近年における米国への資本流入と米国金融市場の特徴

高　山　晃　郎

はじめに

金融グローバル化の進展に伴い，世界経済の構造は大きな変化を遂げてきた。*American Economic Review* の論文の中で，Caballero，Farhi and Gourinchas［2008］によれば，近年（論文の内容からすると1990年代以降）におけるグローバルなマクロ経済学における議論は，次の３つの事実によって規定されているという[(1)]。第一に，1990年代初頭から，米国は継続的に経常収支が赤字となっていて，さらに1990年代後半から，その赤字の規模が大きく拡大している。第二に，各国中央銀行の金利の引き上げにもかかわらず，最近の10年間（論文の内容から1990年代後半からその後の10年間）において，長期金利は低下している。第三に，この期間（論文の内容から1990年代後半からその後の10年間）を通じて，各国の投資家のポートフォリオ投資に占める米国金融資産の重要性は増大している。

このように，1999年に導入されたユーロの国際金融取引に占めるプレゼンスの拡大は確かに存在するが，依然として，米国もしくは米国金融市場の果たしている役割は大きいということを確認しておきたい[(2)]。

本論文では，近年における外国から米国への資本流入の実態を把握することにより，そのことが，米国に何をもたらしたのかを明らかにしたいと考えている。結論を先取りすれば，近年の米国への資本流入は，米国金融市場で取引されている金融商品の特性にも影響され，マクロ的に見れば，米国の資金調達の構造を安定化する役割を果たしていた側面があったのである。

本論文の構成は以下の通りである。第１節では，これまでの米国への資本流入に関する諸議論を整理した後で，近年における外国から米国への証券投資の実態について，国際通貨基金（International Monetary Fund，以下IMF）のデータを概観することにより，各国別の特色を明らかにし，さらに地域別に分類する。第２節では，第１節を受けて，米国への資本流入と米国金融市場で取引されている金融商品との関わりという側面から考察を加えることにより，金融グローバル化が進展している中での米国金融市場の特徴を描き出すことにしたい。そして，第１節と第２節での分析を

---

(1)　Caballero, Farhi and Gourinchas［2008］, p. 358.

(2)　藤田［2008］では，国際通貨論について，その理論から，現実の動きまで，幅広く記述されている。その中で，「ドル本位制」を存立させている要因として次の２つを指摘している。第一に，「ドルが国際通貨，特に銀行間外国為替市場における為替媒介通貨として圧倒的なシェアを持っていること」，第二に，「アメリカが『世界の銀行』として国際金融仲介の機能を担っていること」を指摘している（藤田［2008］，26頁）。また現代の国際金融の最大の不安定要因について，藤田［2008］では，「『ドル本位制下』で拡大するアメリカの経常収支赤字と，その対外純債務の累積は今日における国際通貨制度の最大の不安定要因である」と述べている（藤田［2008］，26頁）。

踏まえ，第３節では，近年の外国から米国への資本流入というものは，金融論の観点からみて，米国に何をもたらしたのかを明らかにする。

1.　これまでの米国への資本流入に関する諸議論

1.1.　先行研究の整理

1.1.1.　グローバル・インバランス

米国への資本流入に関する近年の先行研究は，大きく分けて２つに分類できる。１つは，グローバル・インバランスに関するもの，２つ目は，米国への資本流入と米国の長期金利との関係を統計的な手法で扱った理論的な論文である。先ず，ここでは，１つ目のグローバル・インバランスに関しての先行研究を整理したい。

近年の国際金融の研究課題の一つにグローバル・インバランスの問題がある。藤田［2010］は，グローバル・インバランスの論点を２つ取り上げ，簡潔にこれまでの先行研究の内容を整理している。先ず藤田［2010］は，グローバル・インバランスを，「米国における経常収支赤字の拡大と新興市場諸国および産油国の経常収支黒字の拡大」と定義した上で，次の２の論点について述べている[(3)]。第一の論点は，グローバル・インバランスは持続可能なことであるのかどうか，ということである。そして二つ目は，なぜグローバル・インバランスは生じたのか，という論点である。

第一の論点について，藤田［2010］でも指摘しているように，維持不可能であるという研究と，維持可能であるという研究の両方がある[(4)]。特に維持可能であるとする最近の研究では，外国から米国へ資本が流入し，そのことにより，米国の長期金利は安定的に推移しているという事実に着目している研究が多く見受けられる。外国からの資本流入が，米国の長期金利を安定させているとしているものに，Bernanke, Bertaut, DeMarco and Kamin［2011］，Bertaut, DeMarco, Kamin and Tryon［2011］，Warnock and Warnock［2005］，Warnok and Warnok［2009］，Beltran, Kretchmer,

---

(3)　藤田［2010］，１頁。

(4)　五百旗頭［2010］では，米国の経常収支赤字の拡大の時期と，証券化市場の拡大時期が，重なっていることに注目し，証券化市場の拡大が，国際金融の不安定要因となっている可能性について検証している。結論としては，証券化市場の拡大は，国際金融の新たな不安定要因になったと述べている（五百旗頭［2010］，184頁）。また五百旗頭［2010］は，証券化商品への投資という観点から，「1990年代半ば以降発行額の急増した証券化商品は，極めて高格付けという点で財務省証券と同程度に安全であると同時に，財務省証券を上回る収益をもたらす金融商品として登場した」と述べ，さらに「アメリカにおける証券化商品市場の拡大は，アメリカ財務省証券に代わる高利回りの安全資産を新たに供給し始めたことを意味した」と説明している（五百旗頭［2010］，174-175頁）。

また五百旗頭［2010］では，グローバル・インバランスの特徴として，時期区分を考慮しながら，次の６点を指摘している（五百旗頭［2010］，161-163頁）。① 1997年まで，米国の経常収支赤字は，日本の経常収支黒字に対応していた。② 1998年から，米国の経常収支赤字が大きく拡大した。③ 1998年における米国の経常収支赤字の拡大は，東アジア諸国の経常収支黒字が対応していた。④ 1999年から2001年の時期では，米国の経常収支赤字の背景に，産油国の経常収支黒字及び中南米諸国の経常収支赤字の縮小があった。⑤ 2002年から2003年の時期にかけては，米国の経常収支赤字の裏には，世界各国の経常収支黒字もしくは赤字の減少があった。⑥ 2004年から2008年にかけての米国経常収支赤字は，産油国の経常収支黒字の拡大及び中国の経常収支黒字が対応していた。

Marquez and Thomas［2012］などがある。この中で，Bertaut, C. は米国連邦準備制度理事会の国際金融担当のエコノミストである。この外国から米国への資本流入と米国の長期金利については，次の 1.1.2. で取り上げることにする。

第二の論点について，グローバル・インバランスの原因を米国に求めるのか，それとも米国へ資本を流入させている新興市場諸国や産油国に求めるのかについても意見が分かれている。藤田［2010］では，グローバル・インバランスを米国以外の国に求める考えとして，グリーンスパン元 FRB 議長の見解（外国からの米国への資本流入により，米国の債券価格は上昇し，長期金利は低くなっている）を紹介し，「新興市場諸国の貯蓄過剰説を支持している識者は少なくない」と整理している[(5)]。

1.1.2.　米国の長期金利との関係

外国から米国への資本流入に関しての論文自体は，従来から多くの研究がなされてきたが，近年，米国の長期金利との関連，特に，米国の長期金利を安定させる役割があることに注目している研究が多いように思われる。

Bernanke, Bertaut, DeMarco and Kamin［2011］では，外国から米国への資本流入は，米国の財務省証券の利回りと，その他の安全資産（モーゲージなど）から得られる収益を明らかに低めているという結果を報告している[(6)]。この論文の中で，彼らは各地域から米国への資本流入の中身について，証券に付けられている格付けに注目して，次のような地域別の特徴を列挙している[(7)]。リーマン・ショック前の 2007 年時点において，ヨーロッパから米国への投資の内，トリプル A の格付けを与えられていた証券への投資は，33.2%（ヨーロッパから米国への投資に占める割合）であった。一方で，いわゆる global saving glut countries と呼ばれている東アジアや産油国からの米国への投資を見ると，トリプル A への投資は 77.5%（東アジアや産油国から米国への投資に占める割合）を占めていた。要するにこの時期，アジア各国からの米国への投資は安全資産が中心であったが，ヨーロッパ各国からは，安全資産に加えて，リスクの高い金融商品に投資が行われていた事実を確認することができる。

Bertaut, DeMarco, Kamin and Tryon［2011］では，2000 年代後半以降の時期において，日本を除く東アジア諸国（中国を含む）やヨーロッパの先進国からの米国への資本流入は，明らかに，米国の金利を押し下げたと結論づけている[(8)]。また Bertaut, DeMarco, Kamin and Tryon［2011］では，なぜヨーロッパの投資家は，米国の証券化商品（論文の中では ABS のみ記述れている）を購入するのか，という問題を立て，そのことについて次のような結論を導き出している。ヨーロッパの投資家による米国で発行された ABS の購入は，ヨーロッパのこれらの資産への需要だけによって引き起こされたわけではなく，むしろ，規制の問題や他の要因も存在するが，少なくとも，ヨーロッパ

(5)　藤田［2010］，3 頁。グリーンスパン元 FRB 議長の見解は，米国連邦準備制度理事会のホームページにある *Testimony of Federal Reserve Officials* の中の Testimony of Chairman Alan Greenspan で知ることができる。2005 年 2 月 16 日の証言である。ただし，藤田［2010］では特にこの証言のことに言及しているわけではない。

(6)　Bernanke, Bertaut, DeMarco and Kamin［2011］, p. 15.

(7)　Bernanke, Bertaut, DeMarco and Kamin［2011］, p. 23.

(8)　Bertaut, DeMarco, Kamin and Tryon［2011］, p. 35.

の投資家が購入した米国で発行されたABSの多くは，米国によるABS発行の供給の増大により，引き起こされたものであり（魅力的な収益に反応した結果である），ヨーロッパの投資家によるABSの購入は，米国のABS発行の供給において，重要な役割を果たしていた[9]。

Warnock and Warnock［2005］では，外国の米国への資本流入が，米国の長期金利を引き下げているという結論を導いている[10]。Warnok and Warnok［2009］でも，過去２～３年において観測できる米国の金利の低水準は，外国による米国債の購入が大きな要因であったと結論づけている[11]。

Beltran, Kretchmer, Marquez and Thomas［2012］では，米国への外国の公的な資本流入の拡大は，米国の長期金利に影響を与えていると結論づけている。またこの論文では，外国の公的な資本が米国へ流れる要因として，米国債とドイツ国債のインプライド・ボラティリティ（予想変動率），新規発行の米国債と既発行済み米国債の間での流動性プレミアム，米国連邦政府の財政構造，米国の株価指数などを指摘している[12]。

1.2.　データ概観

1.2.1.　途上国から米国への証券投資

IMFのデータから分かるように，途上国居住者は，米国の国内証券の取得を行っている[13]。３つの地域（中南米，アジア，東欧）に分けて，それぞれ各国の特徴を見てみよう[14]。

表１から表３は，IMFのCPIS（Coordinated Portfolio Investment Survey）データより各国別に作成した国際資本移動の動向である。国際資本移動として証券投資のデータを集計している。証券投資の中身は，株式と債券（長期と短期の両方を含む）の合計である。2001年から2010年までのデータを利用し，次のようにデータを整理している。2001年から2005年までを前半，2006年から2010年までを後半として，前半と後半の伸び率を計測している。また2010年時点での投資の規模を基準として，投資対象国の順位付けを行っている。2010年時点での投資先の割合から，以下のような地域別の特徴をいくつか指摘することができる。

中南米地域では国際投資に占める米国の割合が高い。具体的に見ると，アルゼンチンでは92.1%，チリ35.2%，ブラジル49.3%である。中南米地域からの投資先のデータを見ると，アルゼンチンとチリでは，投資先の２番目はルクセンブルクであるが，同じ中南米地域のブラジルでは，

---

(9)　Bertaut, DeMarco, Kamin and Tryon［2011］, p. 35.

(10)　Warnock and Warnock［2005］, p. 23.

(11)　Warnok and Warnok［2009］, p. 917.

(12)　Beltran, Kretchmer, Marquez and Thomas［2012］, p. 15.

(13)　但し途上国の投資国として，米国が最も重要であるという意味ではない。国際資本移動における，ユーロエリアのポジションは重要である。ここでは，現在でも米国の金融市場には一定の役割があることを示そうというものである。

(14)　近年でも先進各国から米国への資本流入は重要である。例えば，英国から米国への投資は，2010年時点では，投資対象国の順位としては１位であり，英国の外国への総投資（証券投資のみ，直接投資は含まない）に占める割合は27.1%であった。同様に日本について見ると，米国への投資は，投資対象国としては，１位であり，総投資に占める割合は34.0%である。しかし，ここでは近年の国際資本移動の特徴でもある途上国から米国への投資の実態に焦点を当てて考察することにする。先進国と米国との国際金融取引の近年の特徴的な事象についいては，考察範囲も膨大になるため，また別の論稿により発表したいと考えている。

