

# 米国の国際収支構造と国際的な金融商品取引の現代的特徴

高山 晃 郎

## はじめに

国際資本移動の拡大は、金融論もしくは国際金融論にとって、重要な研究分野である。しかしながら、この国際資本移動の拡大について、なぜ国際資本移動は拡大するのか、国際資本移動の拡大は各国の国内金融にどのような影響を与えるのか、といったことに関しての研究成果は必ずしも十分とは言えない。また金融グローバル化が進展する中で、基軸通貨国である米国の金融論もしくは国際金融論の中での位置付けについても明確な研究の方向性が確立されているとは言い難い。

本論文の目的は、国際的な経済取引をあらわす米国の国際収支統計を分析のベースとし、その構造と特徴を明らかにすることを通じて、現代の金融論もしくは国際金融論における米国のマクロ的な位置付けについての一端を抉り出すことにある<sup>(1)</sup>。

本論文の構成は以下の通りである。第1章では、国際資本移動の現代的特徴を捉えたと考えられるこれまでの先行研究を本論文に必要な範囲で整理する。第2章の第1節では、第1章で整理した国際資本移動の特徴は、数字として、どのように金融グローバル化を牽引していると考えられる米国の国際収支構造に反映されているのかについて、既存の研究成果で示されているフォーマットをベースにして、詳細に検証する。第2章の第1節で得られる「証券投資収支」と「その他投資収支」の動向の分析結果をもとに、続く第2章第2節では、「証券投資収支」について、第2章第1節とは異なるデータを利用することにより、第2章第1節の分析結果をさらに別の角度（ストックレベルのデータ、且つ各国別データ）から考察する。第2章第3節では、第2章第1節での「その他投資収支」のうち、特に米銀の国際的な資金の移動についてのデータを掘り下げるために、FDIC（Federal Deposit Insurance Corporation）のデータを加味して考察することで、これまでの金融論の研究では必ずしも十分には扱われてこなかった国内金融と国際金融との繋がりについて検証する。第3章では、現代の国際的な金融商品取引の特徴について言及する。米国財務省が公表している外国居住者による米国内証券（米国債、政府関係機関債、社債、株式）の取得と処分のデータを

(1) 米国の基軸通貨性についての研究の蓄積は多い。最近ではGoldberg [2010] がある。Goldberg [2010] では、ドルという通貨の近年における国際的な役割について考察している。その中でGoldberg [2010] は、ドルの国際的な役割について、ユーロ導入後の10年経った今（この論文は2010年に発表されている）も、そして、ドルの価値の変化（論文のこの箇所では、減価であるとは明言されていないが、通常、このような場合は、ドルの為替レートの減価のことを表現しているものであると考えられる）や2007年の金融危機にもかかわらず、ドルは依然として国際的に大きな役割があるとしている（Goldberg [2010], p. 6）。このGoldberg [2010] の論文では、近年におけるドルの国際的な役割を分析するために、米国外で保有されているドル紙幣の状況、各国が保有している外貨準備の動向、外国為替市場でのドルの利用といった事柄について考察している。

検証する。現代の国際資本移動の拡大を詳細に分析するためには、この新しい国際的な金融商品取引の展開に注目する必要があることを指摘する。

## 1. 国際資本移動の現代の特徴を捉えた既存研究の整理

この第1章では、国際資本移動の現代の特徴を捉えたと考えられる既存研究の整理を行う。これまでの既存研究を整理すると大まかではあるが、次の3点に分けることができると考えられる<sup>(2)</sup>。第1に、金融グローバル化の恩恵を受けているのは先進国と一部の途上国であること、第2に、米国のホームバイアスの低下は、途上国への証券投資を含めることで顕著であること、第3に、途上国は、先進国からの資本流入及び資本流出に対して、何らかの対応策を講じる必要があることである。結論を先取りすることにもなるが、これらの3つの観点から捉えた国際資本移動研究から、何を抉り出すことができるのかということをもっと示しておくことにしたい。要点は次の3つである。第1に、従来の経常収支をはじめとするネットレベルでの議論では、現実の国際金融で起きている事態を把握することができないということである。第2に、国際資本移動を牽引しているのは確かに機関投資家であるが、国際資本移動の拡大に寄与してきたと考えられる銀行の存在及びその役割についての議論は、近年における国際資本移動に関する研究では十分には取り上げられてこなかった。第3に、対外資産と対外負債がともに増大していることは、データから分かることであるが、この積み上がった巨額の金額が引き起こす問題については多くの議論が見受けられるが、なぜそもそもこのように対外資産と対外負債が積み上がってきたのかを説明する研究の蓄積は必ずしも十分ではない。それでは、近年における国際資本移動の拡大に関する既存研究についての整理を行っていくことにしよう。

先ず第1の論点として指摘した金融グローバル化の恩恵に関しての先行研究を整理することにする。金融グローバル化は、どのような形で進展し、どのような結果をもたらしたのであろうか。このことについての議論を概観してみよう。結論を先取りすれば、金融グローバル化の恩恵を受けているのは先進国と一部の途上国であるということである。

Lane and Milesi-Ferretti [2003] は、次の3つの点について考察している<sup>(3)</sup>。第1に、過去20年間にわたる国際金融統合の顕著な特徴は何かということ、第2に、対外資産と対外負債のポジションの増大を金融統合の可能性を示すものとして関係付けること、第3に、対外資産と対外負債の収益率の動向を研究し、これらの収益率をポートフォリオ構成と関係付けることである。この中で、Lane and Milesi-Ferretti [2003] は、第2の点について、その論文の25頁の図1において、対外資産と対外負債の合計が1983年から2001年にかけて対GDP比で見て大きく上昇している事実を捉え、そのことを金融統合の進化であるとしている。このように Lane and Milesi-Ferretti [2003] の

(2) 無論、国際資本移動に関する研究は広範囲にわたっているため、この3つだけではないことは当然である。たとえば近年の国際金融に関する研究論文には、グローバル・インバランスに関する分析が多い。しかしながら、このグローバル・インバランスの問題も、ここで挙げた3点の結果として生じたものであるとも考えることができる。

(3) Lane and Milesi-Ferretti [2003], p. 4.

論文では、対外資産と対外負債の両方が拡大している事実に注目している。

金融グローバル化のパターンについて考察したものに、Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009] がある。Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009] は、他の研究者のデータ整理のアイデア等をもとに、金融グローバル化のパターン（原文では、Patterns of Financial Globalization）といったものについて、いくつかの興味深い記述をしている<sup>(4)</sup>。近年（論文の内容から 2000 年以降を指しているものと考えられる）の国際資本移動として、直接投資と株式投資が途上国でも重要な資本移動となっているが、依然として世界全体では、ストックレベルで見た対外負債の半分以上は債券であるとしている<sup>(5)</sup>。具体的には、例えば、ストックレベルで見た対外資産と対外負債の合計額に占める債券の形態での割合について、Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009] によれば、1980 年から 1984 年の期間では 75%であったが、2000 年から 2004 年の期間においては、59%になったとしている<sup>(6)</sup>。先進国について、ストックレベルで見た対外資産と対外負債の合計額に占める株式の形態での割合をみれば、この数字が大きく伸びている<sup>(7)</sup>。一方、エマージング諸国（Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009] の論文では、エマージング諸国と他の途上国といった 2 つのカテゴリーでデータを集計している）では、ストックレベルで見た対外資産と対外負債の合計額に占める直接投資と株式の形態での合計の割合は、1980 年から 1984 年の期間では 13%であったものが、2000 年から 2004 年の期間では、37%に上昇している<sup>(8)</sup>。また Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009] は、近年、途上国各国の保有する外貨準備の増大がデータとして顕著にあわわられていることにも言及している<sup>(9)</sup>。次に視点を変えて、各国への資本流入という側面からデータを捉えると、Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009] は、グロスレベルでの民間の資本流入の重要性を指摘し、具体的には、先進国の最も重要な資本流入の形態は債券であり、途上国では直接投資での資本流入が全体の約半分を占めていることを示している<sup>(10)</sup>。また Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009] では、エマージング諸国への資本流入のうち、株式での形態での流入が、2000 年から 2004 年の期間で 12%にまで上昇していることに注目し、エマージング諸国にとって、株式での資本流入が重要なものになったとしている<sup>(11)</sup>。

それでは、上記のような金融グローバル化の進展は、先進国と途上国の双方に、有益な効果を与えたのであろうか。この論点については、Bai and Zhang [2012]、Mody and Murshid [2005] などの論文が興味深い。まず、Bai and Zhang [2012] では、過去 20 年間における世界各国での資本移動規制の緩和により、各国は金融的な意味で統合されたと述べている<sup>(12)</sup>。Mody and Murshid [2005] によれば、1990 年代、外国から途上国への資本流入は、途上国の資本移動規制緩和の実施に伴い、途上国を発展させる役割を果たしたとしている<sup>(13)</sup>。Moshirian [2008b] によれば、様々なデータ（論

(4) Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009], pp. 16-19.

(5) Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009], p. 17.

(6) Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009], p. 17.

(7) Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009], p. 17.

(8) Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009], p. 17.

(9) Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009], p. 18.

(10) Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009], p. 18.

(11) Kose, Prasad, Rogoff and Wei [2009], pp. 18-19.

(12) Bai and Zhang [2012], p. 28.

文の内容から他の文献からのデータを念頭に置いているものと思われる)から、金融グローバリゼーションは世界中の全ての地域に行き渡っているのではないという<sup>(14)</sup>。資本は先進国と一部の途上国にまだ集中していると述べている<sup>(15)</sup>。また Moshirian [2008a] は、金融グローバリゼーションの便益を享受しているのは、そのほとんどが先進国であると、IMF のデータ等を用いながら、述べている<sup>(16)</sup>。金融グローバル化は、途上国の経済を成長させる役割を果たしていたのであろうか。Gruben and Mcleod [1998] は、国際資本移動と自国(途上国)の経済成長との間には強い関係があるとしている。この論文では、18カ国(アルジェリア、アルゼンチン、ブラジル、チリ、中国、コロンビア、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、メキシコ、モロッコ、ペルー、フィリピン、ポルトガル、タイ、トルコ、ベネズエラ)を研究対象として考察した結果、国際資本移動(論文の内容から自国[途上国]への資本流入)と経済成長との間には関係が存在し、特にその傾向は、アジア諸国よりもラテンアメリカ諸国で、より強く見られることを主張している<sup>(17)</sup>。この論文で彼らがデータとして用いている国際資本移動は、直接投資と証券投資である。そしてそのデータの扱いは、論文の記述等から判断して、ネットレベルでの国際資本移動を用いて分析を進めたものと考えられる。また Gruben and Mcleod [1998] では、国際資本移動(論文の内容から自国[途上国]への資本流入)のうち、直接投資と証券投資のそれぞれについて、自国の経済成長との関連を考察した結果、直接投資と証券投資の両方とも、自国の経済成長にプラスの影響を与えていると述べた上で、直接投資は自国の経済成長に強い影響を与えているとし、また証券投資の効果(自国の経済成長に対しての効果)は小さくはないとしている<sup>(18)</sup>。

次に、第2の論点として指摘した米国の途上国への証券投資に関しての既存研究を整理したい。金融グローバル化を牽引してきたのは米国であると考えられる。近年におけるホームバイアスは、どのような展開を見せているのであろうか<sup>(19)</sup>。Kho, Stulz and Warnock [2006] は、1994年から2004年の期間における大きな資本市場を持つ国への投資という限定付きでは、米国投資家のホームバイアスは特に大きく低下したわけではなかったとしている<sup>(20)</sup>。しかしながら、世界各国への投資というカテゴリーで見れば、米国投資家のホームバイアスは低下しているとしている<sup>(21)</sup>。Burger

(13) Mody and Murshid [2005], p. 249.

