様にブラジルについて見ると、米国は第1位であり、42.5%を占めていたことが分かる。

アジア地域では、インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシアの各国において、米国からの資

表2 外国から途上国地域（中南米、アジア、東欧）への投資の状況（単位：100万ドル）

地域	国名	順位	相手国	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	前半 (01-06年)	後半 (07-10年)	伸び率 (前年比後半)	投資先割合 (②/10年累計)		
中南米	アルゼンチン	1	米国	4,713	3,615	4,315	4,827	6,852	11,018	9,826	4,246	7,296	10,795	4,864	8,636	77.5%	37.1%		
		2	ルクセンブルク	1,081	342	1,099	1,355	2,377	3,344	4,200	1,320	1,814	1,320	4,463	1,291	3,100	140.1%	15.3%	
		3	イタリア	9,457	4,363	4,331	11,420	4,601	4,875	4,937	1,814	4,937	1,814	2,794	3,940	6,834	3,672	-46.3%	13.5%
		4	英国	1,385		1,321	2,472	6,716	6,733	5,233	1,334	5,233	1,334	-330	2,955	2,379	3,185	33.9%	10.2%
		5	ドイツ	1,116	1,378	1,298	1,174	7	1,372	1,287	419	766	993	967	967	967	967	-2.7%	3.4%
中南米	チリ	1	米国	5,948	6,097	9,697	11,598	12,099	12,539	12,774	10,299	15,308	22,531	9,088	14,690	14,690	61.6%	63.7%	
		2	ルクセンブルク	333	226	508	720	837	1,132	1,527	985	1,626	3,351	525	1,724	228.6%	9.5%		
		3	英国	567	761	960	772	1,234	1,667	1,796	1,269	1,120	2,013	859	1,573	83.2%	5.7%		
		4	アイerland		75	101	99	132	309	445	274	624	879	81	506	521.4%	2.5%		
		5	フランス	53	62	127	100	82	176	319	254	526	771	85	409	382.9%	2.2%		
ブラジル	ブラジル	1	米国	34,130	24,865	50,229	62,999	90,285	110,294	188,807	91,453	212,809	235,129	52,502	167,698	167,698	219.4%	42.5%	
		2	ルクセンブルク	4,161	2,759	12,772	12,764	13,788	23,689	45,340	22,757	54,381	69,146	9,249	43,063	365.6%	12.5%		
		3	英国	6,891	6,782	7,819	7,604	11,745	27,958	13,959	8,815	25,701	38,298	3,346	17,063	305.6%	12.2%		
		4	日本	4,304	4,086	2,713	2,656	2,970	4,079	8,422	8,815	25,701	38,298	3,346	17,063	410.0%	6.9%		
		5	ケイマン諸島	5,844	2,699	5,865	6,718	10,926	9,465	13,803	10,728	16,425	26,201	6,411	15,324	139.0%	4.7%		
インド	インド	1	モリシャス	415	7,309	14,530	22,974	39,136	61,779	110,686	101,206	140,733	127,879	16,873	108,457	542.8%	34.0%		
		2	米国	7,198	8,975	18,699	23,525	33,226	49,231	85,149	31,917	65,495	91,486	18,324	64,656	252.8%	24.3%		
		3	ルクセンブルク	1,473	1,364	3,878	6,570	12,331	21,166	38,341	10,083	29,087	39,390	5,163	27,613	434.8%	10.5%		
		4	シンガポール	484	675	1,637	2,860	2,079	5,690	19,034	16,169	16,169	22,523	29,250	1,547	18,533	1,098.0%	7.8%	
		5	英国	2,646		4,024	6,064	10,125	14,968	11,143	16,835	25,417	4,572	22,066	382.7%	6.8%			
アジア	インドネシア	1	米国	1,841	3,122	5,072	6,987	9,025	14,072	18,349	11,160	22,741	34,861	5,209	20,237	288.5%	34.2%		
		2	ルクセンブルク	308	457	1,620	2,241	2,831	4,959	7,460	4,359	9,249	18,288	1,492	8,863	494.2%	17.9%		
		3	シンガポール	867	2,253	2,115	4,160	7,034	7,959	11,729	4,335	10,308	15,514	3,286	9,969	203.4%	15.2%		
		4	英国	705		1,740	2,156	3,066	6,840	2,393	4,353	6,113	1,533	4,839	215.6%	6.0%			
		5	日本	158	171	141	191	573	925	1,433	1,102	2,455	5,991	247	2,381	864.6%	5.9%		

タイ	1	米国	2,698	3,263	7,339	7,113	10,537	13,046	16,842	7,619	14,222	23,034	6,190	14,953	141.6%	33.5%
	2	ルクセンブルク	621	862	2,764	2,931	4,477	5,541	8,193	3,429	6,261	12,707	2,331	7,226	210.0%	18.5%
	3	英国	1,906	1,899	3,650	4,366	5,274	5,734	6,594	3,181	4,346	6,368	3,419	5,244	53.4%	9.3%
	4	シンガポール	2,361	2,148	3,675	3,526	4,461	4,411	4,705	3,027	4,053	6,124	3,234	4,464	38.0%	8.9%
	5	アイランド	168	188	468	583	873	1,050	947	813	1,282	3,001	456	1,418	210.9%	4.4%
アジア	1	米国	4,015	4,555	5,046	5,690	7,179	10,989	14,461	7,097	9,326	16,532	5,297	11,681	120.5%	35.5%
	2	ルクセンブルク	610	714	1,441	1,586	2,750	3,587	5,991	1,634	2,547	4,487	1,420	3,649	156.9%	9.6%
	3	シンガポール	1,181	1,020	989	921	781	1,311	1,997	1,649	2,040	3,743	979	2,148	119.5%	8.0%
	4	日本	1,560	1,680	1,314	1,394	1,382	1,602	1,952	1,554	1,640	3,208	1,466	1,991	35.8%	6.9%
	5	オーストラリア	8	67	68			282	648			3,157	28	817	2,768.5%	6.8%
マレーシア	1	米国	4,258	6,370	7,953	10,690	11,282	15,404	25,209	11,936	18,917	32,210	8,111	20,735	155.7%	30.5%
	2	シンガポール	6,886	6,828	10,620	17,030	14,654	12,961	26,283	12,048	12,591	16,877	11,204	16,152	44.2%	16.0%
	3	ルクセンブルク	987	1,366	2,120	3,778	3,695	5,630	9,607	4,701	6,285	16,133	2,389	8,471	254.5%	15.3%
	4	英国	2,389		4,499	6,700	7,570	10,054	10,581	5,208	6,347	8,877	4,231	8,213	94.1%	8.4%
	5	中国	2,421	2,846	3,622	4,204	4,186	4,519	5,875	5,079	5,143	6,503	3,456	5,424	57.0%	6.1%
エストニア	1	スウェーデン	55	144	190	420	229	1,095	1,849	1,266	378	274	208	972	368.0%	18.8%
	2	フィンランド		158	104	285	402	584	534	169	161	236	190	337	77.5%	16.1%
	3	ルクセンブルク	84	191	421	740	501	601	502	313	137	203	387	351	-9.3%	13.9%
	4	米国	44	89	174	343	97	98	174	90	98	130	150	118	-21.1%	8.9%
	5	アイランド	17	29	42	155	105	115	65	203	163	120	70	133	90.9%	8.2%
スロバキア	1	ドイツ	781	1,056	1,115	1,930	1,348	1,912	2,497	2,275	3,345	4,074	1,246	2,821	126.4%	29.8%
	2	オーストリア	289	357	681	909	744	1,226	1,353	1,844	2,394	2,787	596	1,921	222.4%	20.4%
	3	チェコ	87	541	565	633	582	562	735	1,268	809	1,048	482	884	83.6%	7.7%
	4	ベルギー	13	15	40	151	152	132	204	319	652	1,038	74	469	531.8%	7.6%
	5	フランス	26	43	75	97	88	119	462	266	532	986	66	473	621.1%	7.2%
チェコ	1	ドイツ	377	380	736	2,079	2,369	2,421	3,358	4,213	4,957	5,716	1,188	4,133	247.9%	16.6%
	2	米国	481	685	1,293	1,876	1,742	3,071	5,351	3,753	4,744	4,873	1,215	4,358	258.6%	14.1%
	3	ルクセンブルク	456	653	1,168	3,099	3,874	3,638	4,091	2,829	3,711	4,380	1,850	3,730	101.6%	12.7%
	4	オーストリア	161	323	522	1,162	1,266	1,775	2,154	2,097	3,476	3,812	687	2,663	287.8%	11.0%
	5	フランス	87	82	142	373	447	841	1,247	1,132	2,037	2,976	226	1,647	627.6%	8.6%

東欧	ハンガリー	1	ドイツ	4,649	6,116	7,282	9,269	9,186	11,176	13,617	12,357	11,447	9,117	7,297	11,543	58.2%	19.6%	
		2	ルクセンブルク	1,846	3,330	6,650	10,454	11,546	11,982	11,735	6,361	6,766	9,354	8,461	6,766	9,354	38.3%	18.2%
		3	米国	2,026	2,430	3,091	5,104	5,635	8,410	9,225	4,549	6,800	6,565	3,657	7,110	94.4%	14.1%	
		4	オーストリア	1,304	1,867	2,756	3,826	5,060	7,070	7,072	6,499	6,287	5,036	2,963	6,393	115.8%	10.8%	
		5	英国	2,663	3,053	2,638	5,111	777	5,109	4,174	2,091	1,601	3,092	2,848	3,213	12.8%	6.6%	
ポーランド		1	米国	3,099	3,369	3,481	5,625	7,537	11,816	13,860	7,841	13,968	21,810	4,622	13,859	199.8%	18.8%	
		2	ドイツ	1,706	3,260	5,613	7,556	8,801	11,812	15,610	12,446	13,788	19,217	5,387	14,575	170.5%	16.6%	
		3	ルクセンブルク	2,075	3,270	5,491	9,852	12,938	13,277	14,492	7,621	10,832	16,307	6,725	12,506	85.9%	14.1%	
		4	フランス	254	527	1,483	2,621	4,024	2,998	3,469	3,180	6,697	7,433	1,782	4,755	166.9%	6.4%	
		5	日本	18	108	619	2,092	3,309	4,086	5,471	4,893	6,691	7,310	1,229	5,690	362.9%	6.3%	

(注1) データは、株式と債券（短期と長期の両方を含む）の合計値。

(注2) 「順位」に関しては、2010年時点での金額の大きい順に並べている。

(注3) 表の中の空欄の箇所は、データが掲載されていないことを意味している。

(注4) IMFのCPISデータは、各年それぞれの数値データの小数点以下の数字が統一されていない。この表2では、各指標を計算する際、原データの値をそのまま用いて計算している。表2の各年の投資額のデータは小数点以下について四捨五入した値を載せている。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey* より作成。

本流入の占める順位は1位であり、それぞれ、34.2%、33.5%、35.5%、30.5%であった。

東欧地域では、先ほどの中南米地域やアジア地域に比べると、総じて、米国からの資本流入は、大きな割合を占めているわけではない。しかし、チェコ、ハンガリー、ポーランドでは、米国からの資本流入を見ると、チェコは第2位（14.1%）、ハンガリーでは第3位（14.1%）、そしてポーランドでは第1位（18.8%）となっている。その他の東欧地域では、エストニアは、米国からの資本流入は第4位で8.9%であり、スロバキアでは、米国からの資本流入は上位5カ国には入っていない。

## 1.2. 先行研究の整理

ここでは、本論文に関連する近年における米国の対外証券投資の先行研究について整理することにしよう。米国のマクロ的な対外資産の近年における状況は、証券投資の形態及びその通貨建ての観点から見て、どのようになっているのであろうか。Tille [2005] では、米国の対外資産及び対外負債のそれぞれに関して、公的資産（負債）、直接投資、株式、債券、銀行、その他に分けて、2004年末のデータを掲載している<sup>(10)</sup>。そのデータによると、先ず米国の対外資産について、米国保有の対外資産のうち、65.1%が外貨建てである。保有形態別に見ると、株式保有では99.1%が外貨建てであり、債券保有では33.9%が外貨建てである。対外資産保有の金額に目を向けると、株式は2兆5,201億ドルと直接投資に次いで大きい金額となっている。このように米国の対外資産の多くは外貨建てである。このことは、為替レートが大きく変動することによって、その資産の価値が変化することを意味している。すなわちドルが減価すれば、米国はその保有する対外資産からキャピタルゲインを得ることができる。また同様に、ドルが増価すれば、米国は保有する資産の価値が減少し、キャピタルロスを経験することになる<sup>(11)</sup>。岩本 [2009] では、米国の対外資産と対外負債の構造につい