表１　中南米地域から外国への投資及び外国から中南米への投資の状況（単位：100万ドル）

地域	国名	流出 or 流入	順位	相手国	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）	投資先割合（2010年時点）
中南米	アルゼンチン	資本流出	1	米国	10,693.71	10,225.15	11,373.13	12,154.46	13,168.04	14,158.70	15,894.56	14,949.24	16,279.88	17,417.70	11,523	15,740	36.6%	92.1%
			2	ルクセンブルク	4.06	500.10	511.82	880.21	828.65	1,626.29	1,373.12	735.20	1,312.30	595.48	545	1,128	107.1%	3.1%
			3	ブラジル	111.84	260.09	277.83	327.99	808.95	1,522.31	2,930.49	312.60	572.38	464.75	357	1,161	224.8%	2.5%
			4	スペイン	422.21	249.15	400.81	608.80	642.38	703.90	917.26	499.54	676.72	120.67	465	584	25.6%	0.6%
			5	日本	15.60	1.68	4.60	13.69	67.75	273.65	173.81	60.08	39.72	110.02	21	131	536.1%	0.6%
		資本流入	1	米国	4,712.76	3,615.00	4,315.00	4,826.96	6,852.00	11,018.00	9,826.00	4,246.00	7,296.00	10,795.00	4,864	8,636	77.5%	37.1%
			2	ルクセンブルク	1,080.76	342.24	1,099.33	1,354.72	2,577.25	3,344.02	4,199.57	1,319.60	2,172.42	4,463.08	1,291	3,100	140.1%	15.3%
			3	イタリア	9,457.25	4,362.59	4,330.83	11,419.85	4,600.57	4,874.69	4,936.78	1,813.77	2,793.53	3,940.11	6,834	3,672	-46.3%	13.5%
			4	英国	1,385.13		1,320.68	2,471.74	6,716.43	6,733.21	5,233.26	1,334.29	-330.10	2,955.35	2,379	3,185	33.9%	10.2%
			5	ドイツ	1,115.73	1,377.99	1,298.36	1,174.13	7.08	1,372.31	1,286.62	418.90	766.40	992.80	995	967	-2.7%	3.4%
	チリ	資本流出	1	米国	2,609.91	1,926.05	3,295.75	4,680.22	6,292.21	28,124.48	40,356.31	22,903.36	32,006.84	41,949.93	3,761	33,068	779.3%	35.2%
			2	ルクセンブルク	1,736.90	2,329.65	5,798.10	8,324.48	13,804.87	20,130.49	28,761.36	2,506.89	26,237.17	33,631.44	6,399	22,253	247.8%	28.2%
			3	ドイツ	190.58	213.98	263.82	631.14	321.07	216.90	1,373.70	6,538.59	5,620.31	8,005.09	324	4,351	1,242.4%	6.7%
			4	英国	101.20	66.18	618.00	1,141.61	800.80	803.19	1,637.00	1,777.53	6,222.84	7,488.62	546	3,586	557.3%	6.3%
			5	アイルランド	252.39	997.47	1,578.57	1,694.02	2,295.31	2,795.03	3,508.67	670.94	4,582.69	5,857.13	1,364	3,483	155.4%	4.9%
		資本流入	1	米国	5,948.14	6,097.00	9,697.00	11,598.18	12,099.00	12,539.00	12,774.00	10,299.00	15,308.00	22,531.00	9,088	14,690	61.6%	63.7%
			2	ルクセンブルク	333.37	226.03	508.22	719.60	836.52	1,131.68	1,527.22	984.87	1,626.44	3,351.10	525	1,724	228.6%	9.5%
			3	英国	567.11	760.77	960.17	772.24	1,233.84	1,667.20	1,796.29	1,268.88	1,119.91	2,013.08	859	1,573	83.2%	5.7%
			4	アイルランド		75.16	100.63	99.43	132.13	309.50	444.57	274.16	623.78	879.22	81	506	521.4%	2.5%
			5	フランス	52.88	62.09	127.09	99.98	81.70	175.91	318.54	254.29	526.21	771.27	85	409	382.9%	2.2%
	ブラジル	資本流出	1	米国	1,878.27	1,090.07	1,578.34	1,537.33	2,173.78	1,284.28	2,024.11	2,584.79	4,217.77	18,552.41	1,652	5,733	247.1%	49.3%
			2	スペイン	525.66	116.24	15.18	11.76	87.93	435.48	2,157.60	1,472.57	1,205.35	3,715.06	151	1,797	1,087.4%	9.9%
			3	バミューダ	105.03	165.60	15.21	25.99	19.70	871.01	3,176.92	803.23	2,812.67	3,112.49	66	2,155	3,150.5%	8.3%
			4	デンマーク	0.19	0.42	0.83	1.14	1.51	53.62	202.52	724.75	1,759.12	2,544.48	1	1,057	129,372.8%	6.8%
			5	ケイマン諸島	1,234.13	885.11	926.58	593.20	849.20	1,200.10	745.76	980.71	1,810.37	2,097.91	898	1,367	52.3%	5.6%
		資本流入	1	米国	34,129.57	24,865.00	50,229.00	62,998.97	90,285.00	110,294.00	188,807.00	91,453.00	212,809.00	235,129.00	52,502	167,698	219.4%	42.5%
			2	ルクセンブルク	4,161.12	2,758.84	12,771.51	12,764.37	13,788.34	23,689.28	45,339.82	22,756.69	54,381.21	69,145.76	9,249	43,063	365.6%	12.5%
			3	英国	6,890.85	6,782.45	7,818.77	7,603.53	11,744.90	20,364.20	27,958.12	13,958.72	35,919.95	67,454.26	8,168	33,131	305.6%	12.2%
			4	日本	4,304.05	4,086.05	2,713.07	2,655.55	2,969.89	4,079.38	8,422.09	8,815.43	25,700.63	38,298.11	3,346	17,063	410.0%	6.9%
			5	ケイマン諸島	5,844.00	2,698.95	5,865.47	6,718.50	10,925.87	9,465.00	13,803.00	10,728.00	16,425.00	26,201.00	6,411	15,324	139.0%	4.7%

（注１）「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２）表の中の空欄の箇所は，データが掲載されていない，もしくは計算上で意味のない数字（分母がゼロ）などの場合である。
（出所）IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

表２　アジア地域から外国への投資及び外国からアジアへの投資の状況（単位：100万ドル）

地域	国名	流出 or 流入	順位	相手国	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）	投資先割合（2010年時点）
アジア	インド	資本流出	1	ルクセンブルク							651.60	469.67	589.70	473.25	0	437		29.9%
			2	米国				20.96	27.04	30.58	53.91	116.27	290.77	378.92	10	174	1,713.5%	23.9%
			3	英国				0.90	0.56	0.27	0.67	38.45	86.98	293.57	0	84	28,842.7%	18.5%
			4	中国				0.94	4.21	8.56	36.91	43.59	79.09	64.94	1	47	4,431.8%	4.1%
			5	インドネシア				0.09	0.09	1.81	6.69	4.30	6.34	44.47	0	13	35,136.0%	2.8%
		資本流入	1	モーリシャス	414.85	7,309.30	14,529.70	22,974.20	39,136.00	61,779.00	110,686.00	101,206.00	140,732.80	127,879.30	16,873	108,457	542.8%	34.0%
			2	米国	7,197.60	8,975.00	18,699.00	23,524.83	33,226.00	49,231.00	85,149.00	31,917.00	65,495.00	91,486.00	18,324	64,656	252.8%	24.3%
			3	ルクセンブルク	1,472.93	1,364.35	3,877.74	6,570.39	12,530.56	21,165.53	38,341.19	10,082.60	29,087.15	39,389.54	5,163	27,613	434.8%	10.5%
			4	シンガポール	483.51	675.28	1,637.11	2,859.70	2,079.35	5,690.15	19,033.77	16,169.28	22,522.52	29,250.30	1,547	18,533	1,098.0%	7.8%
			5	英国	2,645.53		4,024.50	6,063.88	10,125.06	14,968.23	41,968.01	11,143.03	16,834.88	25,416.83	4,572	22,066	382.7%	6.8%
	インドネシア	資本流出	1	米国	248.95	279.69	450.19	209.34	112.15	108.76	290.34	487.14	523.39	1,116.83	260	505	94.3%	17.2%
			2	シンガポール	39.82	23.25	125.24	55.62	217.20	226.40	203.81	437.26	268.13	743.70	92	376	307.5%	11.4%
			3	オランダ	100.32	218.64	164.93	137.54	3.86	343.24	332.99	557.60	439.57	682.37	125	471	276.8%	10.5%
			4	ルクセンブルク	10.57	5.47	13.12	3.72		6.14	46.53	85.79	85.39	490.06	7	143	2,071.6%	7.5%
			5	英国	73.69	68.85	37.95	257.49	218.84	30.37	224.22	476.57	380.71	211.67	131	265	101.5%	3.3%
		資本流入	1	米国	1,840.82	3,122.00	5,072.00	6,987.15	9,025.00	14,072.00	18,349.00	11,160.00	22,741.00	34,861.00	5,209	20,237	288.5%	34.2%
			2	ルクセンブルク	308.33	457.06	1,620.25	2,241.48	2,831.38	4,959.18	7,459.90	4,358.70	9,248.65	18,288.46	1,492	8,863	494.2%	17.9%
			3	シンガポール	867.12	2,253.18	2,115.03	4,160.12	7,033.67	7,958.83	11,729.17	4,335.04	10,307.97	15,513.79	3,286	9,969	203.4%	15.2%
			4	英国	704.89	...	1,740.08	2,156.42	3,065.52	4,496.13	6,840.37	2,392.62	4,353.01	6,113.12	1,533	4,839	215.6%	6.0%
			5	日本	157.63	171.36	141.11	191.46	572.70	924.92	1,433.22	1,101.93	2,454.92	5,990.53	247	2,381	864.6%	5.9%
	タイ	資本流出	1	韓国		10.00		36.99	76.26	80.05	526.80	6,460.82	15,121.50	11,412.95	25	6,720	27,163.4%	49.7%
			2	米国	292.00	1,302.00	1,658.75	456.52	616.11	423.44	1,590.73	1,630.14	2,005.24	2,818.15	865	1,694	95.8%	12.3%
			3	オーストラリア	9.00	50.00	161.60	218.67	132.75	1,060.46	4,173.92	944.61	1,043.52	1,330.20	114	1,711	1,395.2%	5.8%
			4	アイルランド	38.00		2.40	11.06	375.47	400.91	554.01	438.67	813.62	1,110.49	85	664	677.1%	4.8%
			5	シンガポール	106.00	7.00	7.43	8.00	509.07	528.51	572.41	299.24	330.57	760.77	128	498	290.8%	3.3%

アジア	タイ	資本流入	1	米国	2,698.28	3,263.00	7,339.00	7,112.71	10,537.00	13,046.00	16,842.00	7,619.00	14,222.00	23,034.00	6,190	14,953	141.6%	33.5%
			2	ルクセンブルク	621.26	861.66	2,763.54	2,931.43	4,477.01	5,540.96	8,192.77	3,428.80	6,260.85	12,707.11	2,331	7,226	210.0%	18.5%
			3	英国	1,905.83	1,898.70	3,649.71	4,365.98	5,274.31	5,733.75	6,594.11	3,180.85	4,346.17	6,367.51	3,419	5,244	53.4%	9.3%
			4	シンガポール	2,361.14	2,147.97	3,675.15	3,526.22	4,461.39	4,410.69	4,704.68	3,027.41	4,053.28	6,123.80	3,234	4,464	38.0%	8.9%
			5	アイルランド	168.33	188.41	468.22	582.98	872.98	1,049.65	946.56	812.75	1,282.13	3,001.11	456	1,418	210.9%	4.4%
	フィリピン	資本流出	1	米国	1,844.21	2,305.95	2,535.15	3,211.96	2,712.89	3,090.84	2,368.53	1,811.79	2,457.80	1,813.81	2,522	2,309	-8.5%	30.9%
			2	インドネシア	3.00	4.00	4.00	3.00	8.00	5.56	48.60			697.45	4	150	3,317.3%	11.9%
			3	英国	24.12	142.86	391.37	472.91	431.20	588.32	869.97	734.91	428.81	506.37	292	626	113.9%	8.6%
			4	ドイツ	15.59	30.98	51.01	223.71	207.97	217.87	143.61		13.31	254.82	106	126	19.0%	4.3%
			5	中国	25.03	98.34	141.66	57.38	114.25	237.23	155.12	106.26	77.72	217.08	87	159	81.7%	3.7%
		資本流入	1	米国	4,015.21	4,555.00	5,046.00	5,690.08	7,179.00	10,989.00	14,461.00	7,097.00	9,326.00	16,532.00	5,297	11,681	120.5%	35.5%
			2	ルクセンブルク	609.97	713.93	1,440.80	1,586.33	2,750.34	3,586.78	5,990.51	1,633.99	2,546.98	4,487.42	1,420	3,649	156.9%	9.6%
			3	シンガポール	1,181.42	1,020.07	989.17	921.30	781.06	1,310.93	1,997.08	1,648.56	2,039.79	3,743.09	979	2,148	119.5%	8.0%
			4	日本	1,559.87	1,679.89	1,313.50	1,394.07	1,382.43	1,601.98	1,952.49	1,553.72	1,640.23	3,208.25	1,466	1,991	35.8%	6.9%
			5	オーストラリア	8.17	66.81	67.50			282.49	647.98			3,156.63	28	817	2,768.5%	6.8%
	マレーシア	資本流出	1	シンガポール	471.16	435.32	443.41	513.92	751.49	1,628.77	2,250.72	1,759.01	2,887.72	9,187.16	523	3,543	577.3%	25.6%
			2	米国	208.33	346.00	401.67	478.54	566.51	823.16	1,408.14	3,259.43	6,011.10	7,534.06	400	3,807	851.3%	21.0%
			3	中国	75.14	154.98	88.44	156.66	195.55	471.47	1,902.31	1,555.04	2,345.45	2,832.92	134	1,821	1,257.7%	7.9%
			4	韓国	11.13	69.62	153.56	53.80	70.42	244.94	961.14	953.80	1,835.89	2,829.49	72	1,365	1,803.6%	7.9%
			5	英国	410.47	153.09	104.13	391.44	557.01	1,022.79	536.22	1,177.63	1,679.37	2,045.76	323	1,292	299.8%	5.7%
		資本流入	1	米国	4,258.11	6,370.00	7,953.00	10,690.21	11,282.00	15,404.00	25,209.00	11,936.00	18,917.00	32,210.00	8,111	20,735	155.7%	30.5%
			2	シンガポール	6,886.15	6,828.02	10,619.73	17,029.64	14,654.10	12,961.25	26,283.03	12,048.25	12,591.41	16,877.24	11,204	16,152	44.2%	16.0%
			3	ルクセンブルク	986.95	1,366.35	2,119.98	3,778.41	3,695.30	5,629.75	9,606.78	4,701.37	6,285.34	16,133.29	2,389	8,471	254.5%	15.3%
			4	英国	2,388.81		4,499.23	6,699.67	7,569.65	10,054.23	10,581.46	5,207.69	6,346.82	8,877.17	4,231	8,213	94.1%	8.4%
			5	中国	2,421.00	2,846.00	3,622.00	4,204.00	4,185.62	4,519.00	5,875.00	5,079.15	5,143.33	6,503.18	3,456	5,424	57.0%	6.1%

（注１）「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２）表の中の空欄の箇所は，データが掲載されていない，もしくは計算上で意味のない数字（分母がゼロ）などの場合である。
（出所）IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