(14) Moshirian [2008 b], p. 1438.

(15) Moshirian [2008 b], p. 1438.

(16) Moshirian [2008 a], p. 475.

(17) Gruben and Mcleod [1998], p. 298.

(18) Gruben and Mcleod [1998], p. 297.

(19) Lane [2000] によれば、各国における国際投資ポジションの大きさは、貿易の開放度と洗練された国内の金融市場の存在に関連があるという(Lane [2000], p. 527, p. 532)。洗練された国内の金融市場を持つことにより、各国は外国の金融資産を取得する際に、その取引コストを削減できるのだという(Lane [2000], p. 527, p. 532)。

Peristiani [2007] では、論文のタイトルからも分かるように、米国金融市場とりわけ資本市場の相対的な強さといったものを問題意識として持っている、この中で、米国企業は、ユーロ債券市場から巨額の資金調達をしているにもかかわらず、依然として、本国である米国金融市場とユーロ債券市場を相互に補完的なものとして、利用していることを指摘している(Peristiani [2007], p. 7)。さらに、その理由として、米国企業の資金ニーズを満たす上で、米国金融市場が重要であると言った内容のことを記述している(Peristiani [2007], p. 7)。

(20) Kho, Stulz and Warnock [2006], p. 19.



and Warnock [2003] によれば、米国の投資家は分散投資の意思決定において信用リスクと過去の投資リターンを考慮しているという<sup>(22)</sup>。また途上国での外国の参加者の水準は、特定の国のその状況に左右されるとしている<sup>(23)</sup>。さらに、Burger and Warnock [2003] では、途上国は、債権者に有利な政策を実施すれば、自国において、現地通貨建ての債券市場を発展させることができ、多くの外国の参加者を引き付けるであろうと述べている<sup>(24)</sup>。途上国での債券市場の発展は利回り曲線とデリバティブ取引を作り出し、そのことは債券投資と通貨投資の結びつきを緩和することにつながると主張している<sup>(25)</sup>。参考までに以下のような指摘をした論文がある。Warnock and Mason [2000] では、彼ら自身の米国の外国株式の保有に関する推定したデータを基にしながら、米国の公表している国際的な株式取引のデータは、現実とは異なっているのではないかという問題提起をしている<sup>(26)</sup>。そして、上記の原因一つとして、金融センターの取引のデータに原因があるとし、その中でも特に香港のデータは、米国の示している数字よりもかなり大きいのではないかと指摘している<sup>(27)</sup>。

それでは、第3の論点として指摘した途上国の先進国からの資本流入及び資本流出に対する対応策についての議論を見ていくことにしよう。ここでは、特に途上国での通貨危機及び金融危機についての論文を見ていくことにしよう。Binici, Hutchison and Schindler [2010] によれば、国際資本移動規制に関して、資本流出規制のみが効果的であると論じている<sup>(28)</sup>。Rogoff [1999] は、クルーグマンなどの議論にも言及しながら、資本流出規制について、アジア通貨危機の事例なども紹介しながら論じている<sup>(29)</sup>。Rogoff [1999] はこの論文の中で、1998年9月28日にクルーグマンは投機的なアタックに対処するための資本流出規制の必要性についての論文を発表したのだが、その翌日にはマレーシアで資本流出規制が実施されたことを記述している<sup>(30)</sup>。Rogoff [1999] は、資本流出規制の抱える課題について述べている。具体的には、国際社会が資本流出規制について好ましくないとする様々な考えがあることを前置きした上で、例えば、このような規制は、投資家を追い払うことになるかもしれないという。結局のところ、規制によって得ることのできる便益よりも問題のほうが大きいかもしれないと述べている<sup>(31)</sup>。Wright [2006] は、途上国市場への資本流入について、公的部門から民間部門へと顕著にシフトしていると述べ、具体的には、途上国市場の債務残高に占める民間部門の割合は、1990年の5%から2000年には25%へと約5倍以上に上昇したと記述している<sup>(32)</sup>。Wright [2006] では、近年における途上国市場での国債などへの資本流入から民間部門への資本流入へのシフトといった現象は、将来の資本流入、それらの効率性、将来の債務不履行の可能性などを見据えた多くの投機的な行動を引き起こしているといった内容のことを記している<sup>(33)</sup>。Reinhart and Reinhart [2009] では、各国への資本流入には、循環的な動きがあることに注目し、特に、資本流入が増大した時期について、181カ国を対象にして、その増大の時期を1960年から2007

(21) Kho, Stulz and Warnock [2006], p. 19.

(22) Burger and Warnock [2003], p. 21.

(23) Burger and Warnock [2003], p. 21.

(24) Burger and Warnock [2003], p. 21.

(25) Burger and Warnock [2003], p. 21.

(26) Warnock and Mason [2000], pp. 15-16.

(27) Warnock and Mason [2000], p. 16.

(28) Binici, Hutchison and Schindler [2010], p. 667.

年までの時期について示している。Reinhart [2009]によれば、各国へ資本の流入が増大する期間は、おおよそ2年間であるとしている<sup>(34)</sup>。それでは具体的に、各国への資本流入が増大していた時期とはいつであったのであろうか。Reinhart and Reinhart [2009]の表3によれば、米国は、2002年から2007年の期間であるという。英国は、1960年から1976年、1988年から1990年、2005年から2007年であったという。このReinhart and Reinhart [2009]は、各国への資本流入と、流入した国での通貨危機及び金融危機との関係について、その一端を明らかにしようとした論文であると考えられる。Reinhart and Reinhart [2009]では、1980年代初頭、正確には1975年から1982年に、資本が流入した国が多かった事実について指摘し、その後、1980年代に債務危機が起こったことについて触れている<sup>(35)</sup>。またReinhart and Reinhart [2009]によれば、2002年に南米のウルグアイで危機が生じたが、ウルグアイでは、その直前の2001年に資本が大量に流入していたという<sup>(36)</sup>。このような状況の中で、Choi, Sharma and Stromqvist [2007]によれば、グローバルな金融の安定性において重要なことは、適切な外貨準備の水準を決めること（論文の内容から途上国の外貨準備のことと考えられる）と、途上国市場の貯蓄を、途上国市場の金融の安定性を損なうことのない形で、

29) 事後的な規制に関して、Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008]では、先ず、マレーシア（1998年）、スペイン（1992年）、タイ（1997年から1998年）について、これらの国々で採用した資本移動規制の特徴として、行政による間接的な支配に結びつけながら、規制の焦点を資本流出に当てていることを指摘している（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 124）。これらの国の政策目標は、銀行危機もしくは通貨危機の期間中、資本流出を制限すること、より柔軟でかつ縮小の金融政策を奨励することなどであった（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 124）。これらの国での政策効果としてDesormeaux, Fernandez and Garcia [2008]によれば、理想的には資本移動規制というものは、改革（例えばマレーシア）がなされるまでの一時的な措置として採用すべきものであり、もしも資本移動規制を回避することの動機（自国と外国との金利差が大きい）が大きい場合、もしくは規制があまり制限的でない場合（タイのケース）には、資本移動規制は耐久性がなく効果的でないという（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 124）。この論文ではクルーグマンの論文を参考にしているようである。

また事後的な規制の別のケースとして、Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008]では、ルーマニア（1996年から1997年）、ロシア（1998年から2001年）、ベネズエラ（1994年から1996年）を取り上げている。これらの国での政策の特徴は、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（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 124）。これらの国の政策目標は、経常取引と資本取引の両方において、かなりの通貨の制限を課すというものである（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 124）。これらの国で見られた政策効果として、Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008]は、資本移動規制は、経常収支への圧力を一時的には緩和したが、不均衡の基本的な原因に対して、有効には機能しなかったとしている（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 124）。またルーマニアとベネズエラのケースにおいて、資本移動規制は、国際金融市場へのアクセスを制限した。このことは、マクロ経済及び金融の不均衡の問題の解決に、通貨当局を集中させることになったのである（Desormeaux, Fernandez and Garcia [2008], p. 124）。

30) Rogoff [1999], p. 34.

31) Rogoff [1999], p. 35.

32) Wright [2006], p. 120.

33) Wright [2006], p. 142.

34) Reinhart and Reinhart [2009], p. 22.

35) Reinhart and Reinhart [2009], p. 19.

36) Reinhart and Reinhart [2009], pp. 20-21.

彼ら（途上国）の貯蓄を活用することであるという<sup>(37)</sup>。

## 2. 金融グローバル化の時代における米国の国際収支の構造と特徴

### 2.1. 1985年以降における米国の国際収支の動向

第1章において、近年における金融グローバル化の実態に関する論文について整理した。この金融グローバル化を牽引した一つの要因として、米国の機関投資家の証券投資があったことは、比較的によく知られている事実であろう。この第2章では第1章を受ける形で、金融グローバル化を牽引してきたと考えられる米国について、第1章で指摘された研究成果は米国の国際収支統計にどのような形で数字としてあらわれているのかを考察してみよう。

表1は、1985年から2011年までの米国の国際収支の構造について、寿崎 [2008] の研究成果を参考にして作成したものである。表1の右側の項目は、各期間での合計額であり、「1985年から2000年」、「1995年から2007年」、「2001年から2011年」、「1985年から2011年」と4つの指標を作成した。これらの指標の作成にあたっては、1985年頃から国際金融取引が活発化したこと、1990年代後半以降に途上国の資本移動規制が緩和されてきたこと、2007年までのデータを集計することによりサブプライム危機の影響を取り除くこと、などを基準にした。データはすべてフローのデータであり、米国商務省のBureau of Economic Analysisのデータベースから作成している。この表1のうち、経常収支の動向に注目すると、よく言われているように、米国の経常収支は赤字であり、その赤字額は顕著に増大している。この経常収支の赤字をファイナンスする形で、米国の投資収支は黒字である<sup>(38)</sup>。

第1章から得られた結論の一つに、近年における金融グローバル化を象徴する現象として、証券投資の増大があった。このことは米国の国際収支の投資収支の項目にどのようにあらわれているのであろうか。投資収支を規定している項目について検証してみると、表1から、「証券投資収支」項目が大きく影響していることが分かる。具体的には、表1の右側の項目「1995年から2007年」から分かるように、「証券投資（資産）」よりも「証券投資（負債）」の金額のほうが遥かに大きい<sup>(39)</sup>。「証券投資（負債）」は、外国から米国への資本流入を意味している。その中身を見ると、外国政府による外貨準備の積み上がりにもつながる米国債への投資と、それ以上に民間経済主体から米国金融市場への証券投資の大きさといったことが目に付く<sup>(40)</sup>。表1の投資収支の項目について、証券投資以外の項目にも目を配ると、「直接投資収支」では、「直接投資（資産）」と「直接投資（負債）」との金額にはそれほど大きな差はない。また「その他投資収支」では、「その他投資（資産）」と「その他投資（負債）」との金額の差は、証券投資の項目ほどの差はない。この「その他投資収支」の項目

<sup>(37)</sup> Choi, Sharma and Stromqvist [2007], p. 27.