(10) Tille [2005] の Table A. 1 (原文には、この部分にページ番号は振られていない)。なお公的資産（負債）という表記は、岩本 [2009] を参照している。近年における国際資本移動というものは、現在のそれと理論的にどの点において異なっているのであろうか。1984年に発行された *Journal of Political Economy* の Grossman and Razin [1984] の論文において、Grossman and Razin [1984] は、マクドゥーガルモデルを改良したものをを用いて、国際資本移動が生じる決定要因について考察している。Grossman and Razin [1984] では、国際資本移動というものは、いくつかの要因が複雑に絡み合っているということを認識しながらも、一つのケースとして、資本というものは、相対的に労働力の豊富な国、国家の規模が小さい国、カントリー・リスクの低い国へ流れるものであると主張している (Grossman and Razin [1984], p. 305)。岩田 [2007] では、現在の国際資本移動は、上述のモデル（マクドゥーガルモデル、ただし岩田 [2007] では、マクドゥーガル＝ケンプ・モデルとなっている）では説明できないとしている。具体的には、「このモデルは、相手国における実物投資による利益もしくは株式の長期保有による配当収益（インカムゲイン）を目指した投資を説明したものである。そのため1980年代後半以降の新興市場諸国やICT革命後のアメリカへの直接投資の拡大は説明できても、金融グローバル化を特徴づける証券投資、それも先進諸国間の双方向の資本移動をうまく説明できない」と記述している（岩田 [2007], 250頁）。このように、近年の国際資本移動が、マクドゥーガルモデルでは説明できない理由として、岩田 [2007] では現在の国際資本移動の実態を示す形で、「グローバル化のもとでの主要先進諸国間の資本移動は、アンカバーで内外金利差に対応して移動するタイプが中心となっているという見方が一般的である。アンカバーである以上、金利やリスクの変化のみならず将来の為替相場予想の突然の変化が、巨額の資本移動を引き起こしかねない」と述べている（岩田 [2007], 250頁）。

て、上記の Tille [2005] の論文に掲載されているデータを参照しながら、「対外資産の65%を外貨建てで保有しているのに対し、対外債務のほぼ100%はドル建ての債務である。これは、対外資産の過半が equity の形態であるのに対して、対外債務のほとんどが財務省証券をはじめとする debt の形態であることに対応している。ドル建ての債務は、為替レートが変動してもドル表示の価値額には影響しないが、外貨建ての資産は、ドル減価によってドル表示の価値額が増加する」と述べている<sup>(12)</sup>。

米国の対外証券投資のうち、株式形態での投資について、確かにその投資の規模は大きく、株式であれば、通貨建ては通常、外貨建てとなる。しかし、米国機関投資家の株式保有全体額から見れば、外国への現地通貨建てである株式への投資はそれほど多くのシェアを占めているわけではない。また近年の先行研究の中には、米国の企業に投資することで、実質的には、株式の分散投資を行っていることと同じ効果があると結論付けているものがあり、例えば、Cai and Warnock [2004] や Swiston [2005] がある。Cai and Warnock [2004] によれば、2003 年末における米国投資家と外国投資家のそれぞれの株式保有状況について、外国投資家保有の株式のうち、米国株式の占める割合は、9%であり、同様に米国投資家保有の株式のうち、外国株式の占める割合は、15%であるという<sup>(13)</sup>。Cai and Warnock [2004] では、国内の機関（論文の内容からして米国の機関投資家などであると考えられる）は、投資先の企業として、大企業であること、国際的に多様化した企業（論文の中身からいわゆる多国籍企業のことであると考えられる）であること、とった要件を満たしている企業の株式を取得しているとしている<sup>(14)</sup>。Cai and Warnock [2004] では、上記の意味することとして、米国の機関投資家は、米系多国籍企業の株式を保有することで、国際的に多様な投資を行っていることと同じ効果を有しているといった内容のことを述べている<sup>(15)</sup>。Swiston [2005] では、米国の投資家は、他の国の投資家と比較して、外国への分散投資の程度が低いとしている。その理由として、Swiston [2005] は、米国の投資家は、米国内への投資によって、すでに十分な分散投資の効果を享受することができている、ということ述べている<sup>(16)</sup>。また別の箇所では Swiston [2005] は、

(11) 参考までに、米国の対外負債について見ると、対外資産と同様に Tille [2005] のデータによれば、対外負債は、対外資産とは異なり、その通貨建ては圧倒的にドル建てである。米国の対外負債のうち、94.8%はドル建てである。負債を形態別に見ると、株式（1兆9,285億ドル）よりも債券（2兆593億ドル）の金額のほうが大きい。つまり、米国の対外負債の構造は、対外資産の構造とは異なっている。さらに Lane and Milesi-Ferretti [2005] では、米国は外国の投資家に高いリターンを提供しているために、外国の資本を引きつけていると述べている (Lane and Milesi-Ferretti [2005], p. 20)。

(12) 岩本 [2009], 25頁。

(13) Cai and Warnock [2004], p. 1.

(14) Cai and Warnock [2004], p. 21.

(15) Cai and Warnock [2004], p. 21. また Cai and Warnock [2004] では、外国の投資家による米国の株式保有（論文の全体的な内容から判断して、外国人投資家による米国株式の保有に関してのものであると考えられる）について、外国人投資家は、米国の株式のうち、その投資先の企業が大企業であること、売買における株式の流動性が高いこと、国際的な活動を指向している企業であること、とった事柄を重視しているという (Cai and Warnock [2004], p. 21)。なお、この Cai and Warnock [2004] の論文のこの箇所において、米国の株式を対象とした記述であるとした理由としては、Cai and Warnock [2004] の4頁を根拠とした。

(16) Swiston [2005], p. 9.

米国では非常に多様な経済活動がなされているために、米国の投資家は外国に投資するという方法で彼らの証券投資を多様化させる必要がないと主張している<sup>(17)</sup>。

米国の投資家が対外証券投資を行う上で、情報の果たす役割が重要であるとした論文に、Bertaut and Kole [2004] や Curcuru, Thomas, Warnock and Wongswan [2011] がある。Bertaut and Kole [2004] では、国際的な証券投資を実施する上で、何が重要な要因となっているのか、ということについて考察している。Bertaut and Kole [2004] では、投資家が彼らのポートフォリオのうち、どの程度を国際的な証券投資に充てるのか、またどの国に投資を行うのかについて、いくつかの要因があることを認識した上で、投資先の外国の企業の情報がどの程度、利用可能なのかということに影響されると述べている<sup>(18)</sup>。要するに、外国の企業の情報を入手することができるかどうか、国際的な証券投資の要であることを主張している。この考えに立つと、結局のところ、大規模な外国企業に投資することになる可能性が高いことになる<sup>(19)</sup>。Curcuru, Thomas, Warnock and Wongswan [2011] では、米国投資家の国際投資の特色として、米国の投資家は投資先である外国企業の情報量が少ない時は、投資を基本的には行わず、逆に、有利な情報を得た場合には、積極的に投資を行う傾向があることを指摘している<sup>(20)</sup>。

米国の途上国への投資を行う条件を記したものとして、Edison and Warnock [2003] や Ammer, Holland, Smith and Warnock [2012] の結論は、非常に興味深い。Edison and Warnock [2003] は、米国投資家の途上国への株式投資について考察している。その結果、途上国の中でも、その地域によって、米国の投資家が選好する株式は異なっているという。具体的には、ラテンアメリカ諸国（アルゼンチン、ブラジル、チリ、メキシコ）への株式投資では、米国投資家は、取引が活発である株式を購入しているという<sup>(21)</sup>。一方で、アジア諸国（インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイ）への株式投資では、米国投資家は、大企業の株式を保有する傾向にあるという<sup>(22)</sup>。さらに Edison and Warnock [2003] は、途上国の企業の中で重複上場（途上国市場と米国市場の両方）している企業の株式が、米国投資家の国際的なポートフォリオの中に組み込まれているということをも指摘している<sup>(23)</sup>。Ammer, Holland, Smith and Warnock [2012] でも、米国の外国への株式投資に関して、最も重要な要因は資金調達する企業の株式が重複上場（自国〔現地〕と米国の両方）されていることであると言う<sup>(24)</sup>。また米国の証券投資の特徴として、投資先の企業の透明性が高いこと、投資先の企業が大規模であること、発行する証券の流動性が高いこと、を指摘している<sup>(25)</sup>。

このように、近年における米国の対外証券投資に関する先行研究を見てみると、次のようにその

(17) Swiston [2005], p. 20.

(18) Bertaut and Kole [2004], p. 2.

(19) 実際に上記のような傾向が確認できるかどうかは、各国別の機関投資家のポートフォリオのデータなどを分析する必要がある。今後の課題として取り組んでいきたい。

(20) Curcuru, Thomas, Warnock and Wongswan [2011], p. 17.

(21) Edison and Warnock [2003], p. 17.

(22) Edison and Warnock [2003], p. 17.

(23) Edison and Warnock [2003], p. 17.

(24) Ammer, Holland, Smith and Warnock [2012], pp. 38-39.

(25) Ammer, Holland, Smith and Warnock [2012], p. 38.

内容を要約できる。金融グローバリゼーション下での米国の対外証券投資の特徴は、米国の外国への現地通貨建てでの株式投資の投資額は大きいこと、米国投資家の株式保有全体の額からすれば外国への投資の割合はそれほど大きくはないこと、米国機関投資家の株式保有に関して、米国機関投資家は米国株式を保有することにより、実質的に外国の株式を保有していることと同じ効果を得ることが出来ること、米国の途上国への投資には地域別に違いが見られること、また従来から言われているように、外国への投資の決定要因として情報の果たす役割が大きいこと、などである。

## 2. 米国の対外証券投資の拡大要因

米国が対外証券投資を拡大させてきたことは、すでに第1章で見た。ここでは、米国の対外証券投資の拡大要因について考察する。その際、本論文では、米国の対外証券投資の拡大要因を考察する上で、米国の国内金融システムの果たす役割に注目したい。というのは、米国では歴史的に、金融システムにとって証券市場の果たしてきた役割は大きく、近年における米国の対外証券投資、特に途上国への証券投資は、その他の先進国と比べて、相対的に多くの投資を米国は途上国に行っている<sup>(26)</sup>。これらの対外証券投資を牽引しているのは米国の機関投資家である。

例えば表3と表4は、米国の機関投資家である Fidelity の国際資産運用について見たものである。この表から分かるように、投資対象国も多様であると同時に、その金融商品の通貨建ても実に多様化している。

それではまず、米国の機関投資家の間での資金移動について見ていくことにしたい。表5は、ミューチュアルファンドの資産運用の経年変化を示したものである。データは Federal Reserve Board の *Flow of Funds Accounts of the United States* を利用し、1985年から2011年までの期間について見たものである。先ず目に付くのは、ミューチュアルファンドの資産規模の大きさである。第1章で見たように米国から途上国への株式投資は多い。このことを可能にする要因の一つとして、運用する側（米国機関投資家）の資産規模が大きいということを指摘することができる。Stockman and Svensson [1987] では、やや明確ではない記述ながらも、国際資本移動というものは、富を多く持っているものの資源の再配分によって引き起こされるといふ側面よりも、むしろ富の分布の状況、すなわち富がどの地域にあるのか、またその水準はどの程度なのか、といったことのほうが重要であり、富の分布の状況といったものが国際資本移動を引き起こす際の要因となるといった内容のことを述べている<sup>(27)</sup>。

さらにこの表5から、ミューチュアルファンドは株式での運用が多いことが分かる。例えば2011年時点では、ミューチュアルファンドの資産運用の全体額は約8兆ドルであったが、そのうち株式での運用額は約4兆4,000億ドルであり、全体の約55%を占めていた。このミューチュアルファン

<sup>(26)</sup> 福田・松林 [2013] では、他の研究者の論文を紹介する形で、米国の国内信用と米国の国際資本移動との関連について、「国内外の様々な要因（米国の金融政策、新たな金融商品の開発、中国の過剰貯蓄、国際的な商品価格の高騰など）が、米国における国際信用の拡大や住宅ブームを通じて、世界的な対外不均衡と金融危機を同時に発生させる役割（products of common causes）を担っていた」と記述している（福田・松林 [2013], 207頁）。

<sup>(27)</sup> Stockman and Svensson [1987], p. 194.