表３　東欧地域から外国への投資及び外国から東欧への投資の状況（単位：100万ドル）

地域	国名	流出or流入	順位	相手国	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）	投資先割合（2010年時点）
東欧	エストニア	資本流出	1	フランス	0.66	30.89	72.77	157.18	158.46	399.69	629.24	511.38	834.40	878.60	84	651	674.7%	16.7%
			2	ルクセンブルク	13.26	13.06	35.70	134.25	152.79	343.80	637.51	373.34	464.78	833.17	70	531	659.9%	15.8%
			3	オランダ	10.33	101.45	203.47	307.12	263.15	485.70	363.88	326.96	511.90	442.59	177	426	140.7%	8.4%
			4	フィンランド	41.04	82.47	164.15	191.79	187.21	293.98	580.36	350.83	488.25	436.87	133	430	222.6%	8.3%
			5	ドイツ	110.95	315.52	370.92	322.29	358.68	613.04	807.84	539.84	352.87	431.66	296	549	85.7%	8.2%
		資本流入	1	スウェーデン	55.45	144.16	189.59	420.37	229.32	1,095.09	1,849.12	1,265.88	377.74	274.31	208	972	368.0%	18.8%
			2	フィンランド		158.35	103.50	285.44	401.96	584.47	534.23	168.70	161.35	235.75	190	337	77.5%	16.1%
			3	ルクセンブルク	83.53	190.76	420.85	739.80	500.88	601.12	501.75	312.66	136.86	203.48	387	351	-9.3%	13.9%
			4	米国	44.30	89.19	174.00	343.16	97.00	98.00	174.00	90.00	98.00	130.00	150	118	-21.1%	8.9%
			5	アイルランド	16.74	29.30	42.30	155.28	104.99	114.58	64.77	203.19	162.79	120.26	70	133	90.9%	8.2%
	スロバキア	資本流出	1	スペイン	9.33	11.79	4.84	5.65	6.47	11.93	24.57	15.57	4,480.74	4,352.00	8	1,777	23,233.0%	15.1%
			2	アイルランド	0.15	1.32	1.85	97.41	123.87	217.89	422.06	190.40	2,765.98	2,478.25	45	1,215	2,604.7%	8.6%
			3	フランス	1.17	6.38	63.06	127.84	91.64	110.98	289.24	308.70	1,859.94	2,406.63	58	995	1,615.2%	8.3%
			4	イタリア	18.40	27.54	137.54	77.35	90.83	165.19	206.45	274.33	2,002.61	2,094.36	70	949	1,248.8%	7.2%
			5	オランダ	38.61	57.84	139.96	320.31	293.28	612.15	876.20	898.78	2,351.33	1,833.00	170	1,314	673.1%	6.3%
		資本流入	1	ドイツ	780.83	1,056.04	1,115.23	1,930.10	1,348.40	1,912.28	2,496.68	2,275.43	3,345.07	4,074.07	1,246	2,821	126.4%	29.8%
			2	オーストリア	289.15	356.56	680.76	908.52	744.39	1,226.13	1,352.86	1,844.00	2,394.28	2,787.31	596	1,921	222.4%	20.4%
			3	チェコ	87.40	540.88	564.54	633.49	581.95	561.65	734.98	1,267.53	809.29	1,048.31	482	884	83.6%	7.7%
			4	ベルギー	12.97	15.47	39.74	150.96	152.00	131.94	203.75	319.38	652.30	1,037.61	74	469	531.8%	7.6%
			5	フランス	25.56	42.72	75.27	96.67	87.70	118.75	461.84	265.84	532.47	985.76	66	473	621.1%	7.2%
	チェコ	資本流出	1	ルクセンブルク	333.35	661.59	1,048.85	1,703.15	1,777.29	2,484.58	3,317.62	2,169.95	5,577.91	5,384.37	1,105	3,787	242.8%	22.3%
			2	米国	578.75	899.40	713.76	853.30	1,166.99	1,718.00	2,234.10	2,030.58	2,408.48	2,391.63	842	2,157	156.0%	9.9%
			3	オーストリア	237.62	427.21	1,016.44	1,355.87	1,270.62	1,957.89	2,487.44	1,881.89	2,078.18	2,240.92	862	2,129	147.1%	9.3%
			4	オランダ	403.32	1,108.84	1,438.72	1,991.77	1,748.98	2,407.17	3,227.13	2,624.59	1,810.27	1,663.15	1,338	2,346	75.3%	6.9%
			5	ポーランド	159.24	196.34	466.55	455.94	548.28	644.14	1,100.73	1,064.70	1,207.59	1,542.94	365	1,112	204.4%	6.4%

東欧	チェコ	資本流入	1	ドイツ	377.20	379.63	736.33	2,078.56	2,368.84	2,420.65	3,357.86	4,212.68	4,957.10	5,716.26	1,188	4,133	247.9%	16.6%
			2	米国	481.10	685.00	1,293.00	1,876.02	1,742.00	3,071.00	5,351.00	3,753.00	4,744.00	4,873.00	1,215	4,358	258.6%	14.1%
			3	ルクセンブルク	456.14	653.21	1,168.46	3,099.43	3,874.42	3,638.10	4,091.24	2,829.41	3,710.99	4,380.40	1,850	3,730	101.6%	12.7%
			4	オーストリア	160.93	323.00	521.62	1,161.87	1,265.82	1,775.32	2,153.68	2,097.29	3,476.17	3,812.18	687	2,663	287.8%	11.0%
			5	フランス	87.25	82.10	142.47	372.86	446.90	840.97	1,247.39	1,131.69	2,037.01	2,976.46	226	1,647	627.6%	8.6%
	ハンガリー	資本流出	1	ルクセンブルク	3.43	16.25	71.57	274.22	494.01	1,779.49	3,776.72	3,291.58	4,390.75	4,276.23	172	3,503	1,937.8%	34.4%
			2	米国	186.04	114.66	137.45	179.69	516.48	918.31	1,010.40	1,027.49	2,129.88	2,381.96	227	1,494	558.4%	19.2%
			3	ドイツ	54.27	73.61	53.76	162.88	305.02	705.94	855.92	749.15	1,021.15	1,241.03	130	915	604.1%	10.0%
			4	オーストリア	7.25	25.06	17.52	93.73	203.98	588.11	1,147.75	757.80	787.31	939.56	70	844	1,114.4%	7.6%
			5	ポーランド	23.56	22.39	25.67	60.48	92.15	198.58	454.42	383.34	690.56	885.52	45	522	1,064.9%	7.1%
		資本流入	1	ドイツ	4,648.86	6,116.02	7,262.25	9,269.09	9,186.32	11,176.06	13,616.93	12,356.90	11,447.01	9,116.89	7,297	11,543	58.2%	19.6%
			2	ルクセンブルク	1,846.36	3,330.16	6,650.31	10,454.49	11,546.19	11,981.93	11,734.88	6,361.39	8,228.71	8,461.40	6,766	9,354	38.3%	18.2%
			3	米国	2,026.36	2,430.00	3,091.00	5,104.21	5,635.00	8,410.00	9,225.00	4,549.00	6,800.00	6,565.00	3,657	7,110	94.4%	14.1%
			4	オーストリア	1,304.28	1,866.69	2,755.87	3,826.14	5,059.73	7,069.66	7,071.97	6,499.24	6,286.78	5,036.14	2,963	6,393	115.8%	10.8%
			5	英国	2,662.93	3,052.75	2,637.79	5,111.02	777.42	5,108.99	4,173.53	2,091.24	1,600.77	3,091.71	2,848	3,213	12.8%	6.6%
	ポーランド	資本流出	1	ルクセンブルク	133.81	110.07	166.28	333.23	685.68	1,467.01	5,453.62	2,091.02	2,754.80	4,176.65	286	3,189	1,015.6%	29.7%
			2	オランダ	227.81	417.62	412.52	695.19	414.90	1,007.18	956.85	380.65	836.40	1,370.74	434	910	109.9%	9.7%
			3	米国	509.55	583.59	1,142.13	2,060.90	2,529.03	2,253.48	1,972.04	1,068.28	1,016.38	867.38	1,365	1,436	5.2%	6.2%
			4	オーストリア	9.25	51.87	75.43	215.95	288.76	919.22	2,096.61	548.35	909.73	854.56	128	1,066	730.9%	6.1%
			5	ハンガリー	6.84	119.53	61.22	251.41	379.81	889.62	1,109.44	697.09	775.71	688.57	164	832	408.1%	4.9%
		資本流入	1	米国	3,098.59	3,369.00	3,481.00	5,624.65	7,537.00	11,816.00	13,860.00	7,841.00	13,968.00	21,810.00	4,622	13,859	199.8%	18.8%
			2	ドイツ	1,706.20	3,260.41	5,612.77	7,555.57	8,800.56	11,812.17	15,610.15	12,445.97	13,787.98	19,217.23	5,387	14,575	170.5%	16.6%
			3	ルクセンブルク	2,075.23	3,270.29	5,491.42	9,851.79	12,938.19	13,277.38	14,491.51	7,620.76	10,831.87	16,307.07	6,725	12,506	85.9%	14.1%
			4	フランス	253.81	527.31	1,482.74	2,621.14	4,024.25	2,998.28	3,468.69	3,179.59	6,696.94	7,432.61	1,782	4,755	166.9%	6.4%
			5	日本	17.93	107.52	619.30	2,092.30	3,308.85	4,086.16	5,471.21	4,892.56	6,691.29	7,309.74	1,229	5,690	362.9%	6.3%

（注１）「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２）表の中の空欄の箇所は，データが掲載されていない，もしくは計算上で意味のない数字（分母がゼロ）などの場合である。
（出所）IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*より作成。

投資先の２番目はスペインであり，ルクセンブルクは12番目に位置している。国際投資に占める投資先としてのスペインの順位を見ると，チリは16番目，アルゼンチンは４番目となっている。同じ中南米地域でも，米国以外の投資先には違いがあることが分かる。投資先としての米国についての「伸び率」の項目に着目して見ると，アルゼンチン，ブラジル，チリの国の全てで増加している。具体的には，アルゼンチンは36.6%の増加，ブラジルは247.1%，そしてチリでは779.3%である。アルゼンチン，ブラジル，チリのそれぞれの国の２番目の投資先について，同様に「伸び率」の項目を見てみると，アルゼンチンはルクセンブルクへの投資で107.1%の増加，ブラジルはスペインへの投資で1087.4%の増加，チリはルクセンブルクへの投資で247.8%となっている。ブラジルを除けば，投資先の２番目との比較では，中南米地域から米国への投資の伸び率のほうが上回っている。

アジア地域では，中南米地域と比べると，米国金融市場への投資の割合は低いものの，インド23.9%，インドネシア17.2%，タイ12.3%，フィリピン30.9%，マレーシア21.0%と米国への投資は一定の重要性を有している。アジア地域の各国の投資先としての１番目の国はどこか，という点を確認して見る。インドでは，投資先としての１番目はルクセンブルクである。インドからルクセンブルクへの投資先の割合は，2010年時点で29.9%である。インドから米国への投資は，投資先として２番目に位置していて，「伸び率」の項目を見ると，1713.5%と高い。インドネシアとフィリピンの投資先の１番目は米国である。「伸び率」では，インドネシアは17.2%の増大だが，フィリピンは8.5%の減少となっている。タイの投資先の１番目は，他のアジア地域の国とは異なり韓国であり，伸び率も高い。タイから米国への投資は，投資先としては２番目に位置している。アジア地域の各国にとって，投資先としてのシンガポールの重要性は，地理的に高いと考えられるが，実際はどうであろうか。マレーシアの投資先として，シンガポールは１番目に位置している。またインドネシアからのシンガポールへの投資は，投資先として２番目に位置している。一方で，インドからシンガポールへの投資は14番目であり，フィリピンからシンガポールへの投資は，８番目となっていて，同じアジア地域でも，各国の違いといったものが見受けられる。

東欧地域は，中南米やアジアと比較して，圧倒的に米国金融市場への投資の重要度は低い。ハンガリーなど例外はあるが，エストニア3.0%，スロバキア4.3%，チェコ9.9%，ハンガリー19.2%，ポーランド6.2%である。東欧地域の各国の投資先として，重要度が高いと考えられるのは，地理的な条件から，ルクセンブルクであると推測される。東欧地域の各国の投資先の１番手及び２番手は，どこであるのかを確認することにしたい。チェコ，ハンガリー，ポーランドの１番手は，ルクセンブルクである。エストニアも２番目の投資先はルクセンブルクである。東欧地域では，総じて，投資先としての米国の重要性は低いものの，チェコ，ハンガリー，ポーランドでは，投資先としての米国の位置付けは高いほうにある。上記のデータから考えると，東欧地域の中でも，チェコ，ハンガリー，ポーランドは，ルクセンブルクと米国への投資が大きいことから，金融市場の進展した国への投資が，これらの国では重要となっていると考えられる。

1.2.2.　国際金融取引における途上国のプレゼンスの拡大

これまで先進国から途上国への国際投資について議論する場合，途上国の経常収支が総じて赤字であったこともあるが，どちらかというと先進国から途上国への一方向的な投資といったものが議論されてきた[15]。しかし近年のデータを見ると，途上国から先進国への投資，とりわけ米国への投

資が重要となっている。表４はIMF［2010］に掲載されている表を基にして作成したものであり，国際資本移動の動向を米国，ユーロエリア，日本，途上国として分け，各国別の国際資本移動の推移を，1999年から2009年まで見たものである。この表４から分かるように，米国はこの期間，一貫して，国際資本移動はネットレベルで資本流入であり，日本はネットレベルで資本流出であった。このことは統計上，米国はこの時期，経常収支は赤字であり，一方で日本は経常収支が黒字であったことを示している。途上国について見ると，2003年頃から，ネットレベルでは，資本流出となり，その規模も大きくなっている。このことは途上国の対外純資産の残高が積み上がっていることを意味している。

この背景には途上国での金融資産の蓄積が進む中で，途上国のインフラとしての金融市場がまだ不十分で，そのために米国の金融市場に投資を行うといった要因が考えられる。表５は，各国及び地域の金融市場の規模を示したものである。金融市場は，株式，債券，銀行資産の合計である。IMF［2003］とIMF［2012］を基に作成し，2002年時点と2010年時点での金融市場の規模について，３つの地域（米国，ユーロエリア，途上国）に分けて，それぞれデータを整理している。表５の下の部分は，2010年時点での金融市場の規模，2002年と2010年を比較した際の伸び率について，示している。世界全体の合計資産（株式，債券，銀行資産）に占める途上国の割合を見ると，2002年では9.9%だったものが，2010年には17.2%にまで上昇していることが分かる。同様に米国についても，世界全体の合計資産に占める割合を見ると，2002年は35.4%だったが，2010年には24.9%と低下していることが分かる。金融市場の規模の観点からは，米国の金融市場が一番に大きい。だが，この表５からも，途上国の金融市場の規模自体も，相当程度に大きくなっているという事実を掴むことができる。途上国は，金融市場の規模という点で見て，米国やユーロエリアのそれには及ばないが，明らかに拡大している。このことは，途上国のプレゼンス拡大を示す一つの証左であろう。

表４　各国の国際資本移動の動向（単位：10億ドル）

	米国			ユーロエリア			日本			途上国		
	inflow	outflow	net	inflow	outflow	net	inflow	outflow	net	inflow	outflow	net
1999	742.2	−504.1	238.1	720.7	−709.6	11.1	−125.9	13.4	−112.5	203.5	−159.6	43.9
2000	1,038.2	−560.5	477.7	1,024.4	−948.5	75.9	45.4	−168.0	−122.6	228.7	−290.4	−61.7
2001	782.9	−382.6	400.3	756.5	−780.2	−23.7	49.1	−139.2	−90.1	186.2	−183.2	3.0
2002	795.2	−294.7	500.5	543.8	−549.8	−6.0	15.7	−127.7	−112.0	176.3	−253.8	−77.5
2003	858.3	−325.4	532.9	733.0	−732.3	0.7	121.5	−242.3	−120.8	306.8	−508.1	−201.3
2004	1,533.2	−1,000.9	532.3	956.9	−1,053.7	−96.8	272.8	−413.6	−140.8	466.0	−710.6	−244.6
2005	1,247.3	−546.6	700.7	1,656.1	−1,682.9	−26.8	232.3	−370.8	−138.5	639.0	−1,049.7	−410.7
2006	2,065.2	−1,285.7	779.5	2,164.7	−2,194.7	−30.0	102.6	−239.4	−136.8	908.4	−1,599.1	−690.7
2007	2,107.7	−1,475.7	632.0	2,628.6	−2,564.3	64.3	267.7	−494.2	−226.5	1,730.6	−2,346.3	−615.7
2008	454.7	156.1	610.8	1,001.4	−677.8	323.6	−16.4	−211.9	−228.3	856.2	−1,506.1	−649.9
2009	305.6	−140.4	165.2	−105.2	102.3	−2.9	−108.6	−59.0	−167.6	670.6	−850.1	−179.5