<sup>(38)</sup> Hellerstein and Tille [2008] では、米国の国際収支について検証し、その結果、一般的には、経常収支の変動が大きいことは、懸念材料であると考えられているが、経常収支の変動は、国際的なリスクの移転を意味しているものであり、懸念材料ではなく、むしろ高い経済厚生をもたらす可能性があるとして述べている。(Hellerstein and Tille [2008], p. 7)。

表1 米国の国際収支(単位:100万ドル)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
経常収支	-118,155	-147,176	-160,655	-121,153	-99,486	-78,969	2,898	-51,614	-84,806	-121,612	-113,567	-124,764	-140,726	-215,062	-301,656	-416,339
投資収支	103,336	116,293	158,656	142,172	72,687	60,281	38,071	90,038	80,585	118,891	92,580	127,808	219,987	73,748	229,401	477,991
直接投資収支	815	11,425	23,436	35,207	24,827	11,311	-14,718	-28,443	-32,588	-34,046	-40,974	-5,383	800	36,401	64,510	162,062
直接投資(資産)	-18,927	-23,995	-35,034	-22,528	-43,447	-37,183	-37,889	-48,266	-83,950	-80,167	-98,750	-91,885	-104,803	-142,644	-224,934	-159,212
直接投資(負債)	19,742	35,420	58,470	57,735	68,274	48,494	23,171	19,823	51,362	46,121	57,776	86,502	105,603	179,045	289,444	321,274
証券投資収支	62,775	103,657	74,028	81,662	47,847	536	24,444	40,411	11,234	64,882	119,111	221,658	172,831	51,103	164,628	297,708
証券投資(資産)	-7,481	-4,271	-5,251	-7,980	-22,070	-28,765	-45,673	-49,166	-146,253	-63,190	-122,394	-149,315	-116,852	-130,204	-122,236	-127,908
証券投資(負債)	70,256	107,928	79,279	89,642	69,917	29,301	70,117	89,577	157,487	128,072	241,505	370,973	289,683	181,307	286,864	425,616
外国政府:米国債	-1,139	33,150	44,802	43,050	1,532	30,243	16,147	22,403	53,014	36,827	72,712	120,679	-2,161	-3,589	32,527	35,710
外国その他:米国債	20,433	3,809	-7,643	20,239	29,618	-2,534	18,826	37,131	24,381	34,274	91,544	147,022	130,435	28,581	-44,497	-69,983
外国その他:その他証券	50,962	70,969	42,120	26,353	38,767	1,592	35,144	30,043	80,092	56,971	77,249	103,272	161,409	156,315	298,834	459,889
その他投資収支	39,746	1,211	61,192	25,303	13	48,434	28,345	78,070	101,939	88,055	14,443	-88,467	46,356	-13,756	263	18,221
その他投資(資産)	-14,486	-83,770	-48,159	-72,153	-84,573	-13,128	13,411	19,121	31,030	-40,926	-121,378	-178,877	-262,810	-74,198	-165,639	-273,113
米国一般政府	-2,821	-2,022	1,006	2,967	1,233	2,317	2,924	-1,667	-351	-390	-984	-989	68	-422	2,750	-941
米国銀行	-1,323	-59,975	-42,119	-53,927	-58,160	12,379	-610	21,175	30,615	-4,200	-75,108	-91,555	-141,118	-35,572	-70,685	-133,382
米国その他部門	-10,342	-21,773	-7,046	-21,193	-27,646	-27,824	11,097	-387	766	-36,336	-45,286	-86,333	-121,760	-38,204	-97,704	-138,790
その他投資(負債)	54,232	84,981	109,351	97,456	84,586	61,562	14,934	58,949	70,909	128,981	135,821	90,410	309,166	60,442	165,902	291,334
米国政府:外国政府	844	2,195	-2,326	-467	160	1,868	1,367	2,191	1,313	1,564	-105	-982	-881	-3,326	-2,863	-1,825
米国政府:その他	-1,469	-884	-1,007	-2,506	1,835	-1,586	1,359	-688	2,585	-2,473	3,265	1,323	-208	-3,487	915	3,127
米国銀行:外国政府	645	1,187	3,918	-319	4,976	3,385	-1,484	16,571	14,841	3,665	34,008	5,704	22,286	-9,501	12,964	5,746
米国銀行:その他	41,045	76,737	86,537	63,744	51,780	-3,824	3,994	16,216	25,063	104,338	30,176	16,478	149,026	39,769	54,232	116,971
米ドル紙幣	3,316	2,421	3,866	4,111	3,749	16,586	12,813	11,086	16,618	20,585	8,840	14,151	22,425	13,847	24,407	-3,357
米国その他部門	9,851	3,325	18,363	32,893	22,086	45,133	-3,115	13,573	10,489	1,302	59,637	53,736	116,518	23,140	76,247	170,672



	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	合計 (1985年 から2011年)	合計 (2001年 から2011年)	合計 (1985年 から2000年)	合計 (1985年 から2007年)
経常収支	-396,603	-457,247	-519,089	-628,518	-745,774	-800,021	-710,304	-677,134	-381,896	-441,952	-465,926	-8,517,906	-6,225,064	-2,292,842	-5,570,270
投資収支	405,165	504,196	531,356	529,526	686,620	777,066	611,160	768,362	247,110	370,630	533,214	8,166,930	5,964,405	2,202,525	5,266,604
直接投資収支	24,672	-70,088	-85,814	-170,257	76,403	-1,771	-192,873	-18,989	-139,009	-122,046	-185,344	-670,474	-885,116	214,642	-202,312
直接投資 (資産)	-142,349	-154,460	-149,564	-316,223	-36,235	-244,922	-414,039	-329,081	-289,451	-327,877	-419,332	-4,077,147	-2,823,533	-1,253,614	-2,280,020
直接投資 (負債)	167,021	84,372	63,750	145,966	112,638	243,151	221,166	310,092	150,442	205,831	233,988	3,406,673	1,938,417	1,468,256	2,077,708
証券投資収支	343,483	426,105	380,312	619,493	544,821	688,288	575,644	786,033	196,704	651,423	196,374	6,957,195	5,418,680	1,538,515	4,615,185
証券投資 (資産)	-90,644	-48,568	-146,722	-170,549	-251,199	-365,129	-366,512	197,347	-227,024	-138,984	-146,797	-2,903,790	-1,754,781	-1,149,009	-2,208,232
証券投資 (負債)	434,127	474,673	537,034	790,042	796,020	1,053,417	942,156	588,686	423,728	790,407	343,171	9,860,985	7,173,461	2,687,524	6,823,417
外国政府：米国債	54,620	90,971	224,874	314,941	213,334	428,401	269,897	591,381	437,324	353,294	158,735	3,673,679	3,137,772	535,907	1,852,916
外国その他：米国債	-14,378	100,403	91,455	93,608	132,300	-58,229	66,845	162,944	-15,451	297,797	240,878	1,559,808	1,098,172	461,636	695,106
外国その他：その他証券	393,885	283,299	220,705	381,493	450,386	683,245	605,414	-165,639	1,855	139,316	-56,442	4,627,498	2,937,517	1,689,981	4,275,395
その他投資収支	37,010	148,179	226,858	80,290	65,396	90,549	228,389	1,318	189,415	-158,747	522,184	1,880,209	1,430,841	449,368	853,731
その他投資 (資産)	-144,712	-87,937	-30,661	-516,903	-273,293	-678,052	-672,931	468,690	449,195	-470,788	98,353	-3,228,687	-1,859,039	-1,369,648	-3,480,504
米国一般政府	-486	345	537	1,710	5,539	5,346	-22,273	-529,615	541,342	7,540	-103,666	-91,003	-93,681	2,678	-9,800
米国銀行	-135,706	-38,260	-13,014	-366,047	-207,625	-502,099	-649,730	542,128	-245,842	-511,297	213,627	-2,617,430	-1,913,865	-703,565	-2,459,901
米国その他部門	-8,520	-50,022	-18,184	-152,566	-71,207	-181,299	-928	456,177	153,695	32,969	-11,608	-520,254	148,507	-668,761	-1,010,803
その他投資 (負債)	181,722	236,116	257,519	597,193	338,689	768,601	901,320	-467,372	-259,780	312,041	423,831	5,108,896	3,289,880	1,819,016	4,334,235
米国政府：外国政府	-2,309	137	-723	-134	-421	2,816	5,436	9,029	58,206	12,321	9,063	92,148	93,421	-1,273	-5,180
米国政府：その他	5,796	3,616	5,275	13,703	20,095	34,357	96,691	103,900	53,604	40,540	14,018	391,626	391,525	101	184,398
米国銀行：外国政府	-29,978	21,221	48,643	69,245	26,260	22,365	109,019	-149,676	-68,848	-7,967	30,010	188,886	70,294	118,592	337,982
米国銀行：その他	118,379	96,410	97,207	335,206	214,736	462,043	517,628	-428,337	-324,330	175,871	309,177	2,446,272	1,573,990	872,282	2,248,261
米ドル紙幣	23,794	18,861	10,591	13,301	8,447	2,227	-10,675	29,187	12,632	28,319	54,996	387,144	191,680	175,464	146,859
米国その他部門	66,110	95,871	96,526	165,872	69,572	244,793	183,221	-31,475	8,956	62,957	6,567	1,622,820	968,970	653,850	1,421,915

(注) この表の作成にあたっては、寿崎 [2008] の56-57頁に示されている「アメリカの国際収支」のフォーマットを利用して、作成した。ただし、筆者の方で一部、文言の修正などを行っている。

(出所) U.S. Department of Commerce, *Bureau of Economic Analysis* より作成。

を規定しているのは、銀行部門であり、「その他投資（資産）」は外国への貸出が主なものであり、「その他投資（負債）」は外国からの預金である<sup>(41)</sup>。

この表1の米国の国際収支表から分かるように、米国の国際収支の構造を大きく規定しているのは、外国から米国、そして米国から外国への証券投資の動向である。次の第2章第2節では、この証券投資の動向について、第1章で見た途上国とのかかわりといった観点から、米国と途上国との間における証券投資の動向について見ていく。さらに、この米国の国際収支統計から、国際的な資本取引に、米銀が大きくかかわっていることがデータから把握できたので、この点についても考察を加えたい。というのは、これまで、金融論の研究論文では、便宜上、国内金融と国際金融とを分けて研究してきたという経緯がある。そこで本論文の第2章第3節では、米国の国際収支統計のデータをベースとしながらも、その他のデータ（例えば米銀のバランスシート構造）なども加味して、国際的な資本取引という切り口から米銀を分析し、これまでの金融論の研究ではあまり扱われてこなかった国内金融と国際金融とのつながりの一端を明らかにしたい。