表3 Fidelityの国際資産運用（Fidelity Pacific Basin Fundのケース：2012年3月31日時点）

Fidelity Pacific Basin Fundの中身			
投資先	割合	通貨建て	割合
日本	37.3	日本円	37.3
中国	14.6	香港ドル	19.3
香港	9.4	米ドル	8.6
韓国	8.6	韓国ウォン	8.1
オーストラリア	7.2	オーストラリアドル	4.9
米国	5.0	シンガポールドル	4.1
シンガポール	4.6	インドネシアルピア	2.8
インドネシア	4.1	インドルピー	2.8
インドネシア	2.8	台湾ドル	1.5
台湾	2.4	マレーシアリングギット	1.0
マレーシア	1.5	タイバーツ	0.9
タイ	1.0	英国ポンド	0.2
その他	1.5	その他	8.6

（出所）Fidelityホームページより作成。

どの株式運用のうち、どの程度が外国の株式へと向かっているのだろうか。そのことを次に見てみよう。

それでは、ミューチュアルファンドの株式運用の中身について、ICI（Investment Company Institute）のデータを利用して考察してみよう。表6は、ミューチュアルファンドの株式運用を、トータルリターンファンド、ワールドエクイティファンド、キャピタルアプリシエーションファンドの3つ分けて、株式運用の経年変化を見たものである。この表6から、ミューチュアルファンドの株式運用の実態として、トータルリターンファンドとキャピタルアプリシエーションファンドが大きな割合を占めていることが分かる。だが表6から分かるように、近年においてワールドエクイティファンドもミューチュアルファンドの株式運用において、大きな割合を占めるようになった。このワールドエクイティファンドが米国の外国への株式投資ということになる。

このようなミューチュアルファンドによる上記の株式運用が展開される中で、株式投資を行う上での投資の環境、特に本論文とのかかわり而言えば、外国への株式投資を行う際の経済変数の動向が重要となるであろう。様々な経済変数がある中で、米国の対外証券投資を考える上では、特に為替レートと米国の対外資産との関係が重要なものになる。Lane and Milesi-Ferretti [2005]によれば、米国においては、対外資産と対外負債のキャピタルゲインもしくはキャピタルロスに株式価格の変動と通貨の変動によって引き起こされているという。米国の居住者によって保有されている外貨建て資産の大部分は株式の形態（直接投資と証券投資の両方を含む）なので、キャピタルゲインもしくはキャピタルロスに主としてドルで測定された外国と国内の株式のパフォーマンスの違いによって決定されると述べている<sup>(28)</sup>。Lane and Milesi-Ferretti [2005]では、1980年から2004年の期間において、キャピタルゲインと実質為替レートの相関はとて高いとしている。そしてLane

表4 Fidelityの国際資産運用 (Fidelity Emerging Markets Discovery Fundのケース：2012年3月31日時点)

Fidelity Emerging Markets Discovery Fundの中身			
投資先	割合	通貨建て	割合
台湾	13.8	香港ドル	16.4
韓国	12.1	台湾ドル	13.8
香港	9.6	韓国ウォン	12.1
中国	9.6	米ドル	10.7
南アフリカ	8.6	南アフリカランド	8.6
チリ	6.3	ブラジルリアル	5.9
ブラジル	5.9	チリペソ	4.4
米国	5.0	シンガポールドル	3.6
シンガポール	3.6	ポーランドゾルティー	2.9
ポーランド	2.9	マレーシアリンギット	2.8
マレーシア	2.8	インドネシアルピア	2.7
インドネシア	2.7	メキシコペソ	2.4
メキシコ	2.4	トルコリラ	2.2
トルコ	2.2	フィリピンペソ	2.1
フィリピン	2.1	英国ポンド	2.1
インドネシア	1.9	エジプトポンド	1.3
エジプト	1.3	オーストラリアドル	1.2
英国	1.3	スウェーデンクローネ	1.2
パプアニューギニア	1.2	コロンビアペソ	0.9
スウェーデン	1.2	ケニアシリング	0.8
その他	3.5	スリランカルピー	0.7
		タイバーツ	0.6
		ニジェールナリア	0.5
		その他	0.0

(出所) Fidelityホームページより作成。

and Milesi-Ferretti [2005] では、これらの期間において、総じて米国は対外資産の保有からキャピタルゲインを得ていると主張している<sup>(29)</sup>。また Lane and Milesi-Ferretti [2005] では、これらの期間について5つの時期区分を設けて次のように考察している<sup>(30)</sup>。①1983年から1989年の期間において、実質為替レートと米国のキャピタルゲインとの間には、強い相関があった。特に米国は、1984年末から1988年末の間において、かなりのキャピタルゲイン (GDPの約7%) を獲得した。これらの結果をもたらした要因として次の2つが考えられる。第1に、実質実効為替レートの鋭い

<sup>(28)</sup> Lane and Milesi-Ferretti [2005], p. 10.

<sup>(29)</sup> Lane and Milesi-Ferretti [2005], p. 11.

<sup>(30)</sup> Lane and Milesi-Ferretti [2005], pp. 10-11.

表5 ミューチュアルファンドの資産構造の経年変化（単位：10億ドル）

	資産の中身							参考			
	証券レボ	オープン 市場証券	国債	政府機関債	地方債	事業債 および外債	株式①	ミューチュアル ファンド 総資産②	商業銀行 総資産③	①/②	②/③
1985	1.3	7.9	38.8	26.1	34.9	22.2	113.7	245.9	2,730.7	46.2%	0.1
1986	2.8	15.8	71.2	63.4	67.0	42.4	161.2	426.5	2,940.7	37.8%	0.1
1987	3.6	19.5	84.1	66.2	74.8	46.6	181.7	480.2	2,999.9	37.8%	0.2
1988	4.9	28.6	80.3	62.8	82.9	49.8	187.6	500.5	3,130.8	37.5%	0.2
1989	4.8	28.0	81.4	64.5	98.6	54.6	250.5	589.6	3,299.4	42.5%	0.2
1990	6.1	28.5	87.1	72.6	112.6	59.3	233.3	608.4	3,389.5	38.3%	0.2
1991	12.2	12.2	103.9	96.7	139.7	87.7	308.9	769.5	3,430.7	40.1%	0.2
1992	21.9	21.9	110.4	147.0	168.4	118.7	401.3	992.5	3,506.2	40.4%	0.3
1993	38.7	38.7	134.0	172.6	211.3	169.3	607.4	1375.4	3,707.1	44.2%	0.4
1994	43.1	43.1	130.5	165.8	207.0	172.4	709.6	1477.3	4,012.1	48.0%	0.4
1995	50.2	50.2	143.8	171.3	210.2	185.5	1024.9	1852.8	4,315.2	55.3%	0.4
1996	47.5	47.2	125.8	204.4	213.3	218.5	1470.0	2342.4	4,582.2	62.8%	0.5
1997	57.8	57.8	136.4	213.3	219.8	259.4	2018.7	2989.4	5,018.5	67.5%	0.6
1998	70.9	70.9	141.0	234.9	242.6	322.0	2506.2	3613.1	5,442.6	69.4%	0.7
1999	80.8	80.8	117.3	271.1	239.4	348.2	3379.7	4538.5	5,735.1	74.5%	0.8
2000	99.6	99.6	127.4	283.7	230.4	337.7	3226.9	4433.1	6,245.6	72.8%	0.7
2001	70.7	70.7	117.6	368.3	253.0	403.1	2834.0	4135.4	6,552.3	68.5%	0.6
2002	81.6	63.1	134.8	422.4	277.3	453.4	2187.4	3638.4	7,076.9	60.1%	0.5
2003	94.5	76.2	144.2	447.5	290.2	532.0	3051.3	4654.2	7,601.5	65.6%	0.6
2004	112.6	94.2	149.0	462.7	294.3	596.8	3693.6	5436.3	8,415.6	67.9%	0.6
2005	115.4	97.1	155.7	483.4	311.7	662.7	4157.7	6048.9	9,041.3	68.7%	0.7
2006	132.8	114.5	160.7	499.1	344.4	767.0	4989.6	7068.3	10,092.0	70.6%	0.7
2007	132.2	114.1	179.2	565.4	372.2	889.9	5476.9	7829.0	11,176.0	70.0%	0.7
2008	124.7	51.6	187.9	592.7	389.6	959.9	3014.1	5435.3	12,308.9	55.5%	0.4
2009	153.3	80.2	255.5	639.1	480.2	1126.8	4136.2	6961.6	11,822.8	59.4%	0.6
2010	137.5	66.3	297.4	791.1	526.6	1275.4	4762.7	7934.5	12,065.5	60.0%	0.7
2011	108.7	40.0	352.7	964.4	542.6	1465.8	4427.2	8000.5	12,639.7	55.3%	0.6

（出所）Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts of the United States*より作成。商業銀行総資産については、FDIC, *Historical Statistics on Banking*より作成。

下落である。第2に、ドルの減価だけでは説明できない外国の株式価格の上昇である。②1988年から1992年にかけて、米国は保有する対外資産から、GDPの約3%にあたるキャピタルロスを被った。この時、実質為替レートにはあまり変化はなかった。しかしながら、米国の株式市場は鋭く上昇していたのだが、外国、特に日本の株式市場が下落した。そのため、この時期においては、キャピタルゲインは、為替レートよりも、むしろ資産価格によって引き起こされていた。③1992年から1994年の間において、為替レートには特に変化はなかった。一方で米国は、GDPの7.5%にあたる多くのネットでのキャピタルゲインを得た。その理由は、米国以外の株式市場が好調だったからである（40%近く上昇した）。またこの期間の米国株式市場は6%の上昇であった。④1994年から2001年において、米ドルの実質為替レートの上昇と外国と比較した米国株式市場の堅調さにより、

表6 ミューチュアルファンドの株式運用の中身 (単位:10億ドル)

	株式運用の中身			参考		
	キャピタルアプリシエーションファンド	ワールドエクイティファンド①	トータルリターンファンド	ミューチュアルファンドの総資産②	商業銀行の総資産	①/②
1986	70.53	15.47	68.45	426.5	2,940.7	3.6%
1987	79.31	17.43	78.71	480.2	2,999.9	3.6%
1988	83.09	17.98	88.31	500.5	3,130.8	3.6%
1989	107.23	23.59	114.22	589.6	3,299.4	4.0%
1990	113.37	28.30	97.81	608.4	3,389.5	4.7%
1991	178.73	39.52	186.48	769.5	3,430.7	5.1%
1992	235.06	45.68	233.34	992.5	3,506.2	4.6%
1993	321.18	114.13	305.36	1375.4	3,707.1	8.3%
1994	361.62	161.19	329.95	1477.3	4,012.1	10.9%
1995	572.34	196.51	480.23	1852.8	4,315.2	10.6%
1996	781.72	285.20	659.10	2342.4	4,582.2	12.2%
1997	1075.27	346.37	946.39	2989.4	5,018.5	11.6%
1998	1404.71	391.64	1181.59	3613.1	5,442.6	10.8%
1999	2115.06	585.25	1341.58	4538.5	5,735.1	12.9%
2000	2141.97	552.95	1243.89	4433.1	6,245.6	12.5%
2001	1789.60	437.19	1169.52	4135.4	6,552.3	10.6%
2002	1338.16	365.15	942.50	3638.4	7,076.9	10.0%
2003	1853.62	528.83	1272.34	4654.2	7,601.5	11.4%
2004	2155.33	708.91	1479.84	5436.3	8,415.6	13.0%
2005	2370.82	947.43	1568.57	6048.9	9,041.3	15.7%
2006	2690.27	1345.36	1797.66	7068.3	10,092.0	19.0%
2007	2872.56	1708.20	1836.03	7829.0	11,176.0	21.8%
2008	1639.43	894.71	1107.10	5435.3	12,308.9	16.5%
2009	2202.97	1304.33	1372.55	6961.6	11,822.8	18.7%
2010	2524.32	1543.01	1517.36	7934.5	12,065.5	19.4%
2011	2355.66	1359.35	1490.09	8000.5	12,639.7	17.0%

(出所) ICI, *2012 Investment Company Fact Book*より作成。ミューチュアルファンドの総資産については、Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts of the United States*より作成。商業銀行総資産については、FDIC, *Historical Statistics on Banking*より作成。

米国は対外資産の保有に対して、GDPの5%にあたるキャピタルロスに被った。⑤2002年から2004年の期間において、弱いドルと外国(米国以外)の株式市場の好調さにより、米国はGDPの12%以上のキャピタルゲインを得ることができた。

次に視点を変えて、ミューチュアルファンド以外の米国の機関投資家について見てみたい。というのは、ミューチュアルファンドは資産規模が大きく、その資産規模の大きさに支えられて、外国への投資を可能にしている側面があると考えられる。となれば、なぜミューチュアルファンドは、それほどまでに資産規模を拡大させたのだろうか。表7は、米国の民間年金基金の資産構造を見たものである。この表7から分かるように、米国の民間年金基金は、ミューチュアルファンドに多く