（出所）IMF［2010］, *Global Financial Stability Report*, October, Statistical Appendix, pp. 16-17より作成。

⑮　岩田［2007］，249-250頁。

表5　各国の金融市場の規模（単位：10億ドル）

2002年時点	株式	債券	銀行資産	合計資産
世界全体	22,077.4	43,357.6	85,002.5	150,437.5
米国	11,055.6	19,014.7	23,129.1	53,199.4
ユーロエリア	3,467.5	10,071.5	25,899.2	39,438.2
途上国	1,806.1	2,524.1	10,612.0	14,942.2
●米国の割合	50.1%	43.9%	27.2%	35.4%
●ユーロエリアの割合	15.7%	23.2%	30.5%	26.2%
●途上国の割合	8.2%	5.8%	12.5%	9.9%

2010年時点	株式	債券	銀行資産	合計資産
世界全体	54,562.2	94,563.9	107,774.7	256,900.9
米国	17,283.5	32,381.3	14,335.3	64,000.0
ユーロエリア	5,696.2	24,745.8	30,830.0	61,271.9
途上国	12,535.8	8,830.8	22,839.4	44,206.0
●米国の割合	31.7%	34.2%	13.3%	24.9%
●ユーロエリアの割合	10.4%	26.2%	28.6%	23.9%
●途上国の割合	23.0%	9.3%	21.2%	17.2%

2010年時点での規模（1番大きい国・地域に○）				
●米国	○	○		○
●ユーロエリア			○	
●途上国				
伸び率（1番伸びている国・地域に○）				
●米国				
●ユーロエリア				
●途上国	○	○	○	○
（参考）：米国	−18.4	−9.6	−13.9	−10.5
：ユーロエリア	−5.3	2.9	−1.9	−2.4
：途上国	14.8	3.5	8.7	7.3

（出所）IMF［2012］, *Global Financial Stability Report*, April, Statistical Appendix, p. 11及び，IMF［2003］, *Global Financial Stability Report*, September, p. 143より作成。

2.　米国への資本流入と米国金融市場

2.1.　近年における米国への資本流入の構造的特徴

近年では，外国（米国非居住者）から米国（米国居住者）への投資形態を見ると，政府機関債と社債への投資が増大している。表6は，米国連邦準備制度理事会が公表しているデータ（*Flow of Funds Accounts of the United States*）を基にして，取引の規模とその伸び率の観点から整理したも

表６　米国の対外負債構成の経年変化（単位：10億ドル）

	国債	政府機関債	社債	株式	直接投資	その他	合計
1985	226.4	17.5	110.7	136.8	247.2	214.8	953.4
1986	269.4	25.0	154.9	183.2	284.7	249.7	1,166.9
1987	296.3	28.3	173.2	189.0	334.6	322.7	1,344.1
1988	353.8	34.2	187.4	213.4	401.8	376.7	1,567.3
1989	423.7	47.2	207.8	275.7	467.9	435.6	1,857.9
1990	438.4	49.4	208.7	242.6	505.3	523.1	1,967.5
1991	476.3	58.5	236.0	291.2	533.4	525.0	2,120.4
1992	520.3	71.4	246.0	308.8	540.3	601.3	2,288.1
1993	594.6	103.2	261.4	341.0	593.3	718.1	2,611.6
1994	632.6	106.8	273.5	352.8	618.0	869.9	2,853.6
1995	816.9	123.1	355.3	484.6	680.1	1,006.1	3,466.1
1996	1,040.3	134.4	432.1	584.3	745.6	1,078.7	4,015.4
1997	1,153.2	157.3	498.2	837.3	824.1	1,294.1	4,764.2
1998	1,166.2	185.6	589.7	1,107.9	920.0	1,364.9	5,334.3
1999	1,058.4	232.2	673.1	1,434.0	1,101.7	1,554.6	6,054.0
2000	1,021.4	348.2	841.8	1,483.0	1,421.0	1,725.4	6,840.8
2001	1,095.2	504.1	1,018.7	1,441.0	1,518.5	1,746.5	7,324.0
2002	1,285.5	630.6	1,123.0	1,221.6	1,500.0	2,047.6	7,808.3
2003	1,513.5	655.3	1,330.0	1,674.6	1,581.0	2,050.9	8,805.3
2004	1,813.6	875.2	1,558.9	1,904.6	1,742.7	2,643.6	10,538.6
2005	1,984.4	1,012.9	1,762.9	2,039.1	1,906.0	2,824.7	11,530.0
2006	2,126.2	1,263.6	2,320.5	2,448.1	2,154.1	3,667.1	13,979.6
2007	2,376.4	1,582.4	2,719.1	2,812.2	2,345.9	4,039.4	15,875.4
2008	3,253.0	1,406.9	2,353.5	1,806.6	2,397.4	3,777.1	14,994.5
2009	3,671.4	1,154.8	2,465.3	2,477.2	2,441.7	3,390.6	15,601.0
2010	4,385.3	1,077.3	2,488.6	2,926.1	2,658.9	3,627.0	17,163.2
規模（2010年時点）	◎			○			
伸び率（1985年と2010年との比較）		◎	○				
（参考）：伸び率の数字	1,837.0%	6,056.0%	2,148.1%	2,039.0%	975.6%	1,588.5%	1,700.2%

（注１）「規模」と「伸び率」では最も大きいものに◎，次に大きいものに○を付している。
（注２）Agency-and GSE-backed securitiesを政府機関債と表記した。
（注３）この*Flow of Funds Accounts of the United States*というデータは，多くの研究者に利用されている。データ集計の分類として，ここでは代表的と考えられる指標を用いて整理した。例えば，五百旗頭［2010］では，「その他市場型資産」，「社債」，「国債」，「政府機関・GSE担保証券」，「株式」，「直接投資」，といった分類で整理している。
（出所）Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts of the United States*より作成。

のである。表6の下の部分は，取引の規模は，2010年時点での数値を，そして取引の伸び率は，1985年と2010年の数値をそれぞれ用いて作成している。表6の下の部分から，2010年時点での取引の規模を見ると，国債への資本流入が最も大きいことが分かる。世界各国の投資家は，流動性の観点から，国債を保有していると考えられる。一方，1985年と2010年の数値を比較した取引量の伸び率では，政府機関債と社債の伸び率が高いことがわかる。米国財務省のデータによれば，外国から米国へ投資されている政府機関債と社債のうち，実に多くの部分が証券化商品なのである[16]。

次に表7は，米国への資本流入の中で，政府機関債と社債のうち，どのくらいが証券化商品なのかを示した米国財務省のデータである。2011年12月時点における政府機関債及び社債に占める証券化商品の割合を示している。まず政府機関債のうち，どの程度が，証券化商品だったのかを見てみよう。この表7によれば，公的部門保有のうち，約65%が証券化商品であったことが分かる。また同様に，政府機関債の民間部門保有のうち，約75.9%が証券化商品であった。先ほどの表6の下の部分と照らし合わせてみれば，世界各国から米国への資本流入は，伸び率で見て，証券化商品が

表7　2011年12月時点における政府機関債及び社債に占める証券化商品の割合（単位：100万ドル）

投資商品	所有部門	取引量	証券化商品の割合	備考
米国政府機関債	外国公的部門保有（A）	615,022		
	うち証券化商品（B）	399,893	65.0%	B/A
	外国民間部門保有（C）	435,670		
	うち証券化商品（D）	330,553	75.9%	D/C
米国社債	外国公的部門保有（E）	97,565		
	うち証券化商品（F）	22,312	22.9%	F/E
	外国民間部門保有（G）	2,557,128		
	うち証券化商品（H）	464,135	18.2%	H/G

（注）「証券化商品」の表記について，米国財務省の原データでの表記は，Asset-backed securitiesとなっている。近年では，証券化商品も様々なものが存在（MBS，ABS，CDOなど）しているので，それぞれに表記されることが多い。しかし遠藤［1999］で用いられているように，Asset-Backed Securitiesと一括りで，証券化商品を捉えていることもある。この米国財務省のデータも，Brandner, Cai and Judson［2012］の23頁に示されているように一括りで表記している。このBrandner, Cai and Judson［2012］は，米国財務省の国際投資データの解説をしている論文である。この表7では，Asset-backed securitiesを「証券化商品」と表記した。

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

---

⑯　五百旗頭［2010］，154頁では，アメリカの対外債務の構成として，国債，直接投資，株式，社債，政府機関・GSE担保証券，その他市場型資産に分け，「1990年代半ば以降，アメリカの対外債務に占める直接投資，株式投資，アメリカ国債投資の合計の比率が低下傾向にあることも読み取れる。代わって比率を高めているのが政府機関・GSE担保証券と社債である。社債には資産担保証券（ABS）や債務担保証券（CDO）も含まれるので，この両者のかなりの割合が証券化商品と考えられる」と指摘している。ただし五百旗頭［2010］では，政府機関・GSE担保証券と社債のうち，どの程度が証券化商品であるのかというデータは提示されていない。

投資対象として極めて重要であったことが確認できる。次に，社債のうち，どの程度が，証券化商品であったのかも，米国財務省のデータから確認しておこう。公的部門の保有のうち約 22.9%は証券化商品であった。同様に社債の民間部門保有のうち約 18.2%が証券化商品であった。

2.2.　米国における証券化市場の拡大要因

ここまでは，外国から米国への投資という視点から，証券化市場の重要性について述べてきた。今度は視点を変えて，米国金融市場の規模の経年変化という点から，証券化市場の重要性について見ることにする[17]。表８は，米国連邦準備制度理事会が公表しているデータを使用して，既存の先行研究の項目の分類を用いながら，1985 年から 2010 年までの米国金融市場の規模の経年変化を見たものである。表８の下の部分の「規模」は，2010 年時点での市場規模を，「伸び率」は，1985 年と 2010 年の数値を比較して，それぞれ，表８の脚注の基準により，整理している。表８の下の部分から読み取れるように，規模やその伸び率の両方で見て，証券化商品の存在の大きさが際立っている。世界各国の投資家は，これら証券化商品を取得したわけであるが，それを可能にした装置として，リスク管理の観点から，短期金融市場，国債市場，外国為替市場の存在が重要な役割を持っていたことも指摘しておきたい[18]。

それでは，なぜ，米国で証券化市場は拡大したのだろうか[19]。ここでは，大庭［2008］や川波［1995］を参考にして，政府保証のあるモーゲージ担保証券（実質的な意味での政府保証を含める）と，政府保証のない資産担保証券のそれぞれについて，近年における米国の証券化市場の拡大要因という観点から，考察を試みたい。

そもそも，なぜ銀行は，証券化という仕組みを利用するのだろうか。大庭［2008］でも指摘されているように，資金調達，資産と負債の満期のミスマッチから生じる金利リスクの回避，自己資本比率規制対策がある。よく知られているように，銀行はバランスシートの負債側では，短期の預金を集め，一方で，資産側では，長期の貸出を行っている。このことは，満期構造が異なるために，マクロ経済の状況が大きく変化した場合には，金利のリスクに直面することになる。このような状況を回避するために，銀行は証券化という仕組みを利用することによって，長期の満期構造を持つ資産を，バランスシートから切り離すことができる。また近年では，銀行に対する規制強化の流れから，銀行は証券化の仕組みを利用することで，自己資本比率を高めることができるという長所もある[20]。

さて，米国では，1980 年代の S&L 危機の際に，証券化の手法を用いて，マーケットを活用することにより，危機を乗り越えてきたという歴史的な経緯がある。この背景には，米国ではモーゲージ担保証券に関しては，政府関連機関であるジニーメイ，フレディマック，ファニーメイなどが，政策的に証券化された商品に信用保証を与えたり，またセカンダリー・マーケット（流通市場）を育成する上で大きな役割を果たしてきた（図１を参照）[21]。図１からも分かるように，モーゲージ担保

⒄　証券化の仕組みや歴史については，遠藤［1999］や大野［1996］でも詳しい説明がなされている。特に遠藤［1999］では，米国での証券化の歴史について詳細な考察がなされている。

⒅　神野［2011］，85 頁では，基軸通貨米ドルの利用を支える装置として，財務省証券市場，金利スワップ市場，短期金融市場の存在が重要であることを指摘している。

表8　米国金融市場の規模と経年変化（単位：10億ドル）

	モーゲージ	社債	地方債	国債	証券化商品合計	その他	合　計
1985	2,283.3	1,624.3	677.9	1,589.9	669.0	1,778.5	8,622.9
1986	2,542.3	1,845.9	752.1	1,805.9	885.0	1,980.5	9,811.7
1987	2,760.3	2,038.8	842.6	1,949.8	1,095.9	2,137.2	10,824.6
1988	3,047.3	2,238.9	893.0	2,104.9	1,252.8	2,329.3	11,866.2
1989	3,316.2	3,421.7	940.4	2,251.2	1,457.6	1,452.1	12,839.2
1990	3,575.6	2,557.6	987.4	2,498.1	1,687.6	2,460.5	13,766.8
1991	3,760.0	2,560.8	1,078.6	2,776.4	1,887.2	2,358.3	14,421.3
1992	3,961.9	2,530.4	1,095.1	3,080.3	2,105.9	2,439.4	15,213.0
1993	4,204.8	2,569.7	1,153.0	3,336.5	2,353.8	2,562.8	16,180.6
1994	4,532.5	2,699.3	1,107.5	3,492.3	2,711.7	2,664.5	17,207.8
1995	4,850.9	2,944.3	1,046.7	3,636.7	3,044.1	2,945.9	18,468.6
1996	5,186.1	3,144.9	1,026.2	3,781.7	3,390.1	3,275.5	19,804.5
1997	5,491.2	3,473.0	1,076.9	3,804.8	3,741.1	3,648.9	21,235.9
1998	5,916.4	3,857.4	1,143.8	3,752.2	4,470.8	4,187.1	23,327.7
1999	6,403.6	4,281.4	1,181.0	3,681.0	5,218.0	4,624.0	25,389.0
2000	6,992.7	4,647.5	1,197.9	3,385.1	5,823.1	5,091.3	27,137.6
2001	7,651.8	4,855.1	1,303.4	3,379.5	6,721.0	5,408.0	29,318.8
2002	8,462.2	4,906.8	1,447.9	3,637.0	7,496.1	5,881.5	31,831.5
2003	9,503.8	4,997.5	1,568.4	4,033.1	8,167.5	6,376.2	34,646.5
2004	10,568.4	5,218.3	2,485.4	4,395.0	8,722.5	7,249.2	38,638.8
2005	11,743.4	5,579.9	2,622.6	4,701.9	9,533.9	7,918.9	42,100.6
2006	12,915.4	6,103.3	2,720.9	4,885.3	10,673.5	8,865.8	46,164.2
2007	13,782.4	6,933.6	2,867.8	5,122.3	11,919.3	10,250.3	50,875.7
2008	13,801.1	7,269.4	2,887.8	6,361.5	12,279.8	10,697.0	53,296.6
2009	13,570.2	7,052.9	2,999.3	7,805.4	11,375.9	10,262.1	53,065.8
2010	13,328.6	7,355.1	3,065.5	9,385.6	9,913.0	10,305.3	53,353.1
規模（2010年時点）	◎				○		
伸び率（1985年と2010年との比較）				○	◎		
（参考）：伸び率の数字	483.7%	352.8%	352.2%	490.3%	1,381.8%	479.4%	518.7%