## 2.2. 証券投資の拡大：「証券投資収支」に対応させながら

それでは、米国を取り巻く証券投資の動向（資本流出と資本流入の両方を含む）について、米国と途上国とのつながりという観点から、データを見ていくことにしたい。第2章第1節ですでに指摘したように、米国の国際収支構造を規定している最大の要因は証券投資収支である。ここでは、この米国の証券投資について、第2章第1節とは異なる視点で考察する。第2章第1節での米国の

<sup>39)</sup> Gourinchas and Rey [2005] では、米国のグロスレベルでの対外資産と対外負債について、それぞれ、米国GDPに占める割合を推計したデータを利用して、1952年から2004年の期間にかけて、大きく3つの時期の特徴について、以下の結果を報告している。第1に、1970年代は、中東諸国が（論文の内容から判断して中東諸国と考えられる）、石油で獲得したドルを米国へ投資した時期であった。このことは、1982年のラテンアメリカの債務危機の時まで続いた。第2に、1990年代末において、株式投資のホームバイアスは浸食された。すなわち各国は、外国への株式投資を活発にした。このことは米国の対外資産のポートフォリオにおいて顕著に現れていた。第3に、2000年から2001年にかけては、米国（論文の内容から判断して米国と考えられる）の株式市場のバブルの時期であり、このことは米国のグロスレベルの対外資産と対外負債の両方に影響を与えた。（Gourinchas and Rey [2005], p. 13）。

<sup>40)</sup> 外国から米国への民間レベルでの資本流入（証券投資）は、Tille [2005] のデータにもあるように債券の形態が主体である。

<sup>41)</sup> 米国の銀行は、外国での支店および子会社の活動、デリバティブでのポジションの動向などを通じて、かなりのリスクにさらされているという（Cetorelli and Goldberg [2006], p. 1）。大庭 [2004] では既存の研究を用いながら、銀行はなぜ多国籍化するのかという議論を、その要因について次の8つに整理している（大庭 [2004], 107-108頁）。第1に「利益極大化」、第2に「国内業務の成長鈍化にたいする対応」、第3に「多国籍企業の海外進出に伴う国内顧客のフォロー（機会損失の排除）」、第4に「自国で規制された業種の許容された国での展開（例えばアメリカの銀行が行った、ヨーロッパ諸国における投資銀行業務の展開）」、第5に「ユーロ市場、オフショア市場のような、銀行業務規制や監督が少ない市場、あるいは利子源泉課税や法人税などの税金上優遇措置のある市場での業務展開」、第6に「海外支店・子会社等を設けることにより、それまで他行取引により失われていた利益を獲得（例えば外国為替取引や資金取引のグループ内市場形成による内部化）」、第7に「ホスト・カンントリーでの現地居住者との取引拡大」、第8に「国内市場がタイトな時の海外からの資金調達（特にユーロ市場から）」であるとしている。

証券投資に関するデータは、フローレベルのものであったが、ここでは、ストックレベルのデータを用い、且つ各国別にデータを整理したものを使用する。

まず米国の外国への証券投資から見ていくことにしよう。フローレベルから作成した付図1からも確認できるように、国際収支統計での証券投資（資産）は、2000年以降から急激に増大し、2008年のリーマンショックで減少に転じたものの、最近では、証券投資（資産）は再び、増大する傾向にある。このことを念頭に置きながら、今度は、表2の米国財務省、米国連邦準備制度理事会、ニューヨーク連邦準備銀行が共同で公表している米国の証券投資データ（ストックレベル）について見てみよう。表2は、米国の各国への証券投資のデータについて整理したものであり、特に表の右側の部分は、各年の平均、米国の証券投資額全体に占める割合などについて、時期区分の概念も織り込みながら作成したものである。

この表2から、「その他」に分類されている国は、米国の証券投資全体の約35%以上を占めている。1994年と2007年を比較すると、若干ながら、「その他」の国々の占める割合は上昇している。だが金融グローバル化の進展が指摘されている程には、それほどの上昇幅を明示的に読み取ることにはできない。むしろこの表2において、目に付くことは、米国からケイマン諸島への証券投資の伸び率の高さである。1994年と2007年とのデータを比較した伸び率は、4,500%であり、2001年と2007年とのデータの比較では、その伸び率は620%であった。この2000年前半の急激な投資額の伸びは、付図1の2000年前半のフローレベルでの伸びと対応していると考えるのが妥当である。ケイマン諸島は、米国の証券投資の投資先として、2011年時点において、英国に次いで2番目に位置している（表2参照）。Lane and Milesi-Ferretti [2010] では、ケイマン諸島、バハマ、バーレーンといった「小さな国際金融センター（論文では、small international financial centers という用語）」が、グローバルな金融システムの中で果たしている役割について考察している<sup>(42)</sup>。これらの金融センターは、クロスボーダーの資本移動において、重要な金融仲介の役割を果たしているとしている<sup>(43)</sup>。「小さな国際金融センター」は、大部分のケースにおいて、純粋に金融仲介を行っている<sup>(44)</sup>。国際的な投資の最終的な目的地ではない<sup>(44)</sup>。「小さな国際金融センター」のその他の国とのつながり、とりわけ先進国との結びつきは、とても重要なものである<sup>(45)</sup>。

それでは、「この小さな国際金融センター」では、どのような活動が行われているのであろうか。Lane and Milesi-Ferretti [2010] によれば、国際銀行業務について、多くの銀行はオフバランスシート活動のために「小さな国際金融センター」を使っているという<sup>(46)</sup>。例えば、オンショアの銀行は、2003年から2007年の期間にかけての証券化ブームの際に、オフショアセンターにSIV（struc-

<sup>(42)</sup> Lane and Milesi-Ferretti [2010], p. 3. この論文での「小さな国際金融センター（small international financial centers）」とは、Andorra, Anguilla, Antigua and Barbuda, Aruba, Bahamas, Bahrain, Barbados, Belize, Bermuda, Cayman Islands, Gibraltar, Guernsey, Isle of Man, Jersey, Lebanon, Liechtenstein, Macao SAR of China, Mauritius, Monaco, Nauru, Netherlands, Antilles, Palau, Panama, Samoa, St. Kitts and Nevis, St. Lucia, St. Vincent and the Grenadines, Turks and Caicos Islands, Vanuatu, British Virgin Islands のことを指している（Lane and Milesi-Ferretti [2010], p. 13）。

<sup>(43)</sup> Lane and Milesi-Ferretti [2010], p. 3.

<sup>(44)</sup> Lane and Milesi-Ferretti [2010], p. 3.

<sup>(45)</sup> Lane and Milesi-Ferretti [2010], p. 3.

表2 米国から外国への証券投資の動向 (単位: 10億ドル)

	1994	2001	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	各年の平均 (全期間)	各年平均(1994 年から2007年)	伸び率 (1994 年と2007年)	伸び率 (2001 年と2007年)	合計に占める 割合 (1994年 時点)	合計に占める 割合 (2007年 時点)	合計に占める割合 (1994年から2007年 の各年平均値)
英国	120	431	564	627	723	919	1,002	562	802	879	927	687	627	735.0%	132.5%	13.8%	14.6%	16.6%
ケイマン諸島	11	70	121	184	221	338	505	298	365	363	706	289	207	4,490.9%	621.4%	1.3%	7.4%	5.5%
カナダ	108	205	289	332	405	460	566	401	411	661	688	411	338	424.1%	176.1%	12.4%	8.2%	9.0%
日本	131	197	293	367	528	590	590	346	515	497	449	409	385	350.4%	199.5%	15.1%	8.6%	10.2%
フランス	42	138	174	206	253	370	431	270	333	326	298	258	231	926.2%	212.3%	4.8%	6.3%	6.1%
スイス	21	76	119	140	194	264	285	240	270	325	283	202	157	1,257.1%	275.0%	2.4%	4.2%	4.2%
オーストラリア	24	53	86	97	120	164	211	91	213	273	271	146	108	779.2%	298.1%	2.8%	3.1%	2.9%
ドイツ	48	118	175	192	207	282	419	218	304	281	256	227	206	772.9%	255.1%	5.5%	6.1%	5.5%
オランダ	48	143	174	192	185	229	231	151	215	224	229	184	172	381.3%	61.5%	5.5%	3.4%	4.6%
その他	317	739	959	1,216	1,510	2,007	2,623	1,432	2,161	2,533	2,373	1,625	1,339	727.4%	254.9%	36.4%	38.2%	35.5%
合計	870	2,170	2,954	3,553	4,346	5,623	6,863	4,009	5,589	6,362	6,480	4,438	3,768	688.9%	216.3%			

(注1) 証券の本身は、株式と債券(長期)である。

(注2) 12月末のデータ、ただし1994年は3月末のデータである。

(出所) Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report on U.S. Portfolio Holdings of Foreign Securities, as of December 31, 2004*, p. 6と Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report on U.S. Portfolio Holdings of Foreign Securities, as of December 31, 2011*, p. 5より作成。

ured investment vehicle) を設立した<sup>(47)</sup>。これらのファンドは典型的には、オンショアの金融市場で資金調達を行い、オンショアの金融資産を購入した<sup>(48)</sup>。さらに Lane and Milesi-Ferretti [2010] では、他の研究者の研究成果を用いながら、多くの米国の銀行は、顧客の資金をオーバーナイトベースでオフショアの子会社へ送り、オフショアでの道具（金融取引手法）を用いて、短期での最大の投資リターンを獲得しているという<sup>(49)</sup>。「小さな国際金融センター」は、仕組み金融のためにも使われている<sup>(50)</sup>。SPV (special purpose vehicle) や SIV (structured investment vehicle) というものは、特定の資産や纏まった資産を保持するために、オフショアセンターに設立されているのかもしれないという<sup>(51)</sup>。Lane and Milesi-Ferretti [2010] では、米国の GAO (U.S. Government Accountability Office) の資料に依拠しながら、資産担保証券の集まりを保持しているケイマン諸島の役割について触れ、SIV は、おそらくオンショアの債券市場と銀行ローンを利用して資金を調達していると述べている<sup>(52)</sup>。さらに Lane and Milesi-Ferretti [2010] では、オフショアセンターの中でもケイマン諸島は、ヘッジファンドの重要な拠点となっていることを指摘している<sup>(53)</sup>。

次に、外国から米国への証券投資の動向について、米国財務省が公表しているストックレベルでのデータについて見ていこう。表3は、先ほどの米国の証券投資の動向と同じ形で、外国から米国への証券投資について、整理したものである。先ずフローレベルでの付図1から分かるように、米国への「証券投資（負債）」は、1990年代後半から増大し、2000年以降には、さらに急拡大している。リーマンショックの影響から、米国への資本流入は減少したが、その後、回復していることも付図1から確認できる。また「証券投資（負債）」を項目別に概観すると、リーマンショックという特別な要因を除けば、民間経済主体による米国への証券投資と各国の通貨当局による米国債への投資が、外国から米国への証券投資の動向を左右している。

では表3から、どのようなことが見えてくるであろうか。先ず表3の「その他」に分類されている項目を見ると、外国から米国への証券投資全体に占める「その他」各国の割合は、約50%程度である。その割合の変化は明示的には読み取ることはできない。このことは、先ほどの米国の証券投資のデータの特徴と同じである。またケイマン諸島のデータに目を向けると、その伸び率の高さが表3から分かる。具体的には、2000年と2007年とのデータを比較した伸び率は約450%であり、先ほどの米国からケイマン諸島への証券投資のデータと照らせば、ケイマン諸島は米国証券投資の資本流出と資本流入の両方において大きな存在になっている。外国から米国への証券投資に関して、残念ながらケイマン諸島の1994年のデータは利用できない。だがこのことは、それほど、ケイマン諸島の存在が、ここ最近になって、大きな意味を持ち始めたことを示す証左とも言える。ここまでのデータから言えることは、第1章での議論では、先進国、その中でも特に米国と途上国とのつな

(46) Lane and Milesi-Ferretti [2010], p. 5.