表7 米国民間年金基金の資産構造の経年変化（単位：10億ドル）

	資産の出身													(参考)		
	現金 決済性預金	定期性 預金	MMF 受益証券	証券レボ	オープン 市場証券	国債	政府 機関債	事業債 および外債	抵当貸付	株式	投資信託 受益証券①	年金基金の 総資産②	商業銀行の 総資産③	①/②	②/③	
1985	3.3	76.6	9.1	19.2	22.1	128.6	67.1	97.2	14.0	515.8	11.1	1226.8	2,730.7	0.9%	0.4	
1986	1.9	87.0	11.0	20.9	26.4	112.8	59.2	124.0	11.3	523.5	12.1	1285.7	2,940.7	0.9%	0.4	
1987	1.7	76.2	12.8	20.4	33.6	113.0	72.3	120.1	8.2	532.6	19.9	1354.0	2,999.9	1.5%	0.5	
1988	4.5	87.1	14.8	22.7	27.5	112.7	86.7	125.6	16.7	515.2	23.4	1407.2	3,130.8	1.7%	0.4	
1989	4.1	114.6	17.8	24.8	26.9	122.4	110.5	137.8	23.3	635.5	33.0	1631.8	3,299.4	2.0%	0.5	
1990	3.3	110.4	17.8	23.5	26.4	122.4	133.1	157.5	24.9	605.9	40.5	1629.1	3,389.5	2.5%	0.5	
1991	3.0	115.9	18.8	27.2	29.7	117.1	146.0	178.7	18.2	806.2	66.4	1931.0	3,430.7	3.4%	0.6	
1992	3.0	98.8	19.8	27.4	29.5	108.7	156.5	206.5	14.5	873.7	96.2	2038.4	3,506.2	4.7%	0.6	
1993	3.2	95.4	26.3	28.3	30.2	104.3	170.6	233.7	13.0	1014.3	142.2	2285.4	3,707.1	6.2%	0.6	
1994	4.0	102.1	31.6	22.2	24.0	121.1	211.5	227.1	7.8	1013.7	205.9	2436.2	4,012.1	8.5%	0.6	
1995	4.9	110.2	37.9	22.4	24.8	120.8	213.1	241.1	8.6	1256.8	357.0	2898.8	4,315.2	12.3%	0.7	
1996	5.6	119.1	49.1	27.3	30.8	116.0	201.8	244.5	9.3	1403.1	472.7	3224.4	4,582.2	14.7%	0.7	
1997	7.0	130.1	62.5	28.5	32.3	118.0	207.9	278.5	10.1	1603.7	660.1	3712.9	5,018.5	17.8%	0.7	
1998	6.1	159.9	64.8	29.7	35.5	104.8	190.7	298.9	9.9	1869.2	790.0	4143.9	5,442.6	19.1%	0.8	
1999	7.4	120.6	76.9	31.6	41.4	121.5	230.3	341.9	11.7	1966.2	1056.5	4593.8	5,735.1	23.0%	0.8	
2000	10.8	97.7	81.1	26.5	35.3	111.6	197.4	265.7	11.9	1970.6	1131.6	4467.5	6,245.6	25.3%	0.7	
2001	9.9	61.3	75.1	17.7	27.0	105.2	202.5	242.5	9.8	1908.6	962.9	4049.4	6,552.3	23.8%	0.6	
2002	10.2	57.5	84.5	18.3	30.7	103.6	182.9	254.1	10.3	1588.6	931.9	3675.3	7,076.9	25.4%	0.5	
2003	10.4	60.7	84.3	20.3	27.5	116.9	223.5	275.3	10.2	2096.6	1126.9	4519.8	7,601.5	24.9%	0.6	
2004	10.5	55.9	84.9	20.6	28.5	113.0	235.3	267.8	10.0	2338.5	1278.2	4922.4	8,415.6	26.0%	0.6	
2005	10.8	62.2	86.7	21.6	31.5	116.5	252.0	290.0	9.8	2441.7	1585.4	5388.6	9,041.3	29.4%	0.6	
2006	11.2	63.1	90.1	22.4	31.7	130.8	268.6	317.6	9.5	2724.8	1880.4	6082.8	10,092.0	30.9%	0.6	
2007	11.8	67.7	93.5	25.8	26.9	169.5	296.8	357.4	10.2	2673.3	2110.6	6410.6	11,176.0	32.9%	0.6	
2008	12.3	67.9	95.7	33.1	37.2	184.9	318.1	400.1	11.1	1599.7	1366.0	4552.7	12,308.9	30.0%	0.4	
2009	16.4	72.7	96.4	36.2	26.7	310.7	269.1	442.9	13.6	1835.7	1817.3	5471.0	11,822.8	33.2%	0.5	
2010	20.9	72.8	96.3	36.1	18.2	391.0	237.6	440.1	15.5	2081.1	2121.1	6100.1	12,065.5	34.8%	0.5	
2011	22.0	73.3	96.1	31.9	16.7	436.2	252.4	440.9	15.0	2004.6	2144.6	6070.3	12,639.7	35.3%	0.5	

(出所) Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts of the United States* より作成。商業銀行総資産については、FDIC, *Historical Statistics on Banking* より作成。

の投資を行っている。2011年時点では、米国民間年金基金のミューチュアルファンドへの投資額は約2兆ドルで、米国民間年金基金の資産全体の約35%を占めていることが表7から確認できる。参考までに、その他の米国の機関投資家として、米国の生命保険会社についても見てみよう。表8は米国の生命保険会社の資産構造について、FRBのデータを用いて、1985年から2011年まで見たものである。この表8を見ると分かるように、生命保険会社は、民間年金基金と比較して、ミューチュアルファンドに投資をしていない。

ここまで見てきた米国の機関投資家による対外証券投資について、その中でも特に途上国への投資ということに内容を限定すれば、米国から途上国への投資というものは、米国だけの要因で決定されるわけではなく、途上国側の要因、特に途上国の資本移動規制とのかかわりについても目を配っておく必要がある。近年の途上国の資本移動規制の特徴としては、規制を緩和する方向に動いている。その理由として、そもそも適切な資本移動規制を構築することが難しいこと、そして、Rogoff [1999]でも指摘されているように、資本移動規制がうまく機能するかどうかは、資本移動規制そのものよりも、途上国自身のその他の要因（国内の金融市場の整備状況など）に大きく規定されるからである。

Rogoff [1999]は、「国際金融の不安定性を削減するための国際的な制度」と題した論文の中で、短期の資本流入に税金を課すことについて、その政策を推奨しているアイケングリーンを引き合いに出しながら論じている<sup>(31)</sup>。この論文の中で、ラテンアメリカのチリのケースについて、記述している。チリは過去20年間にわたり、ラテンアメリカ諸国の中で最も成功した国であり、資本流入に税金をかける政策を実行した国の象徴であるとしている<sup>(32)</sup>。このチリで採用された政策の経済的合理性はどのようなものかという点、途上国が外国からの短期の借り入れに頼らないようにし、またそのことによって、満期のミスマッチの問題（短期で多くを借り入れ、長期で貸す）を緩和することもできることであるという<sup>(33)</sup>。Rogoff [1999]は、エドワードの論文（1998年に発表）を引き合いに出しながら、チリで採用されたこの政策は投機の対象から逃れることには成功したと言えるが、しかしチリでこの政策が機能したのは規制の政策そのものというよりも、むしろチリ国内でのプルーデンス政策がよく整備されているといったその他の好条件によるものであると主張している<sup>(34)</sup>。Rogoff [1999]によれば、チリでは貸し手は、短期貸出よりも、ごくわずかだけ高い金利で長期貸出を喜んで行うであろうが、その他の途上国であれば、外国の投資家はより高いプレミアムを要求するであろうとしている<sup>(35)</sup>。またRogoff [1999]では、要するに、資本流入に税金を課す政策は、いくつかの選ばれた小さい国では機能するであろうが、大部分の途上国においては、有効に機能するものではないと述べている<sup>(36)</sup>。

Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008]は、その論文の124頁において、近年における途上国側の採用した資本移動規制について、表により整理している。Desormeaux, Fernandez and Garcia

(31) 原文のタイトルは、International Institutions for Reducing Global Financial Instabilityである。

(32) Rogoff [1999], p. 35.

(33) Rogoff [1999], p. 35.

(34) Rogoff [1999], p. 36.

(35) Rogoff [1999], p. 36.

表8 米国生命保険会社の資産構造の経年変化（単位：10億ドル）

	資産の出身											(参考)			
	現金・ 決済性預金	MMF 受益証券	証券レボ 証券	オープン 市場証券	国債	政府 機関債	地方債	事業債 および外債	抵当貸付	株式	投資信託 受益証券①	生命保険の 総資産②	商業銀行の 総資産③	①/②	②/③
1985	5.1	9.1	0.0	29.1	51.7	49.4	9.7	280.6	171.8	74.0	3.5	796.1	2,730.7	0.4%	0.3
1986	5.8	10.0	0.0	34.5	59.0	60.0	11.7	321.4	193.8	76.4	14.5	905.9	2,940.7	1.6%	0.3
1987	4.9	6.9	0.0	34.0	57.1	67.0	10.7	388.3	212.4	80.5	12.1	1,005.3	2,999.9	1.2%	0.3
1988	4.6	7.0	0.0	39.2	58.6	75.7	9.1	457.5	232.9	81.4	18.5	1,125.0	3,130.8	1.6%	0.4
1989	5.0	6.2	0.0	42.8	52.9	100.8	9.0	511.0	254.2	91.8	19.1	1,245.5	3,299.4	1.5%	0.4
1990	4.9	8.4	0.0	45.7	59.2	121.0	12.3	566.9	267.9	81.9	30.7	1,351.4	3,389.5	2.3%	0.4
1991	5.5	8.5	0.0	45.8	77.8	164.2	10.2	595.1	259.5	135.8	8.6	1,479.5	3,430.7	0.6%	0.4
1992	4.8	8.7	0.0	43.2	88.8	193.0	11.4	653.9	242.0	151.6	18.2	1,587.0	3,506.2	1.1%	0.5
1993	5.2	8.8	0.0	46.9	110.0	222.8	14.7	719.5	223.9	205.8	21.3	1,754.9	3,707.1	1.2%	0.5
1994	5.6	8.9	0.0	52.8	107.1	234.1	12.8	779.4	215.8	231.4	24.4	1,862.9	4,012.1	1.3%	0.5
1995	5.2	9.1	0.0	45.5	108.1	242.9	11.9	867.0	213.1	309.6	33.5	2,063.6	4,315.2	1.6%	0.5
1996	4.3	9.2	0.0	48.4	93.2	244.1	13.4	946.2	208.2	406.9	42.5	2,246.3	4,582.2	1.9%	0.5
1997	8.1	9.3	0.0	65.9	85.5	226.7	16.7	1,041.7	206.8	539.7	57.2	2,514.8	5,018.5	2.3%	0.5
1998	5.4	9.5	0.0	73.4	71.3	217.0	18.4	1,124.4	213.6	683.2	73.2	2,769.5	5,442.6	2.6%	0.5
1999	5.5	9.6	0.0	75.8	62.8	224.4	20.1	1,166.9	230.8	909.0	98.7	3,067.9	5,735.1	3.2%	0.5
2000	5.0	9.8	0.0	71.2	58.1	235.4	19.1	1,214.8	235.9	891.9	97.0	3,135.7	6,245.6	3.1%	0.5
2001	36.8	9.9	1.3	51.7	58.0	253.5	18.7	1,334.3	243.0	811.3	88.3	3,224.6	6,552.3	2.7%	0.5
2002	35.3	12.3	4.7	55.7	89.3	330.9	19.9	1,440.0	250.0	708.9	76.6	3,335.0	7,076.9	2.3%	0.5
2003	47.3	12.6	2.2	37.9	80.2	348.9	26.1	1,610.5	260.9	919.3	91.7	3,772.8	7,601.5	2.4%	0.5
2004	53.3	17.2	3.6	27.4	81.9	357.1	30.1	1,756.3	273.3	1,053.9	114.4	4,130.3	8,415.6	2.8%	0.5
2005	47.7	13.5	2.6	24.4	95.4	368.5	32.5	1,824.8	285.5	1,161.8	109.0	4,350.7	9,041.3	2.5%	0.5
2006	56.1	23.3	2.6	28.7	87.9	377.4	36.6	1,819.5	303.8	1,364.8	148.8	4,685.3	10,092.0	3.2%	0.5
2007	58.3	21.6	2.7	41.7	70.6	382.9	41.4	1,862.6	326.2	1,464.6	188.4	4,949.7	11,176.0	3.8%	0.4
2008	82.8	39.2	8.0	38.3	105.7	366.2	47.1	1,817.0	342.4	1,001.7	121.0	4,515.5	12,308.9	2.7%	0.4
2009	50.7	33.7	10.2	49.8	135.5	371.9	73.1	1,927.2	326.1	1,208.5	140.8	4,823.9	11,822.8	2.9%	0.4
2010	51.7	21.0	10.9	40.9	156.6	376.0	112.3	2,030.2	317.5	1,402.6	155.7	5,176.3	12,065.5	3.0%	0.4
2011	54.8	25.8	10.7	40.9	162.7	387.1	122.6	2,128.7	333.2	1,443.0	150.1	5,340.2	12,639.7	2.8%	0.4

(出所) Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts of the United States* より作成。商業銀行総資産については、FDIC, *Historical Statistics on Banking* より作成。

[2008]では、先ず事前の規制のケースとして、ブラジル（1993年から1997年）、チリ（1991年から1998年）、コロンビア（1993年から1998年）、マレーシア（1994年）、タイ（1995年から1997年）を取り上げている（カッコの数字は採用していた年を示している）。これらの国々で採用された規制の特徴は、徐々に焦点を当てながらマーケットを間接的にコントロールしようとしたことである<sup>(37)</sup>。これらの国で宣言された政策目標としては、第1に、短期資本フローが引き起こすと考えられる不安定性を取り除くこと、第2に、国内金融システムの脆弱性を悪化させる浮動的なフローを避けながら、より安定的なフローを達成するために、資本フローの構成を変えること、第3に、金融政策の独立性を保持すること、などである<sup>(38)</sup>。そしてこれらの政策目標を立て、資本移動規制を実施した効果について、Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008]では、次の7つのことを指摘している<sup>(39)</sup>。第1に、初期の段階ではその効果があったが、全ての政策目標を達成した国はなかった。第2に、ほとんど全ての国において、自国金利と外国金利との間のスプレッドを維持することができた。第3に、これらの国の経常収支には異なる影響を与えながら、全ての国で自国通貨の増価が観察された。第4に、マレーシアとタイだけが、資本流入の大きさを削減することができた。第5に、これら全ての国では、不胎化政策を実施しなければならなかった。第6に、チリとコロンビアでは、短期資本流入を削減することができた。またこれら2つの国では、自国金融市場と国際金融市場との間にくさびを導入することができた。第7に、ブラジルでの資本移動規制は、あまり効果的ではなかった。

そのほかの途上国側が採用した事前の資本移動規制のケースとして、Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008]では、中国（1990年以来）とインド（1990年以来）の事例を記している（カッ

<sup>(36)</sup> Rogoff [1999], p. 36. Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008]によれば、1990年以降の資本移動規制について、資本流入もしくは資本流出の特定の側面における制限として理解されている資本規制の議論は、資本勘定の最適な開放度の水準について模索している理論的また実証的な議論の一部分でしかないという（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 123）。資本勘定の開放は、経済成長を促進し、消費を滑らかにし、技術の波及を助長し、そして国内の経済主体の規律さえも整えるという（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 123）。資本勘定の開放というものは、国際金融危機からの影響を受けるため、また金融政策の独立性の欠如のため、産出高と消費の浮動性を高めるかもしれないという（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 123）。資本勘定の開放度の最適な水準、つまり資本規制の最適な程度というものは、資本規制による潜在的な利益とコストの推定される大きさに依存するという（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 123）。

さらに上記の複雑な議論は、資本移動規制による利益と費用が、以下の3つのことによって、どのように影響されるかにかかっているという（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 123）。第1に、量的な規制、税金、資本流入と資本流出の制限などを考慮した資本移動規制のタイプがどのようなものであるか、またそれを適用することによって期待される展望はどのようなものであるか（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 123）。第2に、資本フローと、その国の資本移動規制を除いた残りのマクロ経済政策、また規制政策（特に金融システムに関連するもの）、そして制度的発展の程度との間での相互作用がどのようなものであるか（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 123）。第3に、通貨当局による資本移動規制の実施のプロセスについての責任、信頼性、厳格さの程度はどのようなものであるか（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 123）。

<sup>(37)</sup> Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 124.