（注１）「規模」と「伸び率」では最も大きいものに◎，次に大きいものに○を付している。

（注２）Household sectorをモーゲージと表記している。証券化商品合計は，Government-sponsored enterprises, Agency-and GSE-backed mortgage pools, ABS issuersといった３つの統計データを合算したものである。Household sectorをモーゲージと表記したこと，Government-sponsored enterprises, Agency-and GSE-backed mortgage pools, ABS issuersの３つの合計を証券化商品合計と表記したことについては，五百旗頭［2010］の157頁と165頁を参考にした。

（注３）注２のデータ集計については，今回，既存の研究を利用して整理したが，今後，特に「モーゲージ」や「証券化商品合計」のデータ集計に関しては，さらなる検討を試みたいと考えている。

（出所）Federal Reserve Board, *Flow of Funds Accounts of the United States*より作成。

証券に関しては，政府関連機関の活躍により，米国の証券化市場を大きく進展させてきた[22]。

では資産担保証券も同じように発展してきたのであろうか。近年，米国での資産担保証券の規模は，モーゲージ担保証券にはまだ及ばないものの，規模自体は大きくなっている（図２を参照）。資産担保証券は，主に，自動車ローン，クレジットカードなどの資産を証券化して発行したものであるが，米国での消費金融の発達にも相伴って，その発行額は大きい。

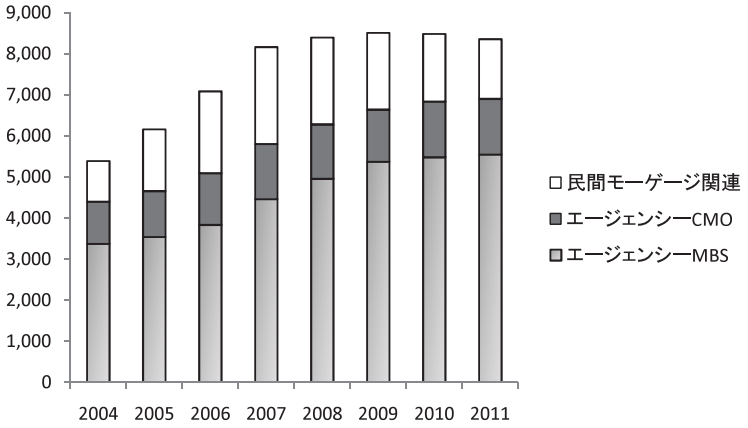
資産担保証券にはモーゲージ担保証券のように政府保証は付いていないが，資産担保証券の格付けは高いので，投資対象になり得るし，格付けの記号から判断すれば，安全資産と考えることができる（表９を参照）[23]。資産担保証券を発行する論理は，上述のモーゲージ担保証券と同様と考えら

---

⑲　大庭［2008］では，米国における証券化市場の拡大について，モーゲージ担保証券（MBS）と資産担保証券（ABS）のそれぞれについて，証券化という金融手法の具体的な仕組みの観点から考察している。その中で，モーゲージ担保証券（MBS）について，この金融手法の持つ経済的な合理性として，主に次の３つを指摘している。第一に，資金調達のためであり，「商業銀行や貯蓄貸付組合（Savings & Loan Association；S&L）などの金融機関が，旺盛な住宅ローンのニーズに応ずるために，既存の住宅ローン債権を売却して資金調達を行う道を開いた」と述べている（大庭［2008］，185 頁）。第二に，自己資本比率規制対策のためであり，「証券化はまた，金融機関が貸付債権を自らの貸借対照表から引き落とすオフ・バランスシートの効果をもたらすので，自己資本比率規制の対策にもなっていた」と記述している（大庭［2008］，185 頁）。第三に，バランスシートの資産と負債の満期構造の違いから生じてくる金利リスクヘッジのためであり，「S&L や商業銀行は，短期の貯蓄資金を調達し，これを長期の住宅ローンで運用していたので，1970 年代より動きの激しくなった金利の変動リスクをヘッジする必要が出てきていたが，ローンの売却を伴う証券化は短期借長期貸構造からくる金利逆鞘を回避する有効なヘッジ手段となった」と指摘している（大庭［2008］，185 頁）。さらにモーゲージ担保証券（MBS）は，ジニーメイ（政府抵当金庫）とファニーメイ（連邦抵当金庫）が関わることによって，信用補完されていた側面があることを述べている（大庭［2008］，185 頁）。ジニーメイ（政府抵当金庫），ファニーメイ（連邦抵当金庫），フレディマック（連邦住宅抵当貸付会社）によるこの信用補完機能については，川波［1995］が詳しい。一方で，資産担保証券について，大庭［2008］は，上述のモーゲージ担保証券とは違い，ジニーメイ（政府抵当金庫）とファニーメイ（連邦抵当金庫）によるこの信用補完はなく，そのため，投資家にこれらの証券を購入してもらうためには，証券化商品の発行体は，その発行した債券に高い格付けを得ることを必要とする，といった内容を述べている（大庭［2008］，187 頁）。具体的には，実務的な観点から，「資産担保証券では，信用力が問われるので，信用補完で目標の債券格付けを確保することを考えなければならない。信用補完手段には，積立勘定，過剰担保，銀行信用状（L/C）・保証状（L/G），原債権者の劣後債権の保持を前提とする優先劣後構造などがあり，目標格付け獲得のために適切な手段が選ばれている」という事実を指摘している（大庭［2008］，187-188 頁）。

⑳　Cetorello and Peristiani［2012］では，証券化において，銀行の果たす役割が大きいことを指摘している。この論文では，証券化の発行国のデータや銀行や投資銀行といった機関別の発行データなどが掲載されている。その中で，どの項目といった文言はないが，1990 年から 2008 年の期間の全体に渡って，証券化における銀行の占める割合は，90％以上になる，という記述がある（Cetorello and Peristiani［2012］, p. 58）。Benjamin, Morgan and Wei［2012］では，証券化の進展により，銀行の伝統的な機能は低下したのだろうか，という問題を立てている。これは，いわゆる銀行というものは，預金を受け入れて，貸出を実行するという金融仲介機能を念頭に置いたものだと考えられる。この論文の中で，Benjamin, Morgan and Wei［2012］は，銀行が証券化の過程で非常に大きな役割を果たしていることは事実であるが，そのことは必ずしも銀行の本来の金融仲介の機能を損なうものではないという書き方をしている（Benjamin, Morgan and Wei［2012］, p. 35）。さらに，Benjamin, Morgan and Wei［2012］は，銀行の証券化の経済的な機能として，格付けの低い住宅ローンなどを格付けの高い証券に転換するといった信用を高める機能があることを強調している（Benjamin, Morgan and Wei［2012］, p. 35, p. 44）。

図1　米国でのMBS残高の推移（単位：10億ドル）



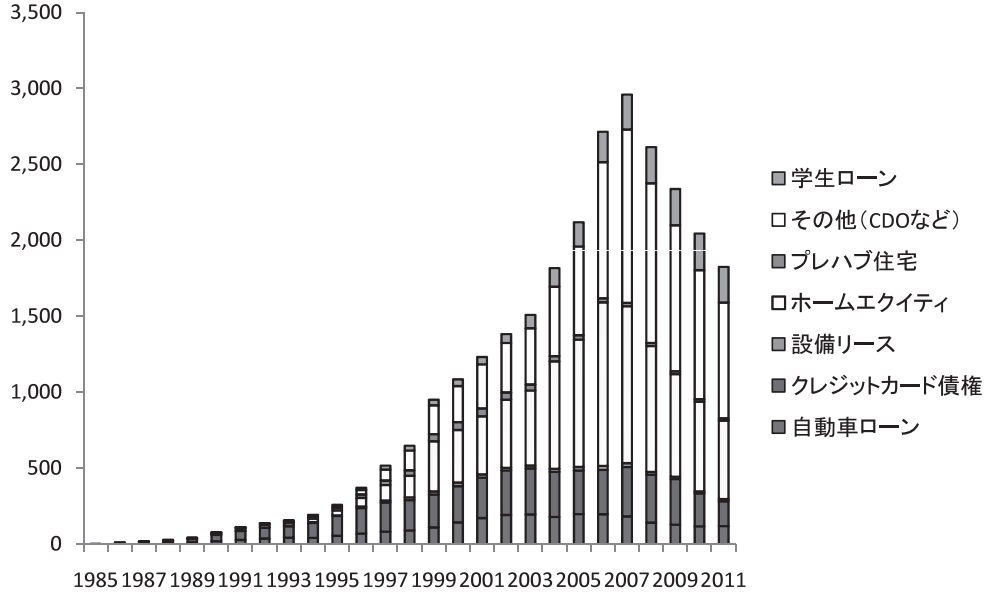
（注）各種名称の表示は，淵田［2006］を参考にした。ただし，この図1のデータと淵田［2006］とは直接的には関連はない。
（出所）Securities Industry and Financial Markets Associationホームページより作成。

れる[24]。しかし，資産担保証券は，モーゲージ担保証券とは大きく異なる側面があることに注目する必要があると考える。その違いというのは，セカンダリー・マーケットの整備状況である。資産担保証券には，極論すれば，セカンダリー・マーケットが存在しない[25]。このことは，資産担保証券の保有者は，満期までその証券を保有することになる。このようにセカンダリー・マーケットが整備されていない要因としては，証券化商品のその中身（どのような金融資産が担保になり発行されているのか等）が複雑であるため，投資家からすれば，購入することに，躊躇せざるを得ない。この点，モーゲージ担保証券では，ジニーメイ，ファニーメイ，フレディマックなどによる信用補完があること，政策的に流通市場を整備していることなどの理由により，この欠点を克服しているが，資産担保証券では，現在のところ，そのような構造にはなっていない。このような流通市場の未整備がリーマン・ショックを引き起こした一つの要因であると指摘されている[26]。

---

(21)　小立・磯部［2010］では，リーマン・ショック以後における米国証券化市場の動向について，詳細な調査が行われている。その中で，米国の証券化市場は，現在，ジニーメイ，フレディマック，ファニーメイの発行もしくは保証したモーゲージ担保証券を，米国連邦準備制度と米国財務省が購入するということで支えられているとしている。具体的には「政府後援企業（GSE）であるファニーメイ，フレディマック，ジニーメイが発行しまたは保証するエージェンシーMBSの発行額は，2009年には過去5年間で最も多い1.9兆ドルとなり，証券化市場全体の発行額のおよそ9割を占めた。エージェンシーMBSの発行額の増加の背景には，金融危機対策としてのFRB及び財務省による買取支援がある」と述べている（小立・磯部［2010］，63頁）。またABSに関しては，「2008年9月のリーマン・ショック後に米国ではABSの発行が急減し，2009年初には，ABSの発行はほぼなくなった。こうした事態を受けて，FRBは2009年3月にターム物ABSファシリティ（TALF）というABS市場の支援プログラムを開始させた。ABS市場を通じて，家計や中小企業への信用供与を支援することがFRBの狙いである」と記述している（小立・磯部［2010］，65頁）。

図２　米国でのABS残高の推移（単位：10億ドル）



（注）各種名称の表示は，淵田［2006］を参考にした。ただし，この図２のデータと淵田［2006］とは直接的には関連はない。
（出所）Securities Industry and Financial Markets Associationホームページより作成。

---

(22)　二宮・菅野・植木・加藤［2002］は，米国の住宅ローンの証券化の仕組みについて，詳細かつ分かりやすく整理している。この論文では先ず，米国の住宅金融の市場構造について，「米国の住宅金融は，(1)住宅ローンの貸出市場，(2)住宅ローンの証券化・MBS の発行市場，(3) MBS の流通市場という３つの市場が相互に連関して機能している」と整理し，モーゲージ担保証券の発行主体について，「ジニーメイは，政府保証（借り手の債務不履行時の損失に対する保証）の付された住宅ローンを担保として民間機関が発行する MBS について，遅延のない元利金払いを保証する業務を行っている。一方，ファニーメイ，フレディマックは，借り手の信用力や住宅ローンの金額の面で一定の規格を満たす住宅ローンを買い入れ，それを担保に，自らが元利金払いの保証を付した MBS を発行している」と簡潔に分類している（二宮・菅野・植木・加藤［2002］，1-2 頁）。これらのモーゲージ担保証券は，極めて信用力が高いのであるが，二宮・菅野・植木・加藤［2002］では，「ジニーメイによる保証（政府保証）が付された MBS は，デフォルト（債務不履行）・リスクが全くないほか，ファニーメイ，フレディマックによる保証（政府保証でない）が付された MBS も，デフォルト・リスクがほとんどないものと認識されており，これらは，米国 MBS 市場の中核商品（MBS 残高の８割）となっている」と述べている（二宮・菅野・植木・加藤［2002］，２頁）。また MBS の流通市場の実態に関して，「MBS は，ディーラー（仲介業者）を通じて市場で転々流通し，最終的に，政府支援機関，銀行・S&L，非居住者，生命保険，年金基金，投資信託など，多様な投資家によって幅広く保有されている」と記述している（二宮・菅野・植木・加藤［2002］，２頁）。

表９　2012年第三四半期時点における米国でのABSの格付けの状況（単位：10億ドル）

	自動車ローン	クレジットカード債権	設　備リース	ホームエクイティ	プレハブ住　宅	その他（CDOなど）	学　生ローン	合　計
Aaa\AAA	109.31	119.26	14.47	6.26	0.33	102.49	55.32	407.43
Aa\AA	10.02	1.10	0.80	13.92	0.50	113.23	138.01	277.60
A\A	7.77	6.20	1.25	13.66	0.80	41.99	12.01	83.67
Baa\BBB	4.10	4.55	0.25	10.02	1.87	32.40	6.03	59.22
Ba\BB	0.71	1.19	0.02	19.69	0.78	41.19	5.13	68.71
B\B	0.05	0.05	0.00	29.80	1.60	19.50	5.32	56.31
Caa\CCC	0.01	0.01	0.00	91.21	1.88	32.45	2.23	127.78
Ca\CC	0.04	0.03	0.00	99.88	1.38	60.85	1.99	164.18
C\C	0.01	0.25	0.02	112.67	2.94	108.32	0.26	224.47
D\D	0.02	0.03	0.00	45.21	1.15	44.04	0.95	91.41
Short-Term	2.05	0.00	0.83	0.00	0.00	0.10	0.00	2.98
NR/NA	7.81	1.47	1.38	30.15	0.15	87.17	4.18	132.31
合計	141.90	134.14	19.02	472.46	13.39	683.71	231.43	1,696.06