(47) Lane and Milesi-Ferretti [2010], p. 5.

(48) Lane and Milesi-Ferretti [2010], p. 5.

(49) Lane and Milesi-Ferretti [2010], p. 5.

(50) Lane and Milesi-Ferretti [2010], p. 5.

(51) Lane and Milesi-Ferretti [2010], p. 5.

(52) Lane and Milesi-Ferretti [2010], p. 5.

(53) Lane and Milesi-Ferretti [2010], p. 5.



表3 外国から米国への資本流入の動向 (単位: 10億ドル)

	1994	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	各年の平均 (全期間)	各年平均(1994 年から2007年)	伸び率 (1994 年と2007年)	伸び率 (2000 年と2007年)	合計に占める 割合 (1994年 時点)	合計に占める 割合 (2007年 時点)	合計に占める割合 (1994年から2007 年の各年平均値)
日本	230	431	529	649	898	992	1,022	1,121	1,185	1,201	1,325	1,518	925	734	387.4%	160.1%	18.5%	12.3%	14.2%
英国	168	534	354	371	475	544	624	897	840	765	776	965	609	496	433.9%	68.0%	13.5%	9.8%	9.6%
ケイマン諸島	n. a.	127	149	229	321	404	454	702	774	577	661	809	473	341	n. a.	452.8%	0.0%	7.7%	6.6%
カナダ	58	209	201	246	275	285	368	453	423	324	412	546	318	263	681.0%	116.7%	4.7%	5.0%	5.1%
スイス	57	187	160	169	217	224	253	314	293	289	372	472	251	198	450.9%	67.9%	4.6%	3.4%	3.8%
オランダ	32	140	140	160	207	254	271	308	303	220	242	254	211	189	862.5%	120.0%	2.6%	3.4%	3.7%
フランス	20	75	64	74	102	112	151	215	208	133	184	234	131	102	975.0%	186.7%	1.6%	2.4%	2.0%
ドイツ	68	207	142	150	182	192	195	255	237	172	187	231	185	174	275.0%	23.2%	5.5%	2.8%	3.4%
オーストラリア	10	28	52	57	68	82	101	156	130	97	113	154	87	69	1,460.0%	457.1%	0.8%	1.7%	1.3%
その他	602	1,621	2,135	2,399	2,684	3,163	3,723	4,715	5,070	4,713	5,464	6,377	3,556	2,630	683.2%	190.9%	48.4%	51.6%	51.0%
合計	1,244	3,558	3,926	4,503	5,431	6,262	7,162	9,136	9,463	8,492	9,736	11,561	6,706	5,153	634.4%	156.8%			

(注1) 証券の本身は、株式と債券(長期)である。

(注2) 6月末のデータ、ただし、1994年は12月末、2000年は3月末のデータである。

(出所) U.S. Department of the Treasury, *Treasury International Capital System* より作成。

がりを指摘することができたが、米国を巡る各国別の証券投資のストックレベルでのデータからは、必ずしも、米国にとっての途上国の重要性の高まりを捉えることはできなかった<sup>(54)</sup>。

### 2.3. 米銀の国際的な資本移動の増大：「その他投資収支」に対応させながら

この第2章第3節では、第2章第1節の米国の国際収支構造に関する結論を受ける形で議論を展開したい。すでに証券投資の動向に関しての考察は第2章第2節で展開した。ここでは、第2章第1節で見た米国の国際収支統計における「その他投資（資産）」の中の「米国銀行」と、「その他投資（負債）」の「米国銀行：外国政府」と「米国銀行：その他」について、さらに別の角度から議論を展開する。国際的な側面から捉えた場合の米銀の預金と貸出は、金額的にはほぼ同じであった。国際収支統計での米銀の預金と貸出に関するデータは、あくまでも米銀の国際的な資本移動の側面から捉えたデータであり、米銀のバランスシート全体の構造を示したものではない。そこで、このような米銀の国際的な資本移動は、数字として、どのように米銀のバランスシートの構造にあらわれているのかを考察する。

表4は、米銀の資産と負債の構造について見たものである。FDICのHistorical Statistics on Bankingのデータベースから作成した。データはストックレベルである。この表4から分かるように、米銀の預金は年々、増大している。また表4の右側の項目「⑤/⑥」や「⑤/⑦」から、米銀の負債もしくは負債と資本の合計額に占める預金の割合は高いことが分かる。このことは、米銀が業務展開を行っていくうえで、安定的な資金を確保できていることを意味している。

一方で表4から、米銀の資産構造の中の貸出に関する項目を見ると、貸出額は年々増大している。また米銀の総資産に占める貸出の割合は、1985年から2011年の期間中、約60%の辺りで推移している（2008年のリーマンショック以降、多少、数値は低下している）。また米銀の預貸率についても、1985年から2011年の間において、約80%程度の数値を維持している（この預貸率も、2008年のリーマンショック以降、多少、数値は低下している）。このように米銀は、バランスシートのデータを見る限りでは、商業銀行の伝統的な業務である預金と貸出に軸を置いた業務展開を行っている。Adrian and Shin [2010]によれば、証券化は、銀行と他の金融仲介機関が、証券を購入することによるレバレッジの増大によって、金融システムの脆弱性を増大させたとしている<sup>(55)</sup>。また Adrian

54 米国の資本流入と資本流出の構造は異なっている（ここでの資本の中身は証券投資）。外国から米国への資本流入では債券形態が中心であるが、米国から外国への資本流出では株式形態が中心である。また外国から米国への資本流入と米国から外国への資本流出とでは、国及び地域にも違いがある。具体的には、例えば、外国から米国への資本流入の側面についてみると、2011年6月時点では、金額の大きい順（カッコ内は、外国から米国への総資本流入に占める各国の割合）に、①中国（14.9%）、②日本（13.1%）、③英国（8.3%）、④ケイマン諸島（7.0%）、⑤ルクセンブルク（6.5%）、⑥カナダ（4.7%）、⑦スイス（4.1%）、⑧ベルギー（3.8%）、⑨中東石油輸出国（2.9%）、⑩アイルランド（2.5%）となっている（U.S. Department of the Treasury, *Treasury International Capital System* のデータを用いた）。一方で、米国から外国への資本流出の側面についてみると、2011年末時点で、金額の大きい順（カッコ内は米国の総資本流出に占める各国の割合）に、①英国（14.3%）、②ケイマン諸島（10.9%）、③カナダ（10.6%）、④日本（6.9%）、⑤フランス（4.6%）、⑥スイス（4.4%）、⑦オーストラリア（4.2%）、⑧ドイツ（4.0%）、⑨オランダ（3.5%）、⑩ブラジル（3.0%）となっている（U.S. Department of the Treasury, *Treasury International Capital System* のデータを用いた）。

表4 米銀のバランスシートの構造と特徴 (単位: 100万ドル)