<sup>(38)</sup> Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 124.

<sup>(39)</sup> Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 124.



コの数値は採用されていた年を示している)。これらの政策の特徴は、幅広いものであるということ、そして行政による間接的な支配と結びついているということである<sup>(40)</sup>。これら2カ国の政策目標としては、広範囲かつ長期の制限を国際金融取引に課すことによって、金融の脆弱性を削減することにある<sup>(41)</sup>。Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008] では、これら2カ国の実際の政策効果として、次の2つを指摘している<sup>(42)</sup>。第1に、これらの規制が、アジア通貨危機でのリスクを限定的なものにしたようである。またこれらの規制は、長期の資本フローという形で資本流入の構成を変化させることに寄与した。第2に、これらの結果（論文の内容からすれば、アジア通貨危機での被害の少なさ等）をもたらしたその他の要因としては、対外資産を保有していること、国内金融市場の大きさ、商業的にまた金融的に外国との結びつきがあまりないこと、銀行の金融仲介機能が低いこと、変動為替相場制を採用していること（ただしインドのみ）、資本移動規制の管理が機能していること、などを挙げることができる<sup>(43)</sup>。

### 3. 途上国のマクロ資金調達構造

それでは、ここまで見てきた近年における米国の対外証券投資は、途上国のマクロ的な資金調達構造にどのような影響を与えたのだろうか<sup>(44)</sup>。というのは、従来、途上国で発生したアジア通貨危機の原因の一つとして、途上国の資金調達構造に言及した研究が数多く発表されてきたという経緯がある。それらの研究に共通した特徴は、途上国は短期で借入れ、長期で貸すという満期構造の問題があることと、途上国の借入れは主にドル建てで行われているという通貨のミスマッチの問題があることである。途上国と国際資本移動に関連した論文はその内容という意味からも多岐にわたっている。この第3章では、先ず途上国の資金調達構造に関する先行研究を本論文に必要な範囲で概観した後で、これまでの第1章と第2章を受けて、途上国の資金調達構造について、世界銀行のデータを利用しながら、金融グローバリゼーションが進展していく中で、途上国の資金調達構造に、どのような変化が生じているのかを検証したい<sup>(45)</sup>。

途上国の国際的な資本移動規制についての理論的な論文として、北野 [2011] や岩本 [2005] がある。岩本 [2005] の論文は、国際資本移動全般についての理論的な論文であり、特にこれまでの国際資本移動研究の理論を体系的に整理している。岩本 [2005] は、国際資本移動研究の論点の一つとして、「標準的な資本移動モデルにおいて、これまで等閑視されてきた問題の一つに、『対外債務がいかなる通貨建てであるか』（debt denomination）という問題がある」と指摘し、アイケングリン等の論文の中身を紹介しながら、「金融グローバル化によって、新興市場国も国際金融市場に

(40) Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 124.

(41) Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 124.

(42) Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 124.

(43) Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 124.

(44) この文章の意図するところは、米国だけが途上国に影響を与えているといったことを主張しようとするものではない。第1章で見た途上国の資本流入の構造から分かるように、米国の途上国への証券投資は、途上国にとって重要な役割を持っている。そうした意味では、途上国の対外負債構造、すなわちマクロ的な資金調達構造にとって、米国の影響は大きいということを述べようとするものである。

アクセスできるようになったものの、世界の投資家は、自己の債券をほんの一握りの通貨建てで保有し、新興市場国が発行する債券は保有してもよいが、新興市場諸国通貨建てでの債券は保有したくないということである」と述べている<sup>(46)</sup>。北野 [2011] は、途上国における資本移動規制について理論的な観点からアプローチしたものであるが、その中で、北野 [2011] は、「多くの新興市場国にとって、先進国からの資本流入は同時に金融通貨危機といった大きな錯乱要因を内在するものでもある」と述べている<sup>(47)</sup>。また北野 [2011] は、自身のこの論文では取り扱わなかった国際資本移動に関する重要な論点として、「多くの新興市場国が自国の通貨で外国から借り入れを行うことが困難であるという問題がある」ということを挙げている<sup>(48)</sup>。さらに北野 [2011] は、アイケングリーンの論文を引き合いに出し、「バランスシート上の通貨のミスマッチによって、ひとたび自国通貨価値の下落が生じると深刻な打撃を新興市場国は被ることになる」と記述し、「通貨のミスマッチを拡大しないという予防的な政策の観点からも資本規制を論じることが必要であろう」と述べている<sup>(49)</sup>。

それでは具体的に、途上国のマクロ的な資金調達構造について、世界銀行の *International Debt*

---

(45) この第3章は、国家というマクロレベルでの途上国の資金調達構造を定量的な変化として把握しようとするものである。個々の企業というミクロレベルについては、Gozzi, Levine and Schmukler [2010] が包括的な研究を行っている。Gozzi, Levine and Schmukler [2010] では、過去20年間において、国際金融と企業金融の分野は大きく、その形を変化させてきたと記述している (Gozzi, Levine and Schmukler [2010], p. 45)。1991年から2005年の間において、企業による株式や社債の形態での資金調達の約30%は、彼ら(資金調達を行う企業)から見て外国での発行であったとしている (Gozzi, Levine and Schmukler [2010], p. 45)。Gozzi, Levine and Schmukler [2010] では、1991年から2005年にかけての企業の資金調達の一般的な傾向として、この期間を通じて、先進国と途上国の両方で、その国の企業の資金調達額は顕著に増大していること、またこの期間において、企業による国内での証券発行よりも、外国での証券発行のほうが、その発行のスピードが速かったと述べている (Gozzi, Levine and Schmukler [2010], p. 48)。この現象は、特に途上国において、その傾向が見られたという (Gozzi, Levine and Schmukler [2010], p. 48)。また Gozzi, Levine and Schmukler [2010] では、1991年から2005年にかけての企業の資金調達構造について、地域別という切り口から、データを集計し、表を作成している。彼らはこの表から次の3つのことを指摘している。第1に、債券発行は株式発行よりも重要な資金調達方法となっている。この期間(1991年から2005年)において、2005年のドルベースで換算して、企業は債券の形態で19.8兆ドルの資金を調達している。この数字は実にこの期間を通じての証券発行額全体の80%を占めている (Gozzi, Levine and Schmukler [2010], p. 48)。第2に、先進国、途上国を問わず、企業の資金調達が、外国で行われる割合が高い。先進国において、2005年のドルベースで換算して、この期間中、7兆ドルが外国で資金調達されている。この数字は、先進国所在の企業の資金調達のうち、約29.7%を外国で行っていることを意味している。途上国では、同様に、途上国所在の企業の資金調達のうち、約37.9%が外国で行われていて、資金調達額は、この期間中で4,595億ドルであった (Gozzi, Levine and Schmukler [2010], p. 48)。第3に、債券市場は株式市場よりも国際化(ここでは外国での発行のことを指している)が進んでいる。具体的には、先進国では、この期間において、企業の株式での資金調達の内、外国で株式を発行した割合は7.8%であった。この数字は、企業の債券での資金調達に占める外国発行の数字(34.7%)と比較すると、大きく異なっている (Gozzi, Levine and Schmukler [2010], p. 48)。株式と比較して、債券の外国発行が増大しているのは、世界の全ての地域で同様の傾向が見られる (Gozzi, Levine and Schmukler [2010], p. 48)。

(46) 岩本 [2005], 138-140頁。

(47) 北野 [2011], 77頁。

(48) 北野 [2011], 82-83頁。

Statistics のデータを利用して見てみよう。この *International Debt Statistics* のデータの特徴は、途上国の債券形態での資金調達についての詳細なデータが利用可能なことである。ただ幾つかの制約条件がある。例えば、東欧地域のデータに関しては、あまり充実していない。そのため、ここでは第1章で見たように、米国の投資対象としての地域が、中南米地域とアジア地域に偏っていることもあり、中南米地域とアジア地域に関してのデータを検証することにする。

それでは途上国は、依然として、ドル建てでの資金調達を行っているのかという観点から、データを見ることにしよう。これから見る途上国の対外負債のうち、債券形態でのドル建ての発行比率のデータには、大きな制約条件がある。それは、*International Debt Statistics* から利用できるデータは、公的な保証の付いた債券のドル建て比率のみのデータしか利用できないということである。つまり、途上国政府の発行する国債や政府機関債などが対象であり、民間の社債などは入っていない。

表9は、途上国における対外負債の中の債券発行のうち、ドル建て債券が、どの程度の割合を占めていたのかを、時期を区分して示したものである。時期区分としては、変動相場制以降から金融グローバル化が進展する前までの1973年から1984年、そして金融グローバル化が進展した1985年から2000年、途上国の資本移動規制などを背景とした金融グローバル化が一段と進展した2000年から2007年の3つの時期に区分している。債券のドル建て比率のデータは、各年の平均値である。先ず、①と②の時期を比較してみよう。これは1985年を境とした金融グローバル化の前と後での様子を見ることを目的としている。中南米地域（アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、

表9 対外負債の中の債券のうち、ドル建て債券の比率の推移（単位：％）

地域	国名	1973-1984①	1985-2000②	2001-2007③	①⇒②	②⇒③	①⇒③
中南米	アルゼンチン	58.9	61.1	59.1	○	×	○
	ブラジル	70.4	65.9	77.8	×	○	○
	チリ	72.3	55.3	94.0	×	○	○
	コロンビア	58.1	52.7	84.3	×	○	○
	メキシコ	76.0	68.2	83.2	×	○	○
	ベネズエラ	74.5	80.3	83.1	○	○	○
アジア	インド	39.1	56.5	67.2	○	○	○
	インドネシア	47.2	27.4	46.9	×	○	×
	マレーシア	42.9	43.3	72.0	○	○	○
	フィリピン	52.9	36.9	48.2	×	○	×
	タイ	29.3	27.8	37.8	×	○	○

（注1）この表のデータの数値は、各期間の平均値。

（注2）右側の欄の○×は、各時期①、②、③を、それぞれ比較した場合、数字が増大していれば○としている。×だとマクロ的な資金調達構造は安定していると考えられる。

（注3）データの制約上、長期の債券のみ、かつ公的な保証（国債、政府機関債などと考えられる）の付いたものに限っている。

（出所）World Bank, *International Debt Statistics* より作成。

ベネズエラ)について見ると、アルゼンチンとベネズエラは、ドル建ての比率が上昇(アルゼンチンは58.9%から61.1%、ベネズエラでは74.5%から80.3%)しているが、ブラジル、チリ、コロンビアでは、ドル建ての比率は減少(ブラジルは70.4%から65.9%、チリでは72.3%から55.3%、そしてコロンビアは58.1%から52.7%)している。ただどちらの増減も、チリを除けば、それほど大きな変化を示しているわけではない。しかしながら、表9の①と②の時期の比較から、中南米地域では、同じ地域でも国によって違いはあるが、1985年以降の金融グローバル化の進展に伴い、ドル建て比率は、低下する傾向にあると言えるであろう。次にアジア地域(インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ)についても同様に①と②の時期について比較して見よう。対外負債としての債券のドル建て比率は、インドとマレーシアは増大(インドは39.1%から56.5%、マレーシアでは42.9%から43.3%)している。逆に、インドネシア、フィリピン、タイでは減少(インドネシアは47.2%から27.4%、フィリピンでは52.9%から36.9%、そしてタイは29.3%から27.8%)している。このアジア地域も、国によって大きな違いがあるが、どちらかといえば、金融グローバル化の進展(表9の②の時期)とともに、ドル建て比率は低下傾向にあると言えるであろう。