（注）各種名称の表示は，淵田［2006］を参考にした。ただし，この表９のデータと淵田［2006］とは直接的には関連はない。

（出所）Securities Industry and Financial Markets Associationホームページより作成。

㉓　米国ではトリプルＢ以上の格付けを得た債券が投資対象になると言われている。例えば遠藤［1999］では，米国において，トリプルＢ以上の債券が投資適格であることが述べられている（遠藤［1999］，５頁）。さらに遠藤［1999］では，証券化商品の信用補完の方法としていくつか列挙されている。信用力を強化する方法として，超過担保の設定，信用状の発行，優先・劣後構造の構築とったことが行われる（遠藤［1999］，５頁）。この中で先ず，超過担保の設定については，「債券発行額よりも多くの原資産を SPV にプールすること。それによって，いくらかの資産が不良化しても，投資家には，約定通りの元本額が返済されることが可能になる」という（遠藤［1999］，５頁）。また信用状の発行に関しては，「商業銀行の発行する信用状によって，資産からのキャッシュフローが不足する場合，当該銀行が不足分を補う旨の契約を付与すること。信用状を発行する銀行の信用力が大きく影響する」と記述している（遠藤［1999］，５頁）。そして証券化商品の優先・劣後構造については，「キャッシュフローを２つのクラスに分け，優先的に支払いを受けるクラスと，優先クラスが支払われた後に，支払いが開始される劣後クラスを設けるやり方。劣後クラスというクッションがあることによって，優先クラスの信用力は強化されることになる」と述べている（遠藤［1999］，5-6 頁）。

㉔　大庭［2008］，188 頁。

㉕　2012 年９月８日の国際金融研究会（於：専修大学神田校舎）で筆者が研究報告を行った際に，米国での証券化市場の流通市場の状況などについて，甲南大学の広渡潔氏から，貴重な意見を頂いた。

㉖　2012 年９月 16 日に，筆者が北九州市立大学で学会報告（日本金融学会）を行った際，フロアより貴重な質問とコメントを頂いた。

3.　マクロレベルで見る米国の資金調達の構造変化

表10は，米国財務省，ニューヨーク連邦準備銀行，米国連邦準備制度理事会が共同で公表しているデータを基にして，外国（米国非居住者）から米国（米国居住者）への投資の形態とその推移についてまとめたものである。投資の形態として，「証券」と「預金・貸出・その他」の２つの観点から整理している。さらに証券は長期と短期に分け，長期とは株式，満期が１年以上の財務省証券，政府機関債，社債のことであり，短期とは，満期が１年未満の財務省証券，政府機関債，社債のことを指している。「証券」と「預金・貸出・その他」の２つを合計したものが，表10の左端の「総投資」という項目である。表10の右端には，それぞれの比率をいくつか計算している。この中で本論文が注目している比率は，「C/A」の数値である。

この表10から分かるように，米国のマクロの資金調達構造は，短期から長期へと変化している。総投資に占める証券（長期）の割合という指標（C/A）で見ると，1984年には37.6%だったものが，1994年には51.8%となり，2011年は70.3%にまでになった。

すでに多くの先行研究により指摘されているように，米国は巨額の経常収支赤字を抱え，その対外純債務の累積が今日の国際金融システムの課題である[27]。上記のように，米国の資金調達構造が，

表10　外国から米国への投資の形態と，その推移（単位：10億ドル）

	総投資A	証　券			預金，貸出，その他			比　率		
		合計B	長期C	短期	合計	銀行	非銀行	B/A	C/A	C/B
1984	712	363	268	95	349	320	29	51.0%	37.6%	73.8%
1989	1,690	958	847	111	732	693	39	56.7%	50.1%	88.4%
1994	2,402	1,449	1,244	205	953	899	54	60.3%	51.8%	85.9%
2000	5,063	3,881	3,558	323	1,182	1,129	53	76.7%	70.3%	91.7%
2002	5,948	4,338	3,926	412	1,610	1,540	70	72.9%	66.0%	90.5%
2003	6,859	4,978	4,503	475	1,881	1,829	52	72.6%	65.7%	90.5%
2004	8,241	6,019	5,431	588	2,222	2,143	79	73.0%	65.9%	90.2%
2005	9,405	6,864	6,262	602	2,541	2,479	62	73.0%	66.6%	91.2%
2006	10,969	7,778	7,162	615	3,191	3,125	67	70.9%	65.3%	92.1%
2007	13,602	9,772	9,136	635	3,830	3,730	100	71.8%	67.2%	93.5%
2008	14,370	10,322	9,463	858	4,048	3,947	101	71.8%	65.9%	91.7%
2009	13,112	9,642	8,492	1,150	3,471	3,394	77	73.5%	64.8%	88.1%
2010	14,324	10,691	9,736	956	3,632	3,547	85	74.6%	68.0%	91.1%
2011	16,443	12,440	11,561	878	4,004	3,927	77	75.7%	70.3%	92.9%

（注）1984, 1989, 1994年は12月末のデータ，2000年は３月末，それ以外の年は６月末のデータである。
（出所）U. S. Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report on Foreign Portfolio Holdings of U. S. Securities,* April 2012, p. 29 より作成。

(27)　米国経常収支赤字とその対外純債務の累積等の問題については，藤田［2008］が詳しい。

短期から長期へと変化していることは，米国にとって，経常収支の維持可能性という観点からすれば，都合のよいことである。もちろん，長期に分類されている株式や財務省証券も，取得と処分を繰り返している今日の金融グローバル化の世界では，必ずしも長期的に安定した構造であるとは言えない。しかしながら，このように長期資金での調達を可能にした米国は，極めて安定した資金調達構造を構築することが出来たと言える。米国がこのようなマクロの資金調達構造を構築することができたひとつの要因として，本論文で考察したように，近年の米国金融市場の特徴である証券化市場の発展を指摘できる。

証券化市場は，株式，財務省証券，政府機関債，社債などの金融商品の市場とは異なり，モーゲージ担保証券を除けば，流通市場がほとんど発達していない。このことは，証券化商品を保有した投資家は満期までその証券を保有していなければならず，このことは結果的には，米国の資金調達構造を短期から長期へとシフトさせることに寄与した。確かに，証券化市場の流通市場の未発達及び未整備の問題が，リーマン・ショック等を引き起こしたという指摘については，その通りである。しかし本論文は，引き起こした結果ではなく，米国が安定した構造を構築することができたという部分に着目した。

結びに代えて

ここまで，近年における外国から米国への資本流入の実態，またそのことが，金融論の観点から米国に何をもたらしたのかを見てきた。本論文の結論は以下の通りである。外国から米国への証券化商品への国際投資は，証券化商品のセカンダリー・マーケットが不十分であることも手伝い，マクロ的な観点から見た，米国の資金調達構造を安定化することに寄与した。

原点に立ち返り，そもそもなぜ米国へ資本が流入してくるのだろうか[28]。米国へ資本が流入する要因として，寿崎［2008］では，米国へ資本が流入する背景として３つの要因を指摘している。第一に，「ドルが基軸通貨であり，ドルに対する信認が総じて強いこと」，第二に，「基軸通貨国アメリカより低金利の国が増えはじめたこと」，第三に，「オープンの長期債券投資が増大するようになったこと」であると述べている[29]。また寿崎［2008］では，米国への資本流入を説明する要因として，カントリー・リスクに注目している。第一の要因にも関連するが，米国はカントリー・リスクが低いので，その結果，外国から米国へと資本が流入することになる。第三の要因との関連で言えば，内外金利差が2.5％以上程度に開くと，オープンの長期債券投資が行われるという[30]。上記のような金利差が発生すれば，経験的には，金利からの収益により為替の損失をカバーできるという[31]。

---

(28)　ドルの信認と米国の対外債務問題について，小川［2008］は，「アメリカの債務問題は，長年にわたる経常収支赤字によって累積した対外純債務額が極めて高い水準の達していることを反映して，その持続可能性（サステナビリティ）が疑問視されている。さらに，アメリカの債務問題がこれまで深刻に露呈しなかった理由の１つには，世界経済における基軸通貨としてのドルの信認があった。しかし，アメリカの債務問題は基軸通貨としてのドルの信認を揺るがしかねず，もしそうなった場合には，国際通貨システムにも影響を及ぼす可能性がある」と述べている（小川［2008］，91頁）。

(29)　寿崎［2008］，53-54頁。

(30)　寿崎［2008］，54頁。

ハーバード大学経済学部教授の Cooper［2007］は，なぜ米国に資本が流入するのか，という論点について，結局のところ資本は収益の高い所へ行くと述べた上で，以下の３点を指摘している[32]。第一に，経済の規模が大きいこと，第二に，決済がスピーディーであること，第三に，米国は技術革新に優れていることを挙げている。

今回，この論文では，金融グローバル化の現状を把握するため，時期区分として，2000 年以降を考察の対象としてきた。今後の課題としては，変動相場制移行とりわけ 1980 年代以降からの米国の資本流入について，時期区分をどのように区切るかということを念頭に置きながら，米国への資本流入が，金融論において，どのような意義を有するのかといった内容についての分析を行っていきたいと考えている。

補論１　米国の投資収支と証券投資残高

外国から米国への資本流入の構造は，どのようになっているのか。この課題に対して，ここでは，米国の投資収支と証券投資残高のデータを活用しながら，外国のどの国が実際には米国へ投資を行い，対外資産を増大させているのかを考察することにしたい。というのは，国際収支の統計上の特徴として，例えば，ある国がイギリス経由で米国へ投資を行った場合，この取引は，統計上，イギリスから米国へ資本が移動した形となり，米国にとっては，イギリスからの資本流入として処理されることになる。しかしながら，このような国際収支統計に，証券投資残高のデータを合わせて考察することで，実際には，どの国が，どのように，米国へ投資を行っているのかを分析することができる。

表 11 は，米国の国際収支統計であり，各国別（イギリス，日本，ドイツ，フランス，ルクセンブルク，ケイマン，中国）にデータを整理している。データは，米国商務省の *Bureau of Economic Analysis* を用いている。2000 年から 2011 年までのデータを集計し，表 11 の下の部分では，米国への資本流入に関して，2007 年時点と 2011 年時点で，それぞれ最も資本流入の大きい国に二重丸を記し，２番目の国には丸を付けている。2007 年時点を考慮している理由は，2008 年のリーマン・ショックの影響を除いた処理も行っておく必要があると考えたからである。表の項目にある「資産」とは，米国の所有する資産のことであり，要するに米国から外国への投資ということである。また同様に，「負債」という表 11 の項目は，外国の所有する資産，すなわち外国から米国への投資という意味である。

表 11 を見ると，国際収支統計からは，イギリスから米国へ資本が流入しているということを把握できる。2008 年のリーマン・ショック以降の時期には異なるデータの動きがあるが，2007 年時点と 2011 年時点のデータから分かるように，国際収支統計上，イギリスからの資本流入が米国にとって重要である。

一方で，表 12 を見てみると，国際収支統計とは異なる事実を把握することが可能となる。表 12 は，各国別のデータを用いた米国の証券投資残高（株式と債券［短期と長期の両方を含む］）の推移

---

(31)　寿崎［2008］，54 頁。

(32)　Cooper［2007］, pp. 99-100.

表11　米国の投資収支―各国別の国際収支統計（単位：100万ドル）

暦　年	イギリス		日本		ドイツ		フランス		ルクセンブルク		ケイマン		中国	
	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
2000	−179,961	297,674	12,611	58,077	−33,883	72,443	−32,856	46,718	−1,021	31,548	−151,561	179,893	−675	18,798
2001	−90,370	188,242	−21,870	50,191	−38,812	62,424	−34,596	47,323	−27,113	−887	−58,151	146,831	530	38,886
2002	−95,234	185,476	−34,536	77,153	11,173	17,856	−933	−9,038	−8,776	4,817	−34,468	139,018	3,956	72,459
2003	−160,688	187,763	−58,919	139,455	3,722	40,266	−11,789	−2,367	−6,658	12,334	14,374	184,042	964	74,515
2004	−326,837	423,451	−60,937	237,503	9,222	34,476	−45,797	21,345	−1,142	11,288	−243,692	310,235	−9,916	125,252
2005	−142,745	377,987	−59,869	61,935	−6,606	31,302	−35,396	32,161	1,464	26,663	−35,776	96,643	−5,395	188,165
2006	−505,470	535,710	−45,237	51,162	30,060	68,973	−46,257	75,943	−28,083	69,790	−228,312	546,446	5,531	233,191
2007	−410,201	555,776	51,439	60,164	−17,737	64,815	−74,080	25,199	−70,445	49,566	−252,904	421,227	2,076	260,111
2008	544,918	−318,520	−73,185	113,457	−8,854	−6,352	70,010	−17,378	−36,791	−48,057	78,061	−107,222	16,539	423,715
2009	−230,098	−103,245	44,155	38,672	3,879	−57,916	−17,023	44,616	−35,017	5,213	119,335	−48,177	11,264	151,920
2010	−185,601	391,116	−122,162	181,401	16,511	13,833	6,916	30,758	−58,198	19,411	−208,366	98,306	−16,848	112,280
2011	−104,634	200,053	−81,550	240,731	28,088	26,049	89,075	104,407	−85,867	31,081	148,908	−55,797	−1,342	−31,594
米国への資本流入に関して，														
2007年時点（1番を◎，2番を○）		◎										○		
2011年時点（1番を◎，2番を○）		○		◎										

（注）この表は，2012年９月８日㈯に行われた国際金融研究会（於：専修大学神田校舎）での，寿崎雅夫氏の報告資料を参考にしている。
（出所）U. S. Department of Commerce, *Bureau of Economic Analysis*より作成。

表12　米国の証券投資残高―各国別データ（単位：100万ドル）

暦　年	イギリス		日本		ドイツ		フランス		ルクセンブルク		ケイマン		中国	
	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
2003	512,975	390,392	208,469	771,446	136,493	154,457	143,572	89,951	13,035	297,183	71,039	242,193	3,004	255,497
2004	663,110	491,471	306,529	1,019,124	189,304	189,816	184,959	117,476	23,383	391,643	124,971	352,289	13,738	340,972
2005	737,754	559,838	384,099	1,091,430	201,376	200,034	216,607	122,138	38,050	460,212	195,677	429,983	12,723	527,275
2006	814,784	639,587	530,885	1,106,396	216,726	211,169	273,879	164,216	46,287	549,016	248,771	485,044	28,443	698,929
2007	1,075,579	920,630	596,239	1,196,536	292,103	265,770	401,388	221,164	60,101	703,442	375,542	740,197	75,314	922,046
2008	1,143,104	863,893	594,082	1,250,415	426,558	247,022	448,482	222,087	95,146	656,158	545,452	831,805	97,284	1,205,080
2009	647,361	787,887	403,279	1,269,291	254,714	182,142	285,482	138,779	60,036	577,877	315,228	650,094	54,903	1,464,027
2010	958,257	798,409	419,077	1,393,384	293,599	195,389	362,382	193,776	94,376	622,320	373,316	743,163	102,303	1,610,737
2011	1,001,456	981,699	518,907	1,585,086	299,101	237,963	366,329	248,546	100,431	816,509	366,025	888,870	102,226	1,726,621
米国への資本流入に関して,														
2007年時点（1番を◎, 2番を○）				◎										○
2011年時点（1番を◎, 2番を○）				○										◎