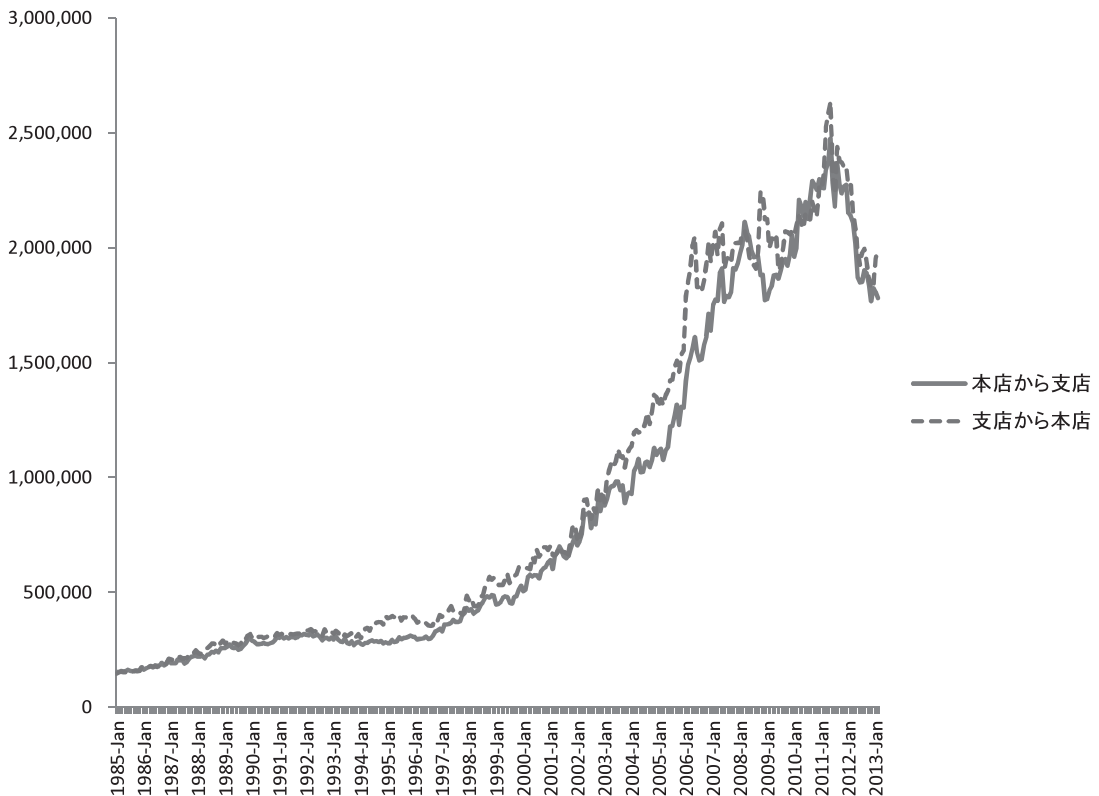
	資産				負債と資本						①/③	②/③	②/④	④/⑤	④/⑥
	現金と預け金	投資有価証券①	貸出とリース②	総資産③	預金④	借入金	総負債⑤	自己資本	負債と自己資本⑥						
1985	340,689	439,407	1,630,790	2,118,088	2,118,088	320,432	2,561,354	169,118	2,730,672	16.1%	59.7%	77.0%	82.7%	77.6%	
1986	379,331	484,865	1,756,438	2,283,527	2,283,527	358,970	2,758,555	182,144	2,940,699	16.5%	59.7%	76.9%	82.8%	77.7%	
1987	358,339	520,713	1,829,174	2,335,456	2,335,456	361,768	2,819,298	180,651	2,999,949	17.4%	61.0%	78.3%	82.8%	77.8%	
1988	355,563	535,995	1,932,376	2,431,735	2,431,735	381,411	2,934,250	196,545	3,130,796	17.1%	61.7%	79.5%	82.9%	77.7%	
1989	350,234	558,639	2,058,195	2,548,505	2,548,505	419,092	3,094,540	204,823	3,299,362	16.9%	62.4%	80.8%	82.4%	77.2%	
1990	318,016	604,622	2,110,170	2,650,150	2,650,150	385,292	3,170,873	218,616	3,389,490	17.8%	62.3%	79.6%	83.6%	78.2%	
1991	304,862	691,385	2,052,754	2,687,664	2,687,664	379,726	3,198,983	231,699	3,430,682	20.2%	59.8%	76.4%	84.0%	78.3%	
1992	298,083	772,941	2,032,494	2,698,682	2,698,682	407,095	3,242,704	263,467	3,506,171	22.0%	58.0%	75.3%	83.2%	77.0%	
1993	272,979	836,712	2,150,658	3,707,088	2,754,330	498,665	3,410,484	296,604	3,707,088	22.6%	58.0%	78.1%	80.8%	74.3%	
1994	303,577	823,028	2,359,813	4,012,107	2,874,439	563,674	3,699,881	312,226	4,012,107	20.5%	58.8%	82.1%	77.7%	71.6%	
1995	306,545	810,877	2,605,474	4,315,175	3,027,576	629,214	3,965,382	349,793	4,315,175	18.8%	60.4%	86.1%	76.4%	70.2%	
1996	336,052	800,656	2,815,090	4,582,165	3,197,139	681,616	4,206,578	375,586	4,582,165	17.5%	61.4%	88.1%	76.0%	69.8%	
1997	355,149	871,879	2,974,456	5,018,532	3,421,664	774,441	4,600,487	418,045	5,018,532	17.4%	59.3%	86.9%	74.4%	68.2%	
1998	356,703	979,867	3,236,642	5,442,604	3,681,391	853,188	4,980,373	462,231	5,442,604	18.0%	59.5%	87.9%	73.9%	67.6%	
1999	366,456	1,046,536	3,489,092	5,735,135	3,831,058	1,000,653	5,255,445	479,690	5,735,135	18.2%	60.8%	91.1%	72.9%	66.8%	
2000	369,331	1,078,985	3,815,498	6,245,560	4,179,567	1,047,273	5,715,204	530,356	6,245,560	17.3%	61.1%	91.3%	73.1%	66.9%	
2001	390,340	1,172,540	3,884,328	6,582,294	4,377,538	1,071,515	5,958,699	583,595	6,552,294	17.9%	59.3%	88.7%	73.5%	66.8%	
2002	383,846	1,334,727	4,156,250	7,076,912	4,689,847	1,171,190	6,429,516	647,395	7,076,912	18.9%	58.7%	88.6%	72.9%	66.3%	
2003	387,437	1,456,248	4,428,947	7,601,545	5,035,052	1,260,898	6,909,650	691,895	7,601,545	19.2%	58.3%	88.0%	72.9%	66.2%	
2004	387,555	1,551,101	4,906,362	8,415,615	5,593,175	1,315,668	7,565,430	850,185	8,415,615	18.4%	58.3%	87.7%	73.9%	66.5%	
2005	400,267	1,572,202	5,382,110	9,041,339	6,073,134	1,424,578	8,129,010	912,329	9,041,339	17.4%	59.5%	88.6%	74.7%	67.2%	
2006	432,960	1,666,204	5,981,812	10,091,958	6,731,411	1,589,614	9,062,029	1,029,930	10,091,958	16.5%	59.3%	88.9%	74.3%	66.7%	
2007	482,162	1,590,802	6,626,409	11,176,043	7,309,871	1,880,519	10,033,176	1,142,867	11,176,043	14.2%	59.3%	90.7%	72.9%	65.4%	
2008	1,041,801	1,746,327	6,838,447	12,308,897	8,082,230	2,079,101	11,154,720	1,154,177	12,308,897	14.2%	55.6%	84.6%	72.5%	65.7%	
2009	976,570	2,199,585	6,495,280	11,822,781	8,333,220	1,482,513	10,514,476	1,288,057	11,822,781	18.6%	54.9%	77.9%	79.3%	70.5%	
2010	923,037	2,351,638	6,395,077	12,065,529	8,514,284	1,448,436	10,701,305	1,337,579	12,065,529	19.5%	54.7%	77.5%	79.6%	70.6%	
2011	1,196,329	2,541,223	6,710,303	12,639,738	9,253,868	1,185,805	11,216,651	1,404,953	12,639,738	20.1%	53.1%	72.5%	82.5%	73.2%	

(注)「資産」と「負債」に関しては、適宜、計算上、必要な項目のみを取り上げた。  
(出所) FDIC, *Historical Statistics on Banking* より作成。

and Shin [2010] は、市場型の金融システムでは、銀行と資本市場とは分かれていないとし、金融市場における変動は、実体経済にかなりの影響を与えるとしている<sup>(55)</sup>。この Adrian and Shin [2010] の指摘にもあるように、米銀の業務内容、さらには決済システムを担っているという金融システムの安定性の観点からも、様々なデータから、米銀の構造について検証する必要がある。米銀の財務指標などを用いての検証は、補論において述べることにしたい。

さて、第2章第1節の最後の部分において若干触れたが、米国の国内金融と国際金融のつながりを捉えるという観点から、米銀の資金調達手段にその他の先進国とは異なる構造があることを指摘したい。結論を先取りする形になるが、米銀は、ユーロ市場などを利用した本支店間でのドル資金の移動を行うことで、資金過不足を調整できる。このことは、米銀の安定性に大きく貢献していると考えられる。というのは、補論において展開するが、米銀は、伝統的な業務である預金と貸出か

図1 米銀の本支店間での資金移動の経年変化（単位：100万ドル）



(注) この図1では、「本店から支店」、「支店から本店」と表記しているが、厳密には、「米国本店及び米国支店から外国支店」、「外国支店から米国本店及び米国支店」であるが、米銀の国際的な本支店間での資金移動と考えて差し支えないと考える。

(出所) U.S. Department of the Treasury, *Treasury International Capital System* より作成。

<sup>55)</sup> Adrian and Shin [2010], p. 29.

<sup>56)</sup> Adrian and Shin [2010], p. 29.

らもその他の主要先進国の商業銀行と比較して、収益を上げている。しかしながら、収益構造という点から見れば、金利収入も伸びているが、非金利収入からも多くの収益を得ているのである。すなわち、米銀のバランスシート構造を思い浮かべれば分かるように、資産側では、貸出以外の部分、たとえば資産運用目的での有価証券の保有が行われるが、この有価証券には当然にリスクがある。また、そもそも米銀がこの有価証券を購入するには、そのための資金がなければならない<sup>57)</sup>。米銀の負債構造から、米銀は保有する預金の金額が多いので、資金的には余裕があり、安定的である。だが、預金だけでは足りない場合には、その不足分は市場から調達してこななければならない。ここに、米銀の他の主要国の銀行とは異なる特殊性がある。米銀は、ユーロ市場を活用した本支店間でのドル資金の移動を行うことで、自らの負債構造を安定化させることができるのである（図1を参照）。このことは、現代の国際金融におけるユーロ市場の存在意義の一つとも言えよう。

### 3. 国際的な金融商品取引の現代的特徴

表5は、米国財務省のデータベースから作成した米国非居住者による米国内証券の取得と処分それぞれのデータを金融商品の各形態別（米国債、政府関係機関債、社債、株式、その他）、且つ時系列的に整理したものである。データはフローレベルのものである。表5から、金融グローバル化の進展に伴い、米国非居住者による米国内証券の取得と処分が頻繁に繰り返されていることが分かる。取引の形態別では、米国債の取引が多いことも特徴として指摘できる。表5の右側の項目「①+②」は、取得と処分のそれぞれの取引を合計したものであり、表5の「①+②」の欄から分かるように、外国と米国との間で国際資本移動が活発に行われている。表5の「①-②」の欄は、統計的には、外国から米国への証券投資におけるグロスの国際資本移動をあらわしている。この数字は、第2章第1節ですでに示した米国の国際収支表の「証券投資（負債）」に対応するものであり、実際に、表5のもっとも右側にある「証券投資（負債）」と「①-②」とを比較すると分かるように、ほぼ対応している。数字が一致していないのは、表5の米国非居住者による米国内証券の取得と処分のデータは米国財務省が公表しているものであるが、「証券投資（負債）」は、米国商務省が公表しているデータのためである。

この表5から分かる重要なことは、米国の国際収支統計は極めて貴重なデータであることは事実であるが、米国を巡る国際資本移動の拡大を考察する上では、上記のような「取得」と「処分」の詳細なデータを見なければ、現実の国際資本移動の拡大要因を検証することは難しいということである。また、このような、金融商品（ここでは、米国債、政府関係機関債、社債、株式等）の国際的な取引が頻繁に行われていることこそが、現代における国際資本移動の特徴である。現在、米国財務省は、米国非居住者による米国内証券の取得と処分のデータは公表しているが、米国居住者に

57) ここでの米銀のバランスシートの考察に関しては、岩田 [2010] の以下の記述からヒントを得た。岩田 [2010] では、「欧州のLCBGの多くが2000年代半にかけて構築した高レバレッジ型バランスシートは、負債側で市場性資金調達の困難化リスク、資産側で保有有価証券の市場リスクを抱え込むことになり、従来の伝統的銀行業のバランスシートとの比較で脆弱なものに変質していた」と述べている（岩田 [2010], 65頁）。ただし岩田 [2010] では、本論文で主張している米銀のユーロ市場との関連等については触れられていない。



表5 米国非居住者による米国内証券の取得と処分 (単位:10億ドル)