次に表9の②と③の時期について比較することにしよう。③の時期は、途上国の資本移動規制、機関投資家の台頭、新しい金融商品の登場など様々な要因により、金融グローバル化が大きく進展した時期である。先ず中南米地域について見ると、アルゼンチンを除いた国で、ドル建ての比率が上昇している。ブラジルは65.9%から77.8%、チリでは55.3%から94.0%にまで上昇し、またコロンビアでも52.7%から84.3%になり、ベネズエラでは80.3%から83.1%となった。すなわち2000年以降について見ると、中南米地域では表①と②との比較で見たドル建て比率の低下とは反対に、ドル建てでの資金調達が大きく増大していることが分かる。次にアジア地域についても表9の②と③の時期を比較してみると、考察対象の全ての国で、ドル建ての比率が上昇している。具体的には、インドは56.5%から67.2%になり、インドネシアでは、27.4%が46.9%となった。またマレーシアは43.3%だったのが72.0%と増大し、フィリピンでは36.9%から48.2%、そしてタイは27.8%から37.8%になった。

次に、途上国の債券形態での資金調達のうち、短期と長期の区別という観点から、データを見てみよう。表10は、途上国の対外負債のうち、債券形態の満期構造について、短期なのかそれとも長期なのか、といった点からデータを見たものである。表10から分かるように、いくつかの国では、短期と長期の構造が大きく変化しているが、総じて見れば、変動相場制から現在にかけて、それほど大きな変化は起きていないようである。では具体的に、先ず中南米地域(アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、ベネズエラ)から見ていくことにしよう。時期区分については、表9と同様である。中南米地域では、ブラジル、チリ、メキシコは、①、②、③の時期を通じて、大きな変化はない。ブラジルは、14.2%、15.6%、12.0%と推移している。チリでは15.3%、15.0%、17.6%であり、メキシコは17.9%、15.6%、13.0%であった。同じ中南米地域でも、アルゼンチンは金融グローバル化が始まる1985年より前は、23.1%であったが、その後、16.4%、17.2%と変化し、長期での債券の資金調達が行われている。またコロンビアでもアルゼンチンと同様の傾向が見られ、1973年から1984年までの平均は29.6%であったが、その後、金融グローバル化の進展とともに、長期での資金調達の構造へと変化していることが表10から分かる。ベネズエラも1985年を前後した数値から捉えれば、短期から長期へとマクロ的な資金調達の構造はシフトしている(40.9%から

表10 対外負債の中の債券のうち、短期債券の比率の推移（単位：％）

地域	国名	1973-1984①	1985-2000②	2001-2007③	①⇒②	②⇒③	①⇒③
中南米	アルゼンチン	23.1	16.4	17.2	×	○	×
	ブラジル	14.2	15.6	12.0	○	×	×
	チリ	15.3	15.0	17.6	×	○	○
	コロンビア	29.6	14.5	12.2	×	×	×
	メキシコ	17.9	15.6	13.0	×	×	×
	ベネズエラ	40.9	12.9	23.3	×	○	×
アジア	インド	5.6	7.1	8.3	○	○	○
	インドネシア	12.2	17.1	12.7	○	×	○
	マレーシア	15.5	17.1	22.1	○	○	○
	フィリピン	35.4	15.7	9.6	×	×	×
	タイ	29.3	29.5	28.2	○	×	×

（注1）この表のデータの数値は、各期間の平均値。

（注2）右側の欄の○×は、各時期①、②、③を、それぞれ比較した場合、数字が増大していれば○としている。×だとマクロ的な資金調達構造は安定していると考えられる。

（注3）債券のデータに関して、先ほどの表9とは異なり、すべての債券が対象となっている。

（出所）World Bank, *International Debt Statistics*より作成。

12.9%、そして23.3%）。中南米地域を見る限りでは、マクロ的な資金調達の構造は、短期から長期へとシフトしていると言えよう。次にアジア地域（インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）についても同様に見てみよう。アジア地域では、フィリピンでは大きな変化を見ることが出来るが、その他の国では、それほど大きな変化は起きていない。具体的に見ていくと、フィリピンでは、1973年から1984年の期間中、35.4%であったものが、1985年から2000年になると15.7%と長期の比率が上昇し、さらに2001年から2007年では9.6%となった。インドは、5.6%、7.1%、8.3%とあまり変化はなく、インドネシアでは12.2%から17.1%、12.7%といった具合である。タイは、29.3%が29.5%とほとんど変わらず、2001年から2007年でも28.2%であった。同じアジア地域でも例えばマレーシアとフィリピンでは異なった変化が見られる。マレーシアでは、15.5%から17.1%へと変化し、2001年から2007年の期間では22.1%となっており、短期での資金調達の比率が上昇している。一方で、フィリピンは、35.4%から15.7%へと大きく変化し、2001年から2007年の期間中、9.6%となり、長期での資金調達の比率が上昇していることが分かる。このように、同じ地域でも異なる動きはあるものの、1985年以降の金融グローバル化が進展した時期を境として、途上国のマクロ的な資金調達構造を見た場合、債券での資金調達は短期から長期へとシフトしていると考えられるであろう。

参考までに以下の点についても確認しておくことにする。途上国での債券での資金調達は、銀行のそれと比較した場合、規模的にどの程度の割合を占めているのであろうか。このことについて、世界銀行の *International Debt Statistics* に掲載されているデータから見てみることにしよう（表11参照）。時期区分としては、上記で考察してきたものと同じように、変動為替相場制以降から現在ま

での時期を3つの時期に分けて検証することにする。先ず中南米地域（アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、ベネズエラ）から見ていく。同じ地域でも異なる変化をしているが、総じて中南米地域の国では①と②の時期を比較すると、銀行の割合は低下している。債券と銀行の合計に占める銀行の割合を見ると、アルゼンチンは32.6%から17.9%へと減少し、ブラジルでは38.0%が29.5%に、メキシコでは38.7%から20.6%に変化し、そしてベネズエラは、31.6%が23.1%になった。チリとコロンビアでは、わずかに銀行の割合は増大した。また2000年以降の時期について、②と③を比較すると、アルゼンチン、ブラジル、メキシコ、ベネズエラでは、さらに銀行の割合は低下していることが表11から分かる。アジア地域についても同様に①と②の時期を比較して見ると、上記の中南米地域とは異なり、国ごとの違いはあるにしても、中南米地域と比べると、銀行の割合は、増大している。インドは8.1%から18.5%に銀行の割合は増大し、インドネシアでは21.7%が22.6%に、タイでは24.9%から25.8%になっている。マレーシアとフィリピンは、銀行の割合は低下している。②と③の時期に関して見ると、インドとインドネシアは、さらに銀行の割合が増大している。

表11 対外負債の中の債券と銀行の合計に占める銀行の比率の推移（単位：％）

地域	国名	1973-1984①	1985-2000②	2001-2007③	①⇒②	②⇒③	①⇒③
中南米	アルゼンチン	32.6	17.9	11.7	×	×	×
	ブラジル	38.0	29.5	22.6	×	×	×
	チリ	36.2	36.9	36.6	○	×	○
	コロンビア	22.0	26.9	22.3	○	×	○
	メキシコ	38.7	20.6	19.1	×	×	×
	ベネズエラ	31.6	23.1	8.6	×	×	×
アジア	インド	8.1	18.5	29.3	○	○	○
	インドネシア	21.7	22.6	23.0	○	○	○
	マレーシア	32.7	25.8	20.9	×	×	×
	フィリピン	22.9	17.3	22.3	×	○	×
	タイ	24.9	25.8	25.6	○	×	○

(注1) この表のデータの数値は、各期間の平均値。

(注2) 右側の欄の○×は、各時期①、②、③を、それぞれ比較した場合、数字が増大していれば○としている。

(注3) 債券のデータに関して、表9とは異なり、すべての債券が対象となっている。銀行のデータについては、民間の銀行と民間の金融機関の貸出のデータである。またデータの制約上、この銀行のデータは、公的な保証の付いたもの（長期と短期の明示はない）と、公的な保証のない長期のデータの合計値を用いている。

(出所) World Bank, *International Debt Statistics*より作成。

## 結び

本論文では、金融グローバリゼーション下での米国の対外証券投資について、その近年における動向、米国対外証券投資の拡大要因、そして米国をはじめとする主要先進国の証券投資が途上国のマクロ的な資金調達構造にどのような影響を与えたのかを考察してきた。本論文から得られる結論は次の3つである。

第1に、近年における米国の対外証券投資について、米国は他の主要先進国よりも相対的に多くの証券投資を途上国に対して行っている。米国の途上国への対外証券投資の特徴は、株式での投資が多いことである。米国から途上国への証券投資額は、米国全体の証券投資額に占める割合はごく小さいものにすぎない。しかし、途上国側から見ると、途上国への資本流入にとって、米国の位置付けは、特に中南米地域やアジア地域では高い。米国の途上国への株式形態での投資は、途上国の株式市場の進展度にも左右されていると考えられる。

第2に、米国の対外証券投資の拡大要因について、本論文では、米国の国際資本移動を考察する上において、米国の国内金融システムの重要性について論じた。具体的には、米国の特に途上国への証券投資を可能にしている要因の一つとして、米国機関投資家の資産規模の大きさについて言及した。またこのような米国機関投資家の資産規模の増大の背景には、米国機関投資家の間での資金移動があることを述べた。また米国の途上国への証券投資の裏側には、途上国側の要因があり、特に途上国の資本移動規制の点について、これらの資本移動規制が機能するかどうかは、結局のところ、途上国の個別的な要因に規定されていることについて、既存の研究結果を示しながら指摘した。

第3に、途上国のマクロ的な意味での資金調達について、国際金融の安定性という観点から世界銀行のデータを基に考察した。結論としては、世界銀行のデータの制約条件もあり、米国をはじめとする主要先進国の途上国への証券投資が、途上国のマクロ的な意味での資金調達構造を安定化させたのかどうかについての明確な結論を導き出すことはできなかった。しかし、国際金融取引が拡大した1985年を境にして、途上国のマクロ資金調達構造は、地域別には明確な特徴は見出せなかったものの、各国の個別レベルで見ると、大きく資金調達構造が変化している途上国の存在を確認することはできた。

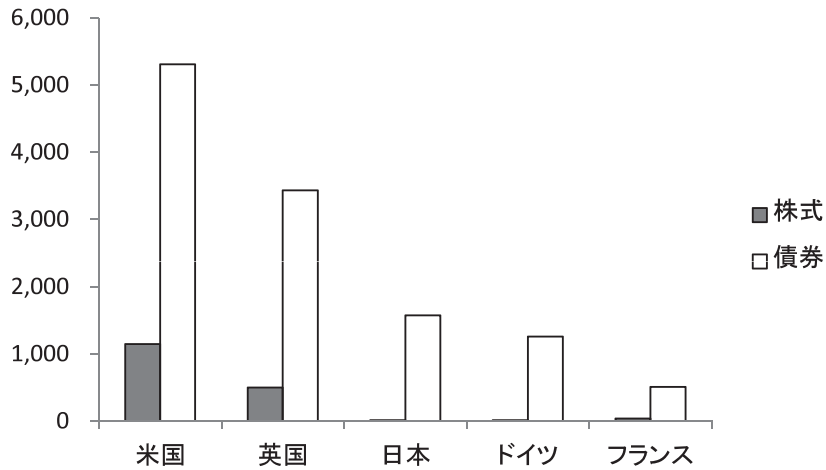
## 参考文献

- Ammer, J., Holland, S. B. and Smith, D. C. and Warnock, F. E. [2012], "U.S. International Equity Investment," Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, Number 1044, March.
- Arestis, P. and Basu, S. [2004], "Financial globalisation and regulation," *Research in International Business and Finance*, 18, pp. 129-140.
- Bertaut, C. C. and Kole, L. S. [2004], "What Makes Investors Over or Underweight? Explaining International Appetites for Foreign Equities" *International Finance Discussion Papers*, 819, September.
- Cai, F. and Warnock, F. E. [2004], "International Diversification at Home and Abroad," Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, Number 793, February.
- Curcuru, S. E., Thomas, C. P., Warnock, F. E. and Wongswan, J. [2011], "U.S. International Equity Investment and Past and Prospective Returns," *International Finance Discussion Papers*, Number 1016, February.