（注）この表は，2012年９月８日㈯に行われた国際金融研究会（於：専修大学神田校舎）での，寿崎雅夫氏の報告資料を参考にしている。
（出所）U. S. Department of the Treasury, *Treasury International Capital System* より作成。

である。データは，米国財務省の *Treasury International Capital System* を用いている。データの期間は，2003年から2011年までのものである。また表12の下の部分は，米国への資本流入に関して，2007年時点と2011年時点のそれぞれについて，表11と同じように，１番目と２番目について記しを付けている。表12の「資産」という項目は，米国の所有する対外資産のことであり，「負債」という項目は，外国が所有する米国の資産のことである。

この表12から分かるように，国際収支統計で見られた特徴とは異なり，日本と中国が米国への対外資産を増大させていることが確認できる。リーマン・ショック前は日本が，そして最近（2011年）では中国が米国への対外資産を増大させている。このことは上述の国際収支統計で得られた事実に関わらせて考察するならば，次のように言うことができる。2000年以降における米国の資本流入の構造の特徴は，中国と日本がイギリス経由で資本を流入させ，米国への対外資産を増大させている[33]。

補論２　国際資本移動の現代的特徴：アグリゲートレベルでの増大

統計上，国際資本移動は，ネット，グロス，アグリゲートの３段階で捉えることができる[34]。近年の国際資本移動の特徴は，この３段階のうち，アグリゲートレベルでの拡大を指摘することができる（表13を参照）。表13は，2000年代後半の株式，中長期債，短期債のそれぞれについて，居住者による対外証券の取得と処分，非居住者による日本国内証券の取得と処分いった観点から，日本のデータを整理したものである。これが，統計上，把握できるアグリゲートレベルでの国際資本取引のデータである。本来であれば，アグリゲートレベルで見て，日本居住者と非居住者との資本取引が活発であることを指摘したいのであるが，表13から分かるように，2008年のサブプライム危機の影響もあり，2006年から2008年の合計Ａと2009年から2011年の合計Ｂとを比較すると，取引量は減少している。

今度は少し視点を変えて，米国への資本流入という側面の国際資本取引のデータを見てみよう[35]。図３と図４は，非居住者（つまり米国居住者でない）による米国国内証券の取得と処分のデータである。1985年頃から，国際資本取引が活発化していることが図３と図４から分かる。また図３と図４のデータから分かるように，非居住者による米国債の取得と処分が頻繁に行われている。また米国株式についても，政府機関債や社債と比較して，頻繁に，非居住者による取得と処分が繰り返さ

---

(33)　なぜ，中国と日本が，イギリスを経由して，米国へ資本を流入させているのかについては，今後の課題として取り組みたい。イギリスを経由させることについての経済的な合理性はどのようなものであるか，といったことを焦点にして考察していきたい。

(34)　岩田［2007］では，ネット，グロス，アグリゲートレベルでの国際資本移動について，過去12年間の財務省のデータを用いて解説している。国際資本移動の実態を把握する上で，アグリゲートレベルは，重要である。だが，従来の国際資本移動の研究は，データの制約上の問題もあり，ネットやグロスレベルを利用することが多かった。

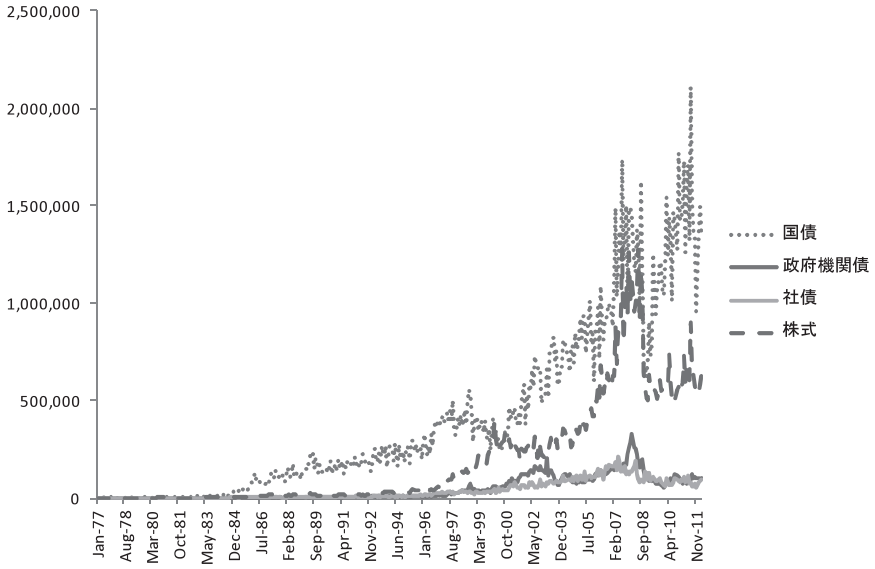
(35)　本来であれば，米国の資本流出及び資本流入の両面において，アグリゲートレベルでデータを把握し議論したいのであるが，現在のところ，米国非居住者による米国国内証券の取得と処分のデータのみ利用可能である。今後，米国居住者による対外証券の取得と処分のデータが利用できるようになれば，さらに詳細な分析が可能となる。

表13　アグリゲートレベルで見た日本の国際資本移動の状況

	2006から2008年 合計A	2009年から2011年 合計B	伸び率 (B－A)/A
株式：非居住者による日本国内証券の取得	8,683,470	5,164,158	－40.5%
中長期債：非居住者による日本国内証券の取得	3,054,372	2,083,667	－31.8%
短期債：非居住者による日本国内証券の取得	2,145,689	4,196,706	95.6%
株式：非居住者による日本国内証券の処分	8,634,850	5,142,962	－40.4%
中長期債：非居住者による日本国内証券の処分	2,926,728	2,102,067	－28.2%
短期債：非居住者による日本国内証券の処分	2,002,050	3,991,898	99.4%
株式：居住者による対外証券の取得	707,003	596,539	－15.6%
中長期債：居住者による対外証券の取得	3,884,091	4,191,790	7.9%
短期債：居住者による対外証券の取得	302,950	183,998	－39.3%
株式：居住者による対外証券の処分	629,194	541,937	－13.9%
中長期債：居住者による対外証券の処分	3,726,767	3,792,007	1.8%
短期債：居住者による対外証券の処分	311,447	178,663	－42.6%

（出所）財務省ホームページ（対外及び対内証券売買契約等の状況）より作成。

図３　非居住者による米国内証券の取得（単位：100万ドル）

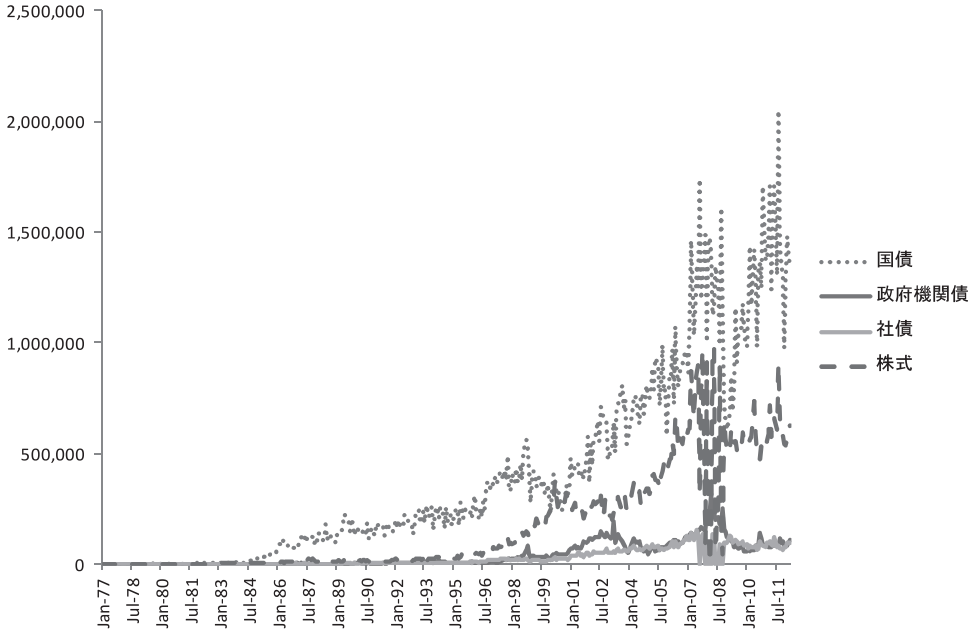


（出所）U. S. Department of the Treasury, *Treasury International Capital System* より作成。

れていることがわかる。図３と図４のデータを見ると，特に2008年前後にデータが大きく動いていることがわかる。これは，2008年のサブプライム危機の影響を反映したものであると推測できる。

次に，全世界と米国との取引（正確には非居住者による米国国内証券の取得と処分のデータのみ

図4　非居住者による米国内証券の処分（単位：100万ドル）

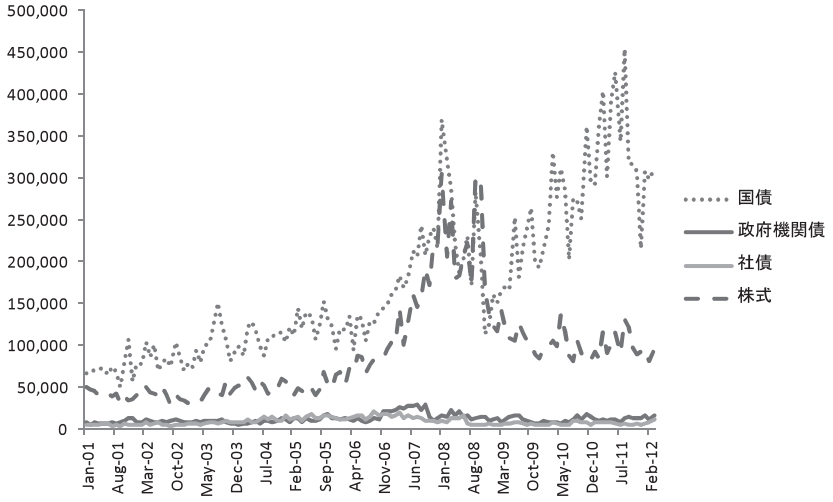


（出所）U. S. Department of the Treasury, *Treasury International Capital System*より作成。

である）を構成している各国別のデータを見てみることにしよう。先進国及び途上国，さらにはケイマン諸島のようなオフショア金融センターと米国との間で，アグリゲートレベルで見て，活発な資本取引が行われていることが分かる（図5から図12を参照）。図5から図12は，ユーロエリア，日本，ケイマン諸島，ブラジルによる米国国内証券の取得と処分について見たものである。これらの図から読み取れることは，米国とその他の居住者との取引の共通な特徴として，米国債の取得と処分を繰り返しているということである。とりわけ日本をはじめとする先進各国は，米国債への投資を行っている。このことは，米国債が極めて高い流動性を持っていることに起因している。データから分かるように，日本の国際投資は米国債が中心であり，ユーロエリアでは米国債に加えて，米国株式の取得と処分を繰り返していることが読み取れる。さらにケイマン諸島のデータを見ると，米国債よりも米国株式の取得と処分を繰り返していることが分かる。このケイマン諸島居住者による米国株式の取得と処分の取引量は，ユーロエリア居住者による米国株式の取得と処分の取引量よりも多いことがデータから分かる。このようにケイマン諸島では，米国債の取得と処分に加えて，リスクの高い株式の取得と処分も活発である。このことは，米系ヘッジファンドの取引が如何に活発であるのかを示している[36]。

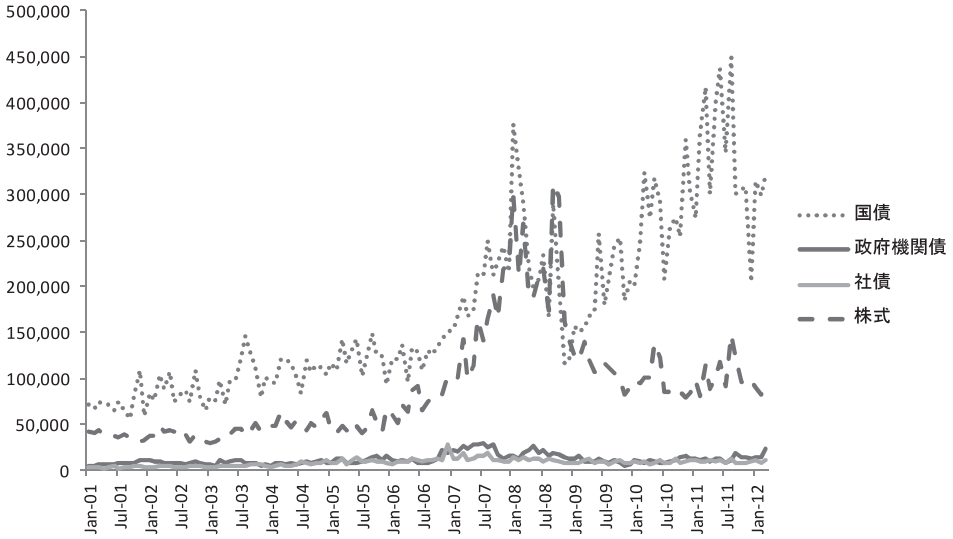
㊱　米国とケイマン諸島との取引については，山本［2002］，徳永［2005］において詳細な分析がなされている。近年，国際投資対象としての証券化商品の重要性が増しているので，米国とケイマン諸島との取引について，最新のデータを用いた制度分析がより一層必要になっている。

図５　ユーロエリア居住者による米国内証券の取得（単位：100万ドル）



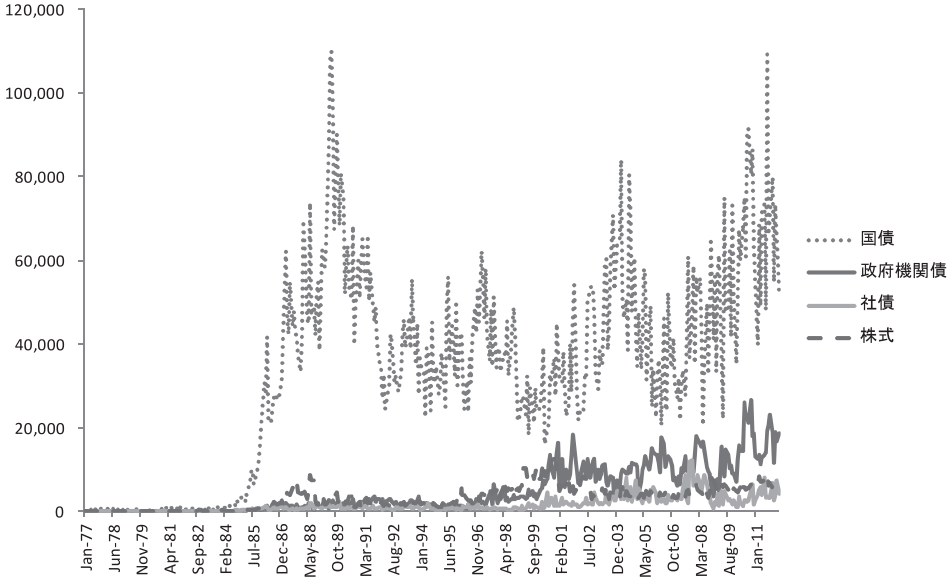
（出所）U. S. Department of the Treasury, *Treasury International Capital System*より作成。