	取得						処分						証券投資 (負債)	
	米国債	政府機関債	社債	株式	その他	取得合計①	米国債	政府機関債	社債	株式	その他	処分合計②		
														①+②
1985	499	25	62	82	102	770	469	21	22	77	110	699	1,469	71
1986	1,084	37	86	148	216	1,571	1,065	30	42	129	222	1,488	3,059	83
1987	1,337	43	63	249	295	1,987	1,312	38	41	233	301	1,925	3,912	62
1988	1,560	31	55	181	294	2,121	1,512	25	34	183	303	2,057	4,178	64
1989	2,097	51	69	214	345	2,776	2,043	36	52	204	363	2,698	5,474	70
1990	1,819	55	63	173	438	2,548	1,801	49	54	188	469	2,561	5,109	-13
1991	2,018	67	86	211	451	2,833	1,998	57	69	200	498	2,822	5,655	11
1992	2,242	111	104	221	664	3,342	2,202	93	83	227	712	3,317	6,659	25
1993	2,609	149	135	320	991	4,204	2,586	114	104	298	1,135	4,237	8,441	-33
1994	2,711	159	130	351	1,234	4,585	2,632	138	92	349	1,292	4,503	9,088	82
1995	2,981	125	168	463	1,235	4,972	2,847	97	110	452	1,334	4,840	9,812	132
1996	3,683	141	253	591	1,564	6,232	3,451	99	169	578	1,675	5,972	12,204	260
1997	4,865	259	351	1,098	2,208	8,781	4,681	209	267	1,028	2,297	8,482	17,263	299
1998	5,154	524	381	1,574	2,258	9,891	5,105	468	259	1,524	2,269	9,625	19,516	266
1999	4,288	486	369	2,341	1,976	9,460	4,298	394	208	2,233	1,966	9,099	18,559	361
2000	3,871	729	479	3,605	2,761	11,445	3,925	576	295	3,430	2,778	11,004	22,449	441
2001	5,268	1,202	741	3,051	2,558	12,820	5,249	1,038	519	2,935	2,577	12,318	25,138	502
2002	7,264	1,728	821	3,210	2,640	15,663	7,145	1,533	638	3,160	2,613	15,089	30,752	574
2003	8,002	1,440	980	3,104	2,762	16,288	7,738	1,284	714	3,069	2,818	15,623	31,911	665
2004	8,936	1,209	1,171	3,862	3,123	18,301	8,584	983	862	3,834	3,276	17,539	35,840	762
2005	10,051	1,097	1,277	4,732	3,700	20,857	9,713	878	905	4,650	3,872	20,018	40,875	839
2006	10,958	1,572	1,678	6,869	5,516	26,593	10,762	1,286	1,168	6,718	5,767	25,701	52,294	892
2007	15,128	2,050	1,913	10,639	8,189	37,919	14,930	1,831	1,520	10,444	8,418	37,143	75,062	776
2008	14,629	2,590	1,467	12,038	7,715	38,439	14,314	2,629	1,374	11,993	7,641	37,951	76,390	488
2009	11,593	1,043	1,189	6,654	5,121	25,600	11,055	1,055	1,230	6,501	5,308	25,149	50,749	451
2010	16,190	1,109	971	6,747	7,324	32,341	15,486	1,001	984	6,637	7,439	31,547	63,888	794
2011	17,970	1,133	996	7,720	7,499	35,318	17,537	1,052	1,041	7,695	7,624	34,949	70,267	369

(出所) U.S. Department of the Treasury, *Treasury International Capital System* より作成。ただし、「証券投資 (負債)」のデータは、U.S. Department of Commerce, *Bureau of Economic Analysis* より作成。

よる外国証券の取得と処分のデータは公表していない。今後、このデータが公表されれば、米国を巡る国際資本移動の拡大の詳細を捉えることができ、この分野の研究も大きく進展する可能性がある。

## 結びに代えて

本論文では、ここまで見てきたように、米国の国際収支統計をベースにした議論を展開してきた。本論文で得られた結論は主に次の2つである。

第1に、米国のマクロ的な資産と負債の構造の特徴は、資産側も負債側もともに増大していることである。「証券投資収支」は大きく不均衡である。「直接投資収支」と「その他投資収支」は、比較的均衡している。具体的には、米国の国際収支統計の近年における特徴は、「証券投資収支」の項目において、証券投資（資産）と証券投資（負債）がともに拡大していること、「その他投資収支」の項目を規定している米銀の「その他投資（資産）」と「その他投資（負債）」も同様に、ともに拡大していること、「直接投資収支」の項目も「直接投資（資産）」と「直接投資（負債）」は両方とも拡大していること、「証券投資収支」は、圧倒的に「証券投資（負債）」が「証券投資（資産）」よりも拡大していること、「直接投資収支」と「その他投資収支」は、資産と負債の金額が拮抗していること、などである。福田・松林 [2013] では、国際資本移動の統計について、ネットレベルで捉えて議論するのが良いのか、それともグロスレベルのほうが良いのかといったことについて、様々な議論があることを踏まえた上で、いくつかの文献を紹介しながら議論を整理している。具体的には、「グローバル化した国際金融市場における資金の流れは複雑であり、『ネット』の資本移動を表す経常収支の不均衡を金融危機の原因とする見方には、批判も少なくない」と記述している<sup>(58)</sup>。また福田・松林 [2013] では、他の研究者の論文を紹介する形で、「今日のグローバル金融の特徴をとらえるうえでは、グロスの概念こそが重要で、ネットの概念である経常収支の不均衡にはあまり有益な情報は含まれていない」と記述している<sup>(59)</sup>。

第2に、現代における国際的な金融商品取引の特徴は、その取得と処分が頻繁に繰り返し行われていることである。このことは、国際資本移動の統計データとして、国際機関及び各国通貨当局が一般的に公表してきたネットやグロスの概念だけでは、現実の国際資本移動の拡大を捉えることができないということを示唆している。米国財務省は、外国から米国への資本流入のデータに関して、外国居住者の米国国内証券の取得と処分の統計データを公表している。このような形で統計データが整備されてはじめて、現実の国際資本移動の拡大に関する詳細な考察が可能になる。

## 補論 米銀の財務指標の動向について：収益の観点を中心に

この補論では米銀の財務指標の動向について、主に収益の観点から第2章第3節の補足としての

<sup>58</sup> 福田・松林 [2013], 200頁。

<sup>59</sup> 福田・松林 [2013], 209頁。

議論を展開したい<sup>(60)</sup>。

表6は、英国、米国、ドイツ、フランスそれぞれの大手商業銀行の総資産利益率の推移を計算したものである。この表6から分かるように、傾向的には、主要各国（英国、米国、ドイツ、フランス）の大手商業銀行の総資産利益率は低下している。ただ、4か国の中では、米国は他の主要国とは異なり、比較的横ばいで推移し、かつ数値が大きいことが読み取れる。第2章第3節の結論と考えあわせると、米銀は預金と貸出という銀行の伝統的な業務から収益を上げているということであろうか。

次に、表7は主要各国（英国、米国、ドイツ、フランス）の商業銀行の金利収入と非金利収入の推移についてみたものである。表7の下の部分にある「伸び率」とは、2001年から2004年までの合計額と2005年から2008年までの合計額を比較して、その各収入の伸び率を示したものであり、伸び率が30%以上であれば、マルの印を付けている。この30%という数字は、主要各国の収入構造の特徴を抽出するために任意に設定したものであり、理論的な根拠はない。また同様に表7の下の部

表6 総資産利益率（ROA）でみる銀行の収益性

	英国			米国			ドイツ			フランス		
	総資産	引当前純利益	総資産利益率	総資産	引当前純利益	総資産利益率	総資産	引当前純利益	総資産利益率	総資産	引当前純利益	総資産利益率
2001	1,779,202	21,646	1.22%	4,853,457	117,383	2.42%	1,656,454	3,520	0.21%	2,190,743	17,165	0.78%
2002	1,945,470	21,842	1.12%	5,287,215	138,405	2.62%	1,497,008	1,892	0.13%	2,130,969	13,868	0.65%
2003	2,098,687	26,727	1.27%	5,645,728	142,302	2.52%	1,449,487	25	0.00%	2,282,611	15,683	0.69%
2004	2,870,377	28,597	1.00%	6,385,297	134,140	2.10%	1,812,152	874	0.05%	1,870,496	10,634	0.57%
2005	3,327,798	34,725	1.04%	6,892,376	148,988	2.16%	1,859,672	13,863	0.75%	2,414,577	9,840	0.41%
2006	3,651,117	40,920	1.12%	7,913,991	168,649	2.13%	1,989,805	10,345	0.52%	2,843,388	16,125	0.57%
2007	5,150,717	40,925	0.79%	8,965,352	159,256	1.78%	2,238,936	11,568	0.52%	3,415,203	4,523	0.13%
2008	6,972,072	-7,947	-0.11%	10,043,060	143,917	1.43%	1,984,278	-7,666	-0.39%	3,726,098	-191	-0.01%
伸び率（「2001年から2004年までの総資産利益率の平均」と「2005年から2008年までの総資産利益率の平均」）			-0.004			-0.005			0.003			-0.004
2001年から2008年までの平均（総資産利益率）			0.93%			2.14%			0.22%			0.47%
伸び率（下向しているかどうか）			○			○						○
2001年から08年の平均（1%以下かどうか）			○						○			○

（注1）単位は、英国100万ポンド、米国100万ドル、ドイツ100万ユーロ、フランス100万ユーロ

（注2）総資産利益率 = (引当前利益 ÷ 総資産) × 100

（注3）大手の商業銀行（large commercial banks）のみのデータを集計している。

（注4）岩田 [2010], 61頁では、ドイツ、フランス、英国の3カ国について、1980年代後半以降の推移がグラフにより示されている。

（出所）OECD, *Bank Profitability*より作成。

60) この補論は、岩田 (2010) のヨーロッパの商業銀行の分析を参考にしている。岩田 (2010) では、ヨーロッパの銀行の総資産利益率の推移、金利収入と非金利収入の動向、財務レバレッジの数値などが示されている。

表7 金利収入と非金利収入でみる銀行の収益性

	英国		米国		ドイツ		フランス	
	金利収入	非金利収入	金利収入	非金利収入	金利収入	非金利収入	金利収入	非金利収入
2001	29,618	23,338	148,459	132,190	14,727	13,298	9,985	38,554
2002	32,207	26,228	165,914	142,844	17,615	6,045	12,844	32,528
2003	33,578	31,862	168,371	152,628	130,035	7,982	13,516	34,452
2004	34,494	44,865	174,600	148,945	17,340	5,916	8,871	23,301
2005	37,715	51,140	190,272	164,531	19,419	18,263	9,138	23,769
2006	40,001	56,896	206,289	186,093	22,111	13,672	4,128	37,068
2007	42,407	48,399	225,153	181,928	24,454	12,435	4,224	26,528
2008	54,674	30,144	244,483	158,190	21,828	-6,900	10,326	14,720
伸び率（「2001年から2004年までの収入の合計」と「2005年から2008年までの収入の合計」）	34.6%	47.7%	31.8%	19.8%	-51.1%	12.7%	-38.5%	-20.8%
2001年から2008年までの収入の合計	304,694	312,872	1,523,541	1,267,349	267,529	70,711	73,032	230,920
伸び率（30%以上かどうか）	○	○	○					
金利収入と非金利収入のどちらが大きいか（2001年から2008年までの合計）		○	○		○			○