- Desormeaux, J, Fernandez, K. and Garcia, P. [2008], "Financial implications of capital outflows in Chile: 1998-2008," *BIS Papers*, No 44, December, pp. 121-151.
- Edison, H. J. and Warnock, F. E. [2003], "U.S. Investor's Emerging Equity Portfolios: A Security-Level Analysis," Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, Number 771, July.
- Gozzi, J. C., Levine, R. and Schmukler, S. L. [2010], "Patterns of international capital raisings," *Journal of International Economics*, 80, pp. 45-57.
- Grossman, G. M. and Razin, A. [1984], "International Capital Movements under Uncertainty," *Journal of Political Economy*, vol. 92, no. 2, pp. 286-306.
- Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M. [2005], "A Global Perspective on External Position," *IMF Working Paper*, WP/05/161, August.
- Mishkin, F. S. [2009], "Globalization and financial development," *Journal of Development Economics*, 89, pp. 164-169.
- Rogoff, K. [1999], "International Institutions for Reducing Global Financial Instability," *Journal of Economic Perspectives*, Volume 13, Number 4, Fall, pp. 21-42.
- Stockman, A. C. and Svensson, L. E. O. [1987], "Capital Flows, Investment, and Exchange Rates," *Journal of Monetary Economics*, 19, pp. 171-201.
- Swiston, A. [2005], "A Global View of the U.S. Investment Position," *IMF Working Paper*, WP/05/181, September.
- Tille, C. [2005], "Financial Integration and the Wealth Effect of Exchange Rate Fluctuations," Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, no. 226, October.
- 岩田健治 [2007] 「グローバル化と為替相場制度」上川孝夫・藤田誠一・向壽一編『現代国際金融論（第3版）』有斐閣ブックス。
- 岩本武和 [2005] 「国際資本移動研究の新動向」京都大学『経済論叢』第176巻第3号，9月，128-148頁。
- 岩本武和 [2009] 「金融危機とグローバルインバランス—米国の高レバレッジ型対外ポジションの脆弱性を中心にして—」『国際調査室報』第3号，11月，17-30頁。
- 北野重人 [2011] 「新興市場国における資本規制について」名古屋大学『経済科学』第59巻第3号，77-85頁。
- 田中素香 [2010] 「世界経済・金融危機とEU」田中素香編著『世界経済・金融危機とヨーロッパ』勁草書房。
- 田中素香・岩田健治編 [2008] 『現代国際金融』有斐閣。
- 西村閑也 [2004] 「国際化とグローバル化」川波洋一・上川孝夫編『現代金融論』有斐閣ブックス。
- 日本銀行国際収支統計研究会 [1996] 『国際収支のみかた』日本信用調査株式会社。
- 福田慎一・堀内昭義・岩田一政編 [2000] 『マクロ経済と金融システム』東京大学出版会。
- 福田慎一・松林洋一 [2013] 「金融危機とグローバル・インバランス」日本金融学会編『金融経済研究』，特別号，1月，199-221頁。



付図1 主要先進国からアルゼンチンへの投資の動向（単位：100万ドル）



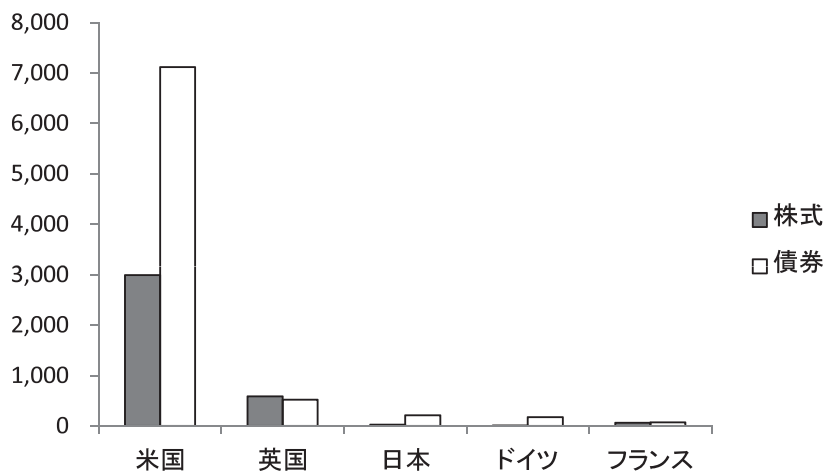
(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(注3) 利用できなかったデータは、アルゼンチンでは、英国債券（2002年）、ドイツ債券（2005年）である。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図2 主要先進国からチリへの投資の動向（単位：100万ドル）



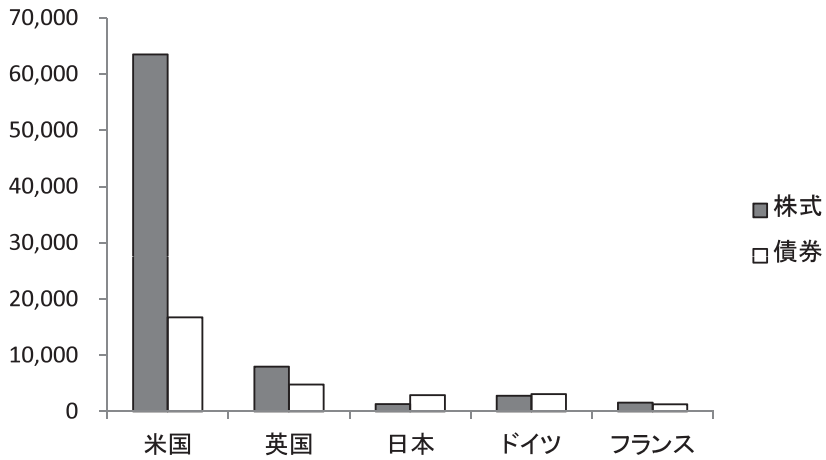
(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(注3) 利用できなかったデータは、チリでは、英国債券（2003年）である。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図3 主要先進国からブラジルへの投資の動向（単位：100万ドル）

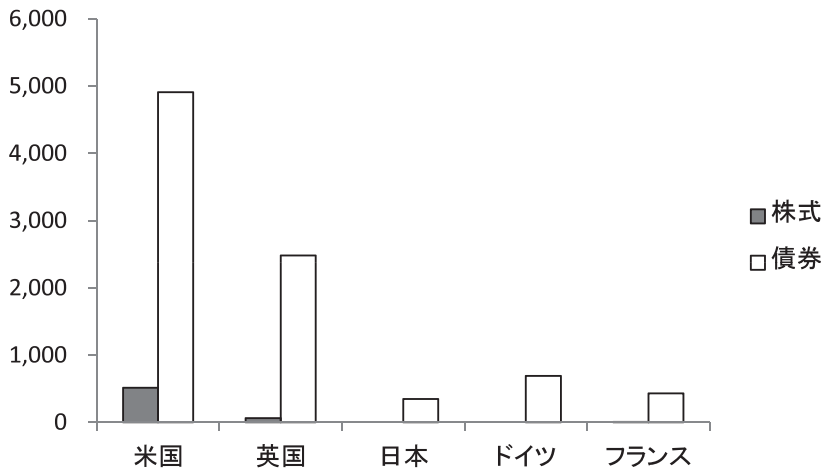


(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図4 主要先進国からベネズエラへの投資の動向（単位：100万ドル）



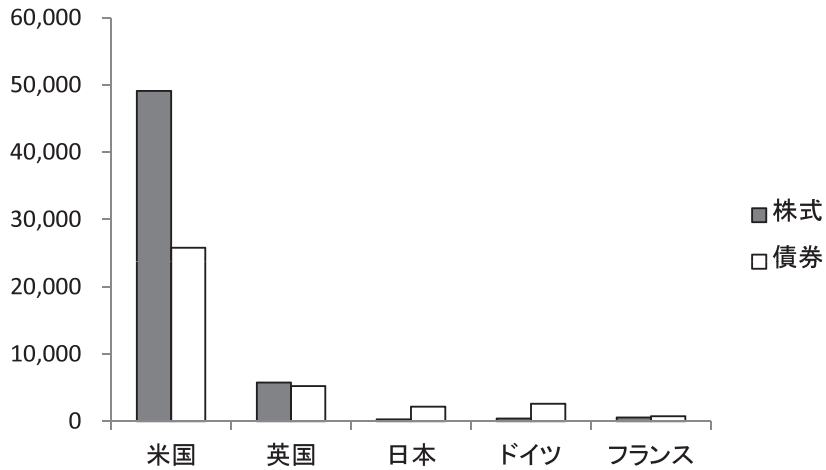
(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(注3) 利用できなかったデータは、ベネズエラでは、英国株式（2002年、2003年）、英国債券（2003年）、日本株式（2001～2007年）、ドイツ株式（2001～2007年）である。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図5 主要先進国からメキシコへの投資の動向（単位：100万ドル）

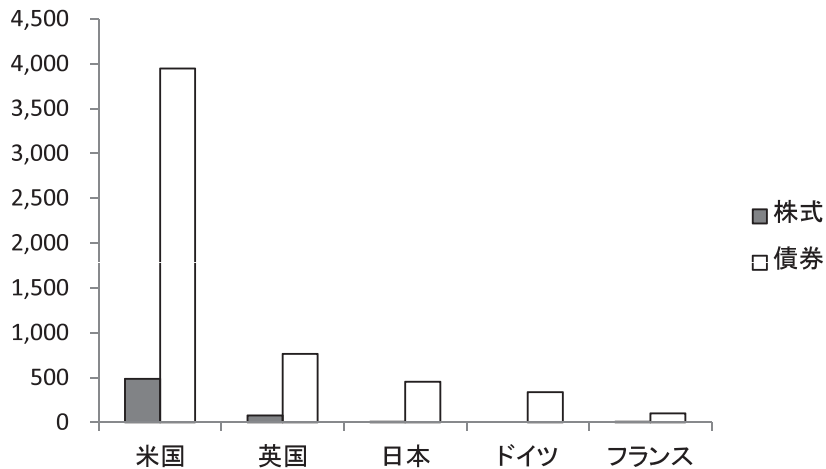


(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図6 主要先進国からコロンビアへの投資の動向（単位：100万ドル）



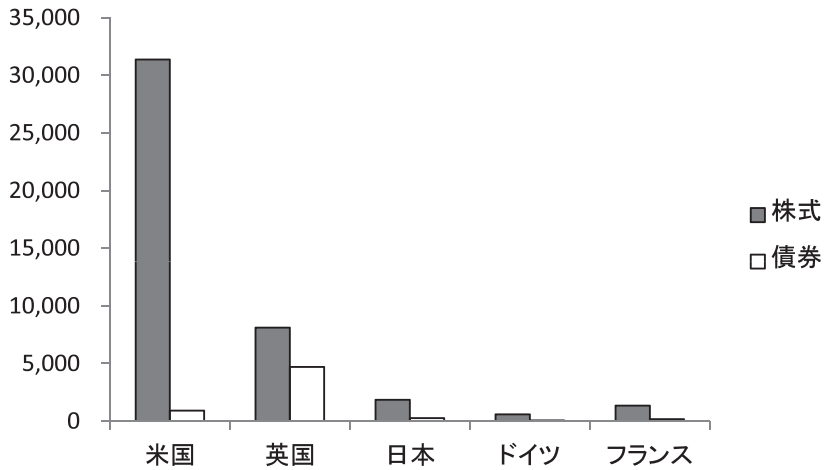
(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(注3) 利用できなかったデータは、コロンビアでは、英国株式（2002年、2005年）、英国債券（2002年、2003年、2005年）、日本株式（2002年）、ドイツ株式（2001～2007年）である。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図7 主要先進国からインドへの投資の動向（単位：100万ドル）



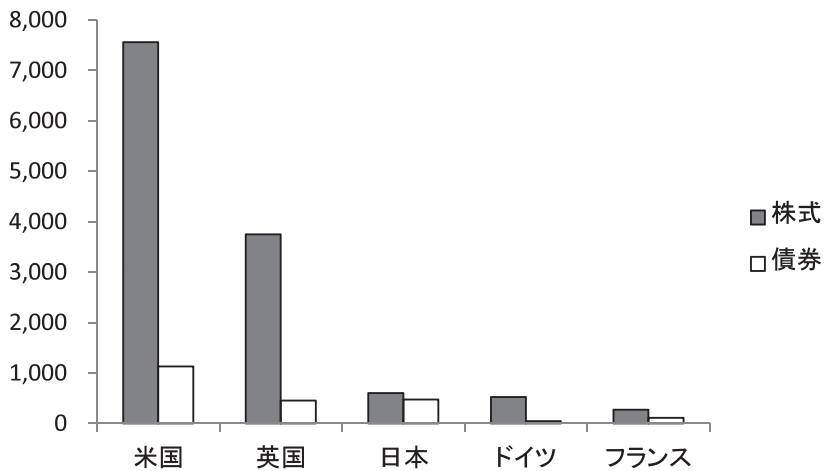
(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(注3) 利用できなかったデータは、インドでは、英国債券（2002年、2003年）である。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図8 主要先進国からタイへの投資の動向（単位：100万ドル）

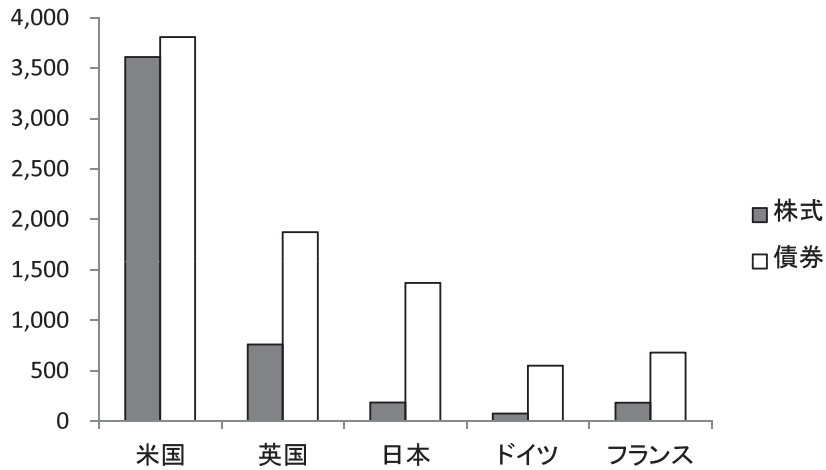


(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図9 主要先進国からフィリピンへの投資の動向（単位：100万ドル）