図６　ユーロエリア居住者による米国内証券の処分（単位：100万ドル）



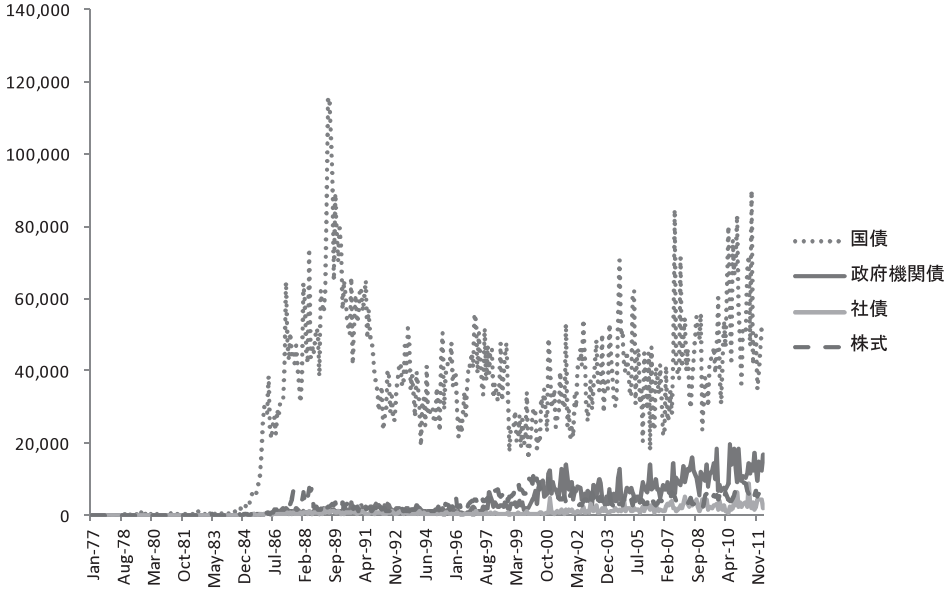
（出所）U. S. Department of the Treasury, *Treasury International Capital System*より作成。

図７　日本居住者による米国内証券の取得（単位：100万ドル）



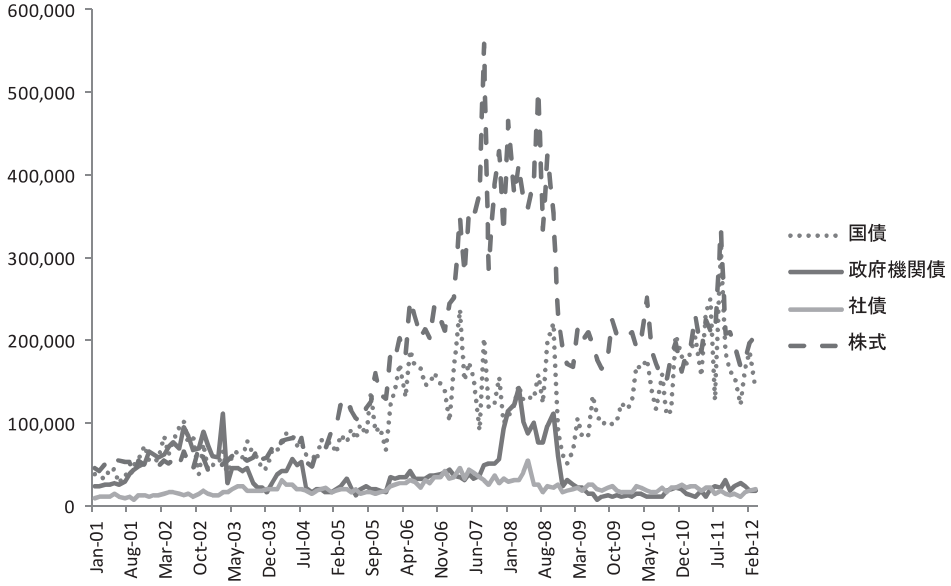
（出所）U. S. Department of the Treasury, *Treasury International Capital System*より作成。

図８　日本居住者による米国内証券の処分（単位：100万ドル）



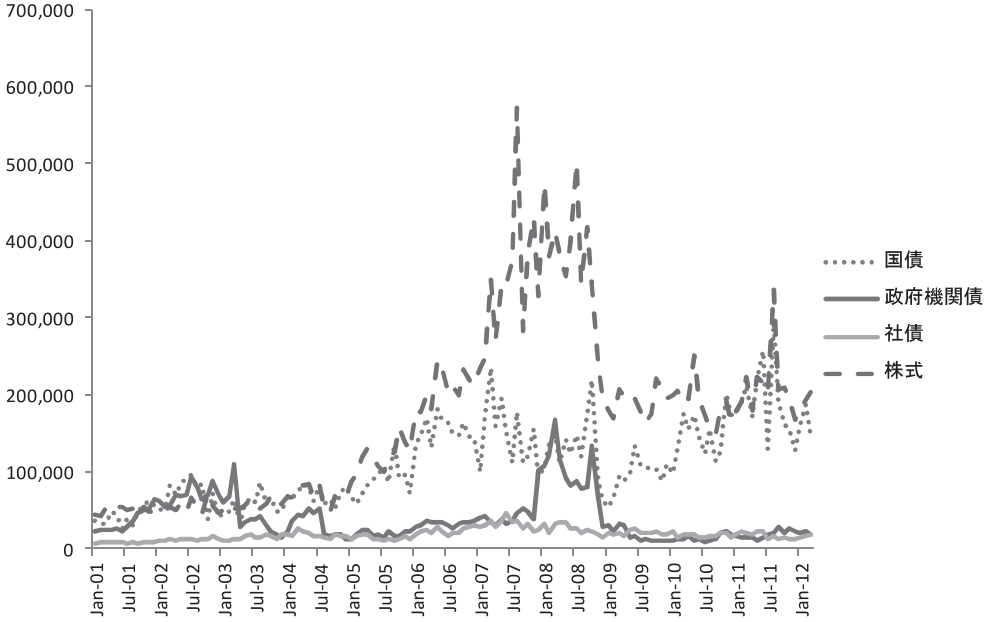
（出所）U. S. Department of the Treasury, *Treasury International Capital System*より作成。

図９　ケイマン諸島居住者による米国内証券の購入（単位：100万ドル）



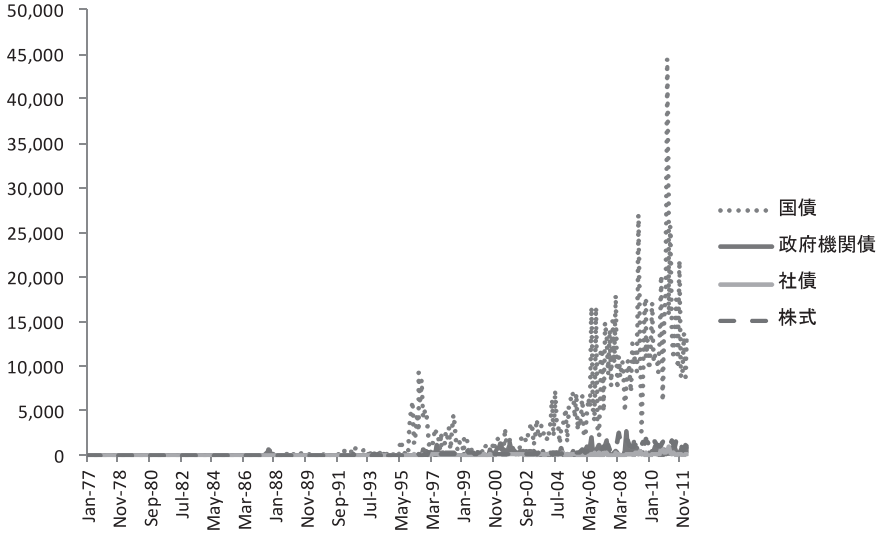
（出所）U. S. Department of the Treasury, *Treasury International Capital System*より作成。

図10　ケイマン諸島居住者による米国内証券の処分（単位：100万ドル）



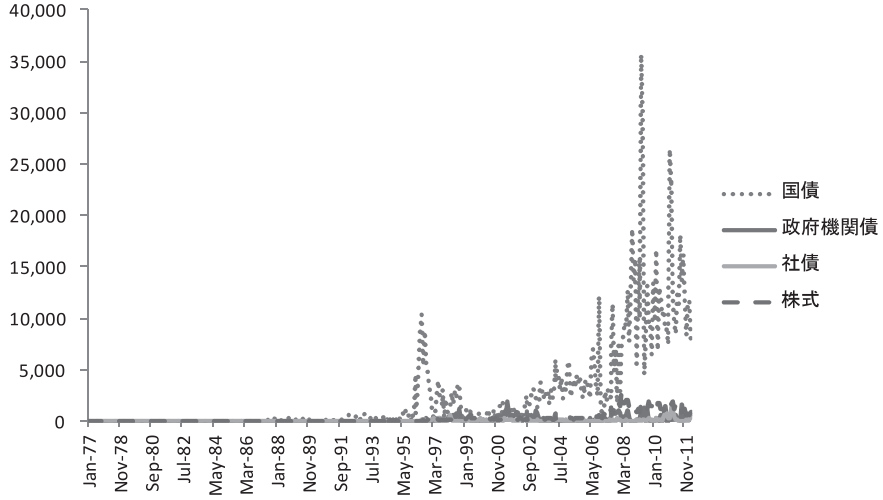
（出所）U. S. Department of the Treasury, *Treasury International Capital System*より作成。

図11　ブラジル居住者による米国内証券の取得（単位：100万ドル）



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

図12　ブラジル居住者による米国内証券の処分（単位：100万ドル）



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

参考文献

五百旗頭真吾［2010］「証券化市場の成長とグローバル・インバランス」同志社大学人文科学研究所編『金融システム改革と現代経済』晃洋書房。

岩田健治［2007］「グローバリゼーションと為替相場制度」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。

遠藤幸彦［1999］「証券化の歴史的展開と経済的意義―米国を中心に」大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』第51号，6月，1-37頁。

大野克人［1996］「米国の証券化の現状について」日本銀行金融研究所『金融研究』第15巻第2号，15-44頁。

大庭清司［2008］「グローバリゼーションと金融技術革新」田中素香・岩田健治編『現代国際金融』有斐閣。

小川英治［2008］「対外債務問題」藤田誠一・小川英治編『国際金融理論』有斐閣。

川波洋一［1995］『貨幣資本と現実資本―資本主義的信用の構造と動態』有斐閣。

神野光指郎［2011］「1980年代における金融革新とドル体制の展開」岡本悳也・楊枝嗣朗編著『なぜドル本位制は終わらないのか』文眞堂。

小立敬・磯部昌吾［2010］「米国証券化市場の信頼回復の取り組みと今後の展望―新たな規制の導入と会計基準の変更の影響」野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』2010 Spring，62-82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。

高屋定美［2009］「国際資金フローと国際通貨制度―通貨競争の視点から―」日本国際経済　学会編『日本国際経済学会研究年報』第60号，5-31頁。

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。

徳永潤二［2005］「1990年代後半の国際資本移動におけるアメリカの役割」（日本金融学会編）『金融経済研究』第22号，6月，111-129頁。

二宮拓人・菅野浩之・植木修康・加藤毅［2002］「米国MBS市場の現状とわが国へのインプリケーション―わが国における住宅ローン担保証券（MBS）市場の活性化に向けて」日本銀行金融市場局『マーケット・レビュー』No. 02-J-8，8月，1-6頁。

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。

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。

藤田誠一［2010］「序　グローバル・インバランスの何が問題か」藤田誠一・岩壺健太郎編『グローバル・インバランスの経済分析』有斐閣。

淵田康之［2006］「欧米の市場型間接金融」池尾和人＋財務省財務総合政策研究所『市場型間接金融の経済分析』日本評論社。

山本栄治・西村閑也編集［2002］『国際通貨と国際資金循環』日本経済評論社。

Bank of England［2010］, "The foreign exchange and over-the counter interest rate derivatives markets in the United Kingdom, "*Quarterly Bulletin*, 2010 Q4, pp. 354-365.

Beltran, D. O., Kretchmer, M., Marquez, J. and Thomas, C. P.［2012］, "Foreign Holdings of U. S. Treasury and U. S. Treasury Yields, "*International Financial Discussion Papers*, Number 1041, Board of Governors of the Federal Reserve System, January.

Benjamin, H. Morgan, D. and Wei, C.［2012］, "The Role of Bank Credit Enhancements in Securitization, "*Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, July, pp. 35-46.

Bernanke, B. S., Bertaut, C., DeMarco, L. P. and Kamin, S.［2011］, "International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007, "*International Finance Discussion Papers*, Number 1014, Board of Governors of the Federal Reserve System, February.

Bertaut, C., DeMarco, L. P., Kamin, S. and Tryon, R. [2011], "ABS inflows to the United States and the Global Financial Crisis, " *International Finance Discussion Papers*, Number 1028, Board of Governors of the Federal Reserve System, August.

BIS [2010], *Triennial Central Bank Survey Report on global foreign exchange market activity in 2010*, December.

Brandner, E., Cai, F. and Judson, R. [2012], "Improving the Measurement of Cross-Border Securities Holdings: The Treasury International Capital SLT, "*Federal Reserve Bulletin*, Vol. 98, No. 1, May, pp. 1-28.

Caballero, R. J., Farhi, E. and Gourinchas, P. O. [2008], "An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates, "*American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, March, pp. 358-393.

Cetorello, N. and Peristiani, S. [2012], "The Role of Banks in Asset Securitization, " *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, July, pp. 47-63.

Cooper, R. N. [2007], "Living with Global Imbalances, "*Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 91-107.

Federal Reserve Bank of New York [2010], *The Foreign Exchange and Interest Rate Derivatives Markets: Turnover in the United States April 2010*, Federal Reserve Bank of New York.

Hartman, P. [1998], *Currency Competition and Foreign Exchange Markets; the Dollar, the Yen and the Euro*, Cambridge University Press.

IMF [2003], *Global Financial Stability Report*, September.

IMF [2010], *Global Financial Stability Report*, October, Statistical Appendix.

IMF [2012], *Global Financial Stability Report*, April, Statistical Appendix.

Warnock, F. E. and Warnock, V. C. [2005], "International Capital Flows and U. S. Interest Rates, "*International Finance Discussion Papers*, Number 840, Board of Governors of the Federal Reserve System, September.

Warnock, F. E. and Warnock, V. C. [2009], "International Capital Flows and U. S. Interest Rates, "*Journal of International Money and Finance*, 28, pp. 903-919.