（注1）単位は、英国100万ポンド、米国100万ドル、ドイツ100万ユーロ、フランス100万ユーロ

（注2）大手の商業銀行（large commercial banks）のみのデータを集計している。

（注3）岩田 [2010]、65頁では、ドイツ、フランス、英国の3カ国について、1980年代後半以降の推移がグラフにより示されている。

（出所）OECD, *Bank Profitability*より作成。

分の「金利収入と非金利収入のどちらが大きいか（2001年から2008年の合計）」というものは、金利収入と非金利収入とを比較することで、伝統的な預金と貸出といった業務から収益を得ているのか、それとも投資銀行業務から収益を得ているのかを捉えようとするものである。この表7から米国の大手商業銀行の特徴は、金利収入が伸びていること、金利収入の伸びは非金利収入のそれよりも高いこと、合計金額で見ても金利収入が非金利収入を上回っていることである。

表8は、財務レバレッジの指標を用いることにより、商業銀行の脆弱性を検証しようとするものである。米国の大手商業銀行は、英国の商業銀行と比較して、財務レバレッジは低いことが分かる。

表8 財務レバレッジでみる商業銀行の脆弱性

	英国			米国		
	総資産	Tier1自己資本	財務レバレッジ	総資産	Tier1自己資本	財務レバレッジ
2001	1,779,202	67,128	26.5	4,853,457	344,994	14.1
2002	1,945,470	76,188	25.5	5,287,215	366,396	14.4
2003	2,098,687	83,116	25.3	5,645,728	391,105	14.4
2004	2,870,377	91,517	31.4	6,385,297	436,489	14.6
2005	3,327,798	103,223	32.2	6,892,376	481,870	14.3
2006	3,651,117	131,930	27.7	7,913,991	551,163	14.4
2007	5,150,717	128,221	40.2	8,965,352	599,758	14.9
2008	6,972,072	165,785	42.1	10,043,060	666,919	15.1
伸び率（「2001年から2004年までの財務レバレッジの平均」と「2005年から2008年までの財務レバレッジの平均」）			8.4			0.3
財務レバレッジ（2001年から2008年の平均）			31.3			14.5
伸び率(上昇しているかどうか)			○			○
財務レバレッジ(30倍かどうか)			○			

（注1）単位は、英国100万ポンド、米国100万ドル

（注2）財務レバレッジ＝総資産÷Tier1自己資本

（注3）大手の商業銀行（large commercial banks）のみのデータを集計している。

（注4）岩田 [2010]、66頁では、2000年以降の日米欧の主要銀行について、*The Banker* のデータを用いて、個別銀行レベルでの財務レバレッジの数値が計測されている。

（出所）OECD, *Bank Profitability*より作成。

## 参考文献

- Adrian, T. and Shin, H. S. [2010], "The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09," Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, no. 439, March.
- Bai, Y. and Zhang, J. [2012], "Financial integration and international risk sharing," *Journal of International Economics*, 86, pp. 17-32.
- Binici, M., Hutchison, M. and Schindler, M. [2010], "Controlling capital? Legal restrictions and the asset composition of international financial flows," *Journal of International Money and Finance*, 29, pp. 666-684.
- Burger, J. D. and Warnock, F. E. [2003], "Diversification, Original Sin, and International Bond Portfolios," Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, Number 775, January.
- Cetorelli, N. and Goldberg, L. [2006], "Risk in U.S. Bank International Exposures," Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, no. 240, March.
- Choi, W. G., Sharma, S. and Stromqvist, M. [2007], "Capital Flows, Financial Integration, and International Reserve Holdings: The Recent Experience of Emerging Markets and Advanced Economies," *IMF Working Paper*, WP/07/151, July.



- 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.
- Feldstein, M. and Horioka, C. [1980], "Domestic Saving and International Capital Flows," *The Economic Journal*, 90, June, pp. 314-329.
- Goldberg, L. and Tille, C. [2006], "The Internationalization of the Dollar and Trade Balance Adjustment," Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, no. 255, August.
- Goldberg, L. S. [2010], "Is the International Role of the Dollar changing ?" *Current Issues*, Federal Reserve Bank of New York, Volume 16, Number 1, January.
- Gourinchas, P. O. and Rey, H. [2005], "From World Banker to World Venture Capitalist : US External Adjustment and the Exorbitant Privilege," *NBER Working Paper Series*, 11563, August.
- Gruben, W. C. and Mcleod, D. [1998], "Capital Flows, Savings, and Growth in the 1990's," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 38, No. 3, Fall, pp. 287-301.
- Hellerstein, R. and Tille, C. [2008], "The Changing Nature of the U.S. Balance of Payments," Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues*, Volume 14, Number 4, June.
- Kho, B. C., Stulz, R. M., and Warnock, F. E. [2006], "Financial globalisation, governance and the evolution of the home bias," *BIS Working Papers*, No 220, December.
- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K. and Wei, S. J. [2009], "Financial Globalization : A Reappraisal," International Monetary Fund, *IMF Staff Papers*, Vol. 56, No. 1, pp. 8-62.
- Lane, P. R. [2000], "International investment positions : a cross-sectional analysis," *Journal of International Money and Finance*, 19, pp. 513-534.
- Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M. [2003], "International Financial Integration," *IMF Working Paper*, WP/03/86, April.
- Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G. M. [2010], "Cross-Border Investment in Small International Financial Centers," *IMF Working Paper*, WP/10/38, February.
- Mody, A. and Murshid, A. P. [2005], "Growing up with capital flows," *Journal of International Economics*, 65, pp. 249-266.
- Moshirian, F. [2008a], "Globalisation, growth and institutions," *Journal of Banking & Finance*, 32, pp. 472-479.
- Moshirian, F. [2008b], "The significance of a world government in the process of globalization in the 21st century," *Journal of Banking & Finance*, 32, pp. 1432-1439.
- Peristiani, S. [2007], "Evaluating the Relative Strength of the U.S. Capital Markets," Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues*, Volume 3, No. 6, July.
- Reinhart, C. and Reinhart, V. [2009], "Capital Flow Bonanzas : A Encompassing View of the Past and Present," *NBER International Seminar on Macroeconomics 2008*, April, pp. 9-62.
- Rogoff, K. [1999], "International Institutions for Reducing Global Financial Instability," *Journal of Economic Perspectives*, Volume 13, Number 4, Fall, pp. 21-42.
- Tille, C. [2005], "Financial Integration and the Wealth Effect of Exchange Rate Fluctuations," Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, no. 226, October.
- Warnock, F. E. and Mason, M. [2000], "The Geography of Capital Flows : What We can Learn from Benchmark Surveys of Foreign Equity Holdings," Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, Number 688, December.
- Wright, M. L. J. [2006], "Private capital flows, capital controls, and default risk," *Journal of International Economics*, 69, pp. 120-149.
- 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。

岩田健治 [2010]「世界金融危機と EU 金融システム」田中素香編著『世界経済・金融危機とヨーロッパ』勁草書房。

大庭清司 [2004]「多国籍金融コングロマリット分析の視座—米銀の国際化・多角化から見た多国籍金融コングロマリットの実態—」名城大学『名城論叢』, 第4巻第4号, 3月, 105-128頁。

川波洋一・地主敏樹 [2013]「アメリカ経済と金融危機」日本金融学会編『金融経済研究』, 特別号, 1月, 169-197頁。

木下悦二 [1979]『国際経済の理論』有斐閣。

木下悦二 [2007]「世界不均衡を巡って—世界経済の構造変化の視点から」『世界経済評論』, 9月号, 23-30頁。

白塚重典・中村恒 [1998]「国際分散投資におけるホーム・バイアス・パズルを巡る諸論点」日本銀行金融研究所『金融研究』5月号, 69-104頁。

寿崎雅夫 [2008]「変動相場制下のドルとアメリカの役割」田中素香・岩田健治編『現代国際金融』有斐閣。

田中素香・岩田健治編 [2008]『現代国際金融』有斐閣。

田中素香編著 [2010]『世界経済・金融危機とヨーロッパ』勁草書房。

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・今喜史 [2008]「最近の国際資本移動について」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』, 3月, 96-113頁。

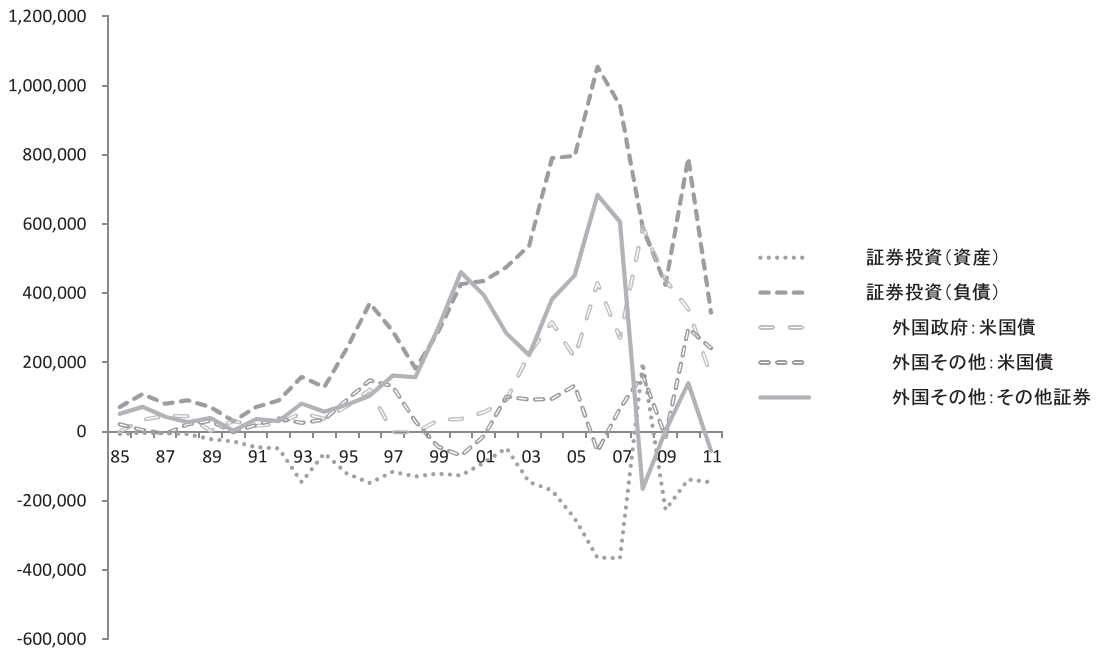
福田慎一・松林洋一 [2013]「金融危機とグローバル・インバランス」日本金融学会編『金融経済研究』, 特別号, 1月, 199-221頁。

藤田誠一 [2003]「『ドル本位制』と国際資金循環」田中素香・藤田誠一編著『ユーロと国際通貨システム』蒼天社出版。

藤田誠一 [2007]「国際収支と国際貸借」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。

藤田誠一 [2008]「国際通貨と国際通貨制度」藤田誠一・小川英治編『国際金融理論』有斐閣。

付図1 米国の証券投資収支の動向（単位：100万ドル）



(注) この図の作成にあたっては、寿崎 [2008] の56-57頁に示されている「アメリカの国際収支」のフォーマットを利用して作成した。

(出所) U.S. Department of Commerce, *Bureau of Economic Analysis*より作成。