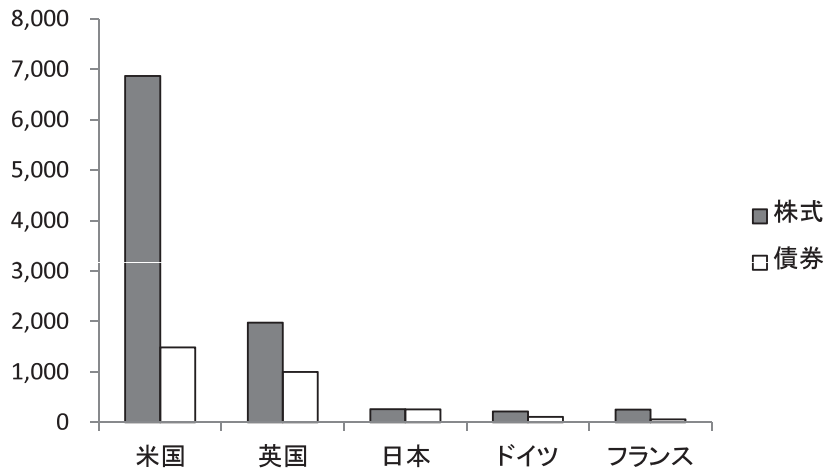
(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(注3) 利用できなかったデータは、フィリピンでは、英国債券（2002年）である。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図10 主要先進国からインドネシアへの投資の動向（単位：100万ドル）



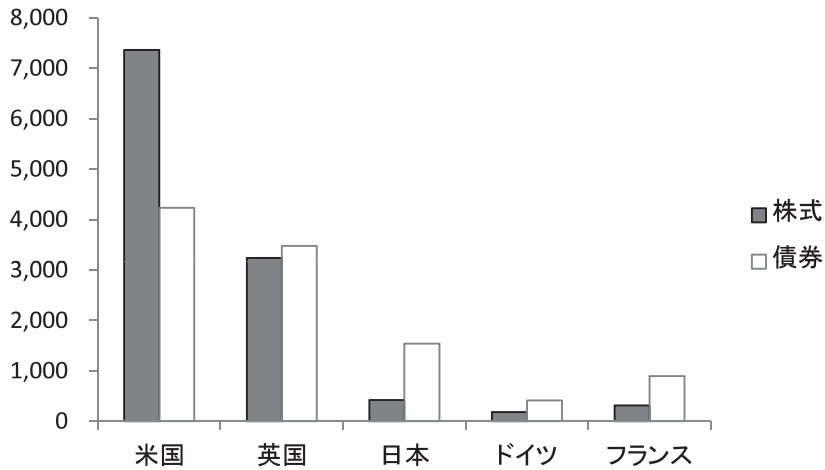
(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(注3) 利用できなかったデータは、インドネシアでは、英国債券（2002年）である。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図11 主要先進国からマレーシアへの投資の動向（単位：100万ドル）



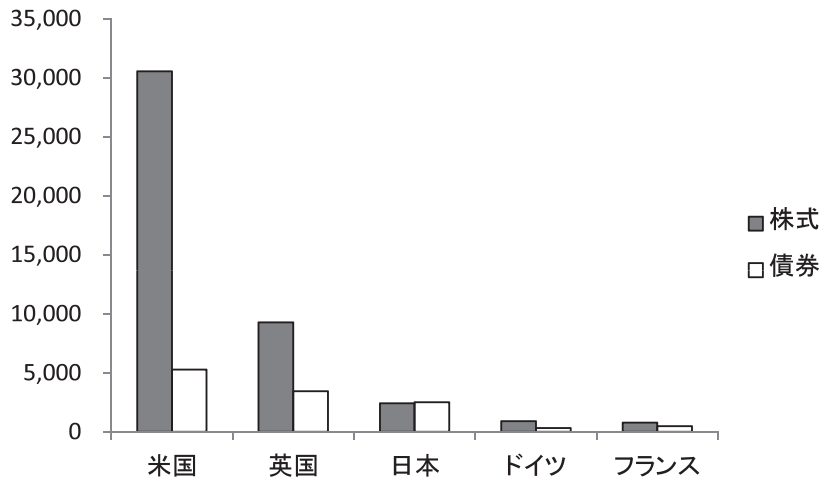
(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(注3) 利用できなかったデータは、マレーシアでは、英国債券（2002年）である。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図12 主要先進国からシンガポールへの投資の動向（単位：100万ドル）

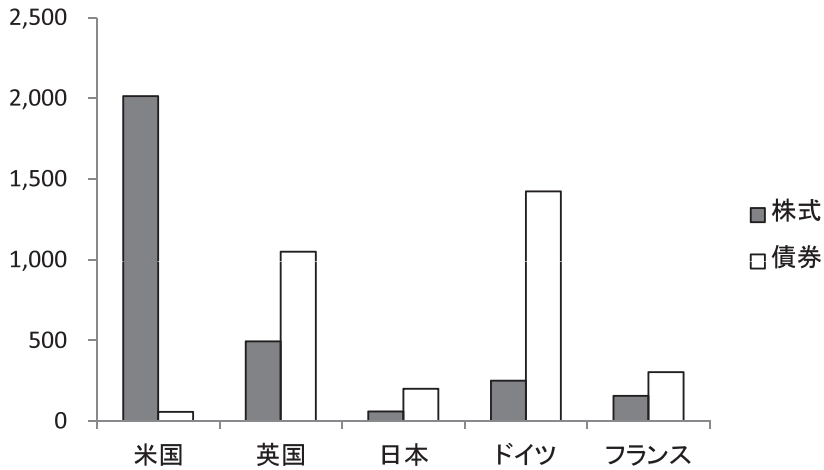


(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図13 主要先進国からチェコへの投資の動向（単位：100万ドル）



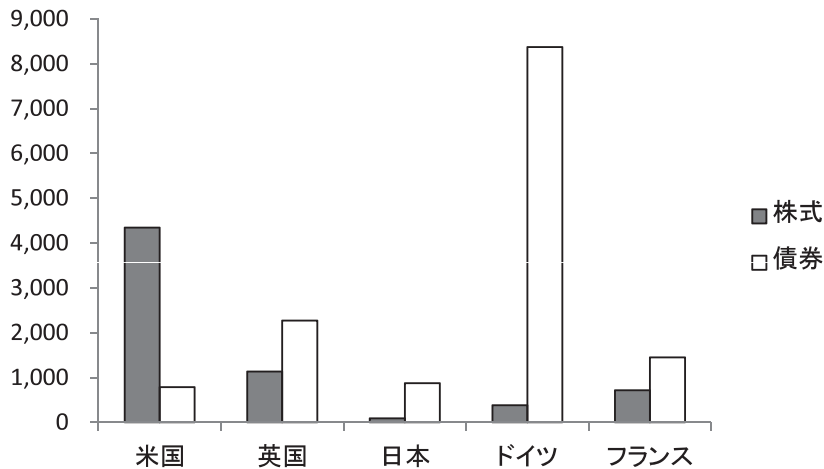
(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(注3) 利用できなかったデータは、チェコでは、英国債券（2002年、2003年）である。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図14 主要先進国からハンガリーへの投資の動向（単位：100万ドル）



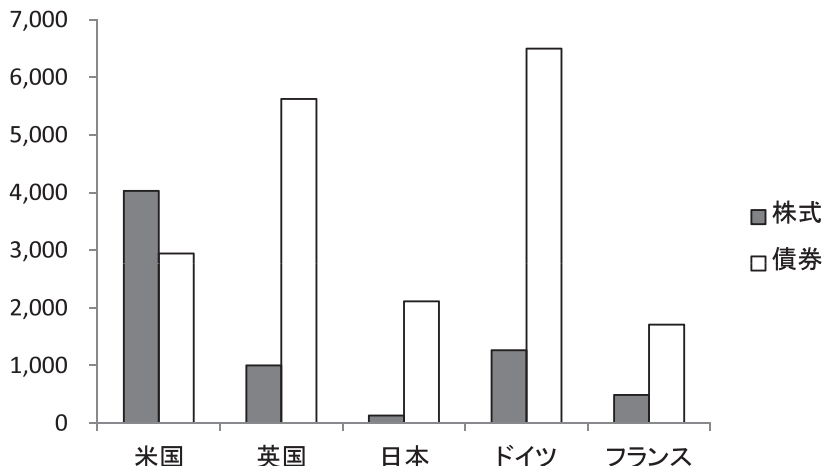
(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(注3) 利用できなかったデータは、ハンガリーでは、英国債券（2003年）である。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図15 主要先進国からポーランドへの投資の動向（単位：100万ドル）



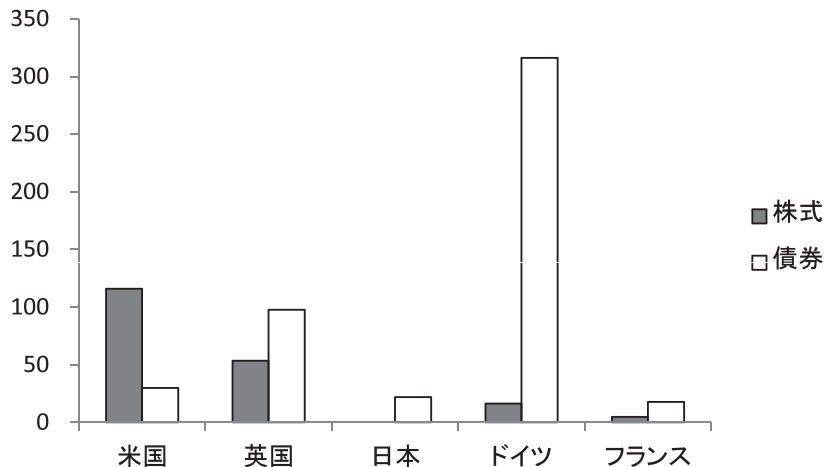
(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(注3) 利用できなかったデータは、ポーランドでは、英国株式（2003年）、英国債券（2001～2003年）である。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図16 主要先進国からエストニアへの投資の動向（単位：100万ドル）



(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

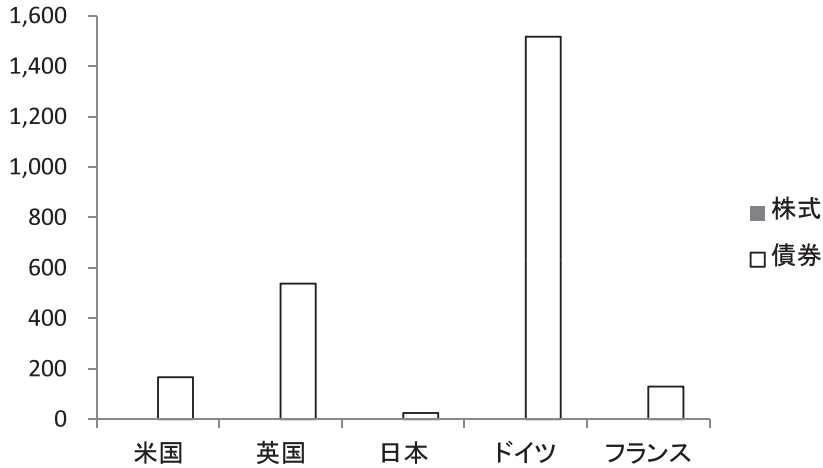
(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(注3) 利用できなかったデータは、エストニアでは、英国株式（2002年、2004～2006年）、英国債券（2002～2005年）、日本株式（2001～2007年）、日本債券（2001年、2006年、2007年）、フランス株式（2001年、2006年）、フランス債券（2001年）である。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。



付図17 主要先進国からスロバキアへの投資の動向（単位：100万ドル）



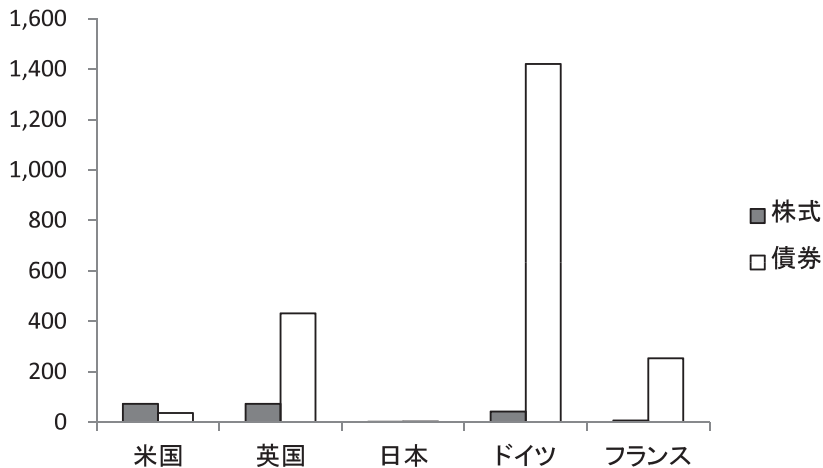
(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(注3) 利用できなかったデータは、スロバキアでは、米国株式（2001～2007年）、英国株式（2001～2007年）、英国債券（2002年、2003年、2005年）、日本株式（2001～2007年）、日本債券（2003年）、ドイツ株式（2001～2007年）、フランス株式（2001年、2005年、2006年）である。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

付図18 主要先進国からスロベニアへの投資の動向（単位：100万ドル）



(注1) データは、2001年から2007年までの平均の金額。

(注2) 債券は、短期と長期の両方を含む。

(注3) 利用できなかったデータは、スロベニアでは、英国債券（2002年、2003年、2005年）、日本株式（2001～2005年、2007年）、日本債券（2001年、2002年、2005年～2007年）、ドイツ株式（2001～2003年）、フランス株式（2001年）である。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。