

CIRJE-J-96

**国際金融・資本市場の三極構造
(日本・イギリス・アメリカ)
1990年代の変容**

東京大学大学院経済学研究科
大森拓磨・平野裕三・柴田徳太郎

2003年8月

CIRJE ディスカッションペーパーの多くは
以下のサイトから無料で入手可能です。

http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/03research02dp_j.html

このディスカッション・ペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿である。著者の承諾なしに引用・複写することは差し控えられたい。

国際金融・資本市場の三極構造

(日本・イギリス・アメリカ)

1990年代の変容

大森拓磨・平野裕三・柴田徳太郎*

【要約】

本論は、1980年代末に確立した国際金融・資本市場の三極構造について、1990年代を通じてどう変質したのかを分析している。

1990年代、国際金融市場は伸び悩み、国際資本市場は拡大し、共に4点の変化が見られた。前者は、途上国向けの融資が停滞し先進諸国向けの融資が拡大した。対外銀行資産残高における日本の銀行のシェアが低下した。国際銀行資産の国籍別構成で日独の地位が逆転した。国際銀行資産の通貨別構成で円のシェアが落ちユーロのシェアが増えた。後者は、金融の証券化の進展で国際証券の発行が増えた。途上国の資金調達アジア危機まで増えた。国際債券・ノート発行残高の国別シェアで米独が伸び日本が落ちた。

国際債券でドル建て・ユーロ建ての比率が伸び、円建てのシェアが落ちた。

国際金融・資本取引における東京市場の後退は、バブル経済の崩壊による不良債権の増加とBISの自己資本比率規制が影響した。日本の銀行は、外貨建ての対外資産が拡大し対外負債が縮小した。バブル期には対外証券投資で流れたジャパンマネーの大半が日本企業のユーロ債の発行などで本国に帰還したが、1990年代、この帰還は減り、欧米アジアへの証券投資が増えた。結局、資金の出し手・金融仲介者・資金の取り手としての日本の地位は後退し、東京市場・邦銀の国際銀行業務、国際通貨としての円の役割がそれぞれ低下した。

ロンドン国際金融・資本市場は、資金の取り手としての日本が凋落する中で、スイス・オフショアセンター・石油輸出国などから取り入れたユーロ資金を米独など先進諸国に貸付・投資する主要経路として、国際的な金融仲介の役割を引き続き果たした。ニューヨーク国際金融・資本市場は、国際取引・決済・準備通貨としてのドルの地位回復、純債務ポジションの拡大に伴い、世界最大の国際的な金融仲介・資金運用の場と化した。資金の取り手・金融仲介者としてのアメリカの役割は肥大化したが、アメリカのバブル経済の崩壊でその役割は不安定になりつつある。

* 大森：東京大学 大学院経済学研究科・経済学部助手。平野：東京大学 大学院経済学研究科 博士課程 単位取得退学。柴田：東京大学 大学院経済学研究科・経済学部教授。

Tripolar Structure of
the International Banking and Financial Markets
-Transformation in the 1990s-

Takuma Omori, Yuzo Hirano, Tokutaro Shibata

【Abstract】

The purpose of this paper is to analyze the transformation of the international banking and financial markets in the 1990s.

In the 1990s, while the international bank loans remained stagnant, the international securities market expanded.

Four features of the international banking market are following. (1) Loans to developing countries remained stagnant, while loans to developed countries. (2) The share of the Japanese banks in the external assets declined. (3) The share of the Japanese banks declined, while that of the German banks increased in the international banking assets. (4) The yen's share decreased, while the euro's share increased in the international banking assets.

Four features of the international securities market are following. (1) The issue of international securities increased with the development of securitization. (2) The amount of raising money by the developing countries increased until the Asian Crisis. (3) The share of Japan in the international bonds and notes outstanding declined, while those of the USA and Germany increased. (4) The yen's share declined, while the dollar's share and the euro's share increased in the international bonds market.

国際金融・資本市場の三極構造

(日本・イギリス・アメリカ)

1990年代の変容

大森拓磨・平野裕三・柴田徳太郎*

目次	3 国際金融・資本市場の三極構造の変質(2) ロンドン
1 1990年代の国際金融・資本市場	3.1 ロンドン国際金融市場の特徴
1.1 国際金融市場の伸び悩みと国際資本市場の拡大	3.2 外貨建て「外 外」取引の中心地
1.2 途上国向け融資の停滞と先進諸国向け融資の拡大	3.3 国際資本市場の中心地ロンドン
1.3 金融センターの移動と邦銀の円のシェア低下	4 国際金融・資本市場の三極構造の変質(3) ニューヨーク
1.4 金融の証券化の進展	4.1 純債券増加に伴う対外ポジションの変化
2 国際金融・資本市場の三極構造の変質(1) 東京	4.2 国際的資金運用市場ニューヨーク
2.1 東京市場の後退	4.3 21世紀初頭に生じた変化
2.2 外貨建て対外資産の拡大と対外負債の縮小	5 国際金融・資本市場の構造とその変貌
2.3 邦銀の国際ネットポジションの変化	5.1 EU内の金融的統合とオフバランス取引の拡大
2.4 対地域別国際ポジションの変化	5.2 統合された国際金融・資本市場の三極構造の変容
2.5 対外証券投資の変化	参考文献

1 1990年代の国際金融・資本市場

1.1 国際金融市場の伸び悩みと国際資本市場の拡大

B I S (国際決済銀行、Bank for International Settlements) 統計によると、国際金融取引とは、国境を越える(クロス・ボーダー)金融取引、あるいは、外貨での金融取引、と定義される。この統計を利用して、国際金融・資本市場を構成している国際金融市場(銀行の国際部門取引)と国際資本市場(証券市場)について、1990年代の動向を概観してみよう。

国際金融・資本市場の総資産残高は、2001年末には、20.7兆ドルの規模に達している。これ

* 大森：東京大学 大学院経済学研究科・経済学部助手。平野：東京大学 大学院経済学研究科 博士課程 単位取得退学。柴田：東京大学 大学院経済学研究科・経済学部教授。

は、アメリカと日本の名目GDP（各々2001年、10.1兆ドル、4.14兆ドル）の合計の1.45倍に相当する。また、この額は、1990年末の水準（9.3兆ドル）の2.2倍に相当し、年平均伸び率は7.5%で、先進諸国の名目GDPの年平均伸び率（アメリカ5.1%、日本1.2%）を上回っている。

ただし、資産残高の伸び率は80年代に比べると低下した。国際金融市場の資産残高の年平均伸び率は1980年末・1990年末には17.8%であったが、1990年末・2001年末には5.0%に低下した。これに対して、国際資本市場の資産残高は、1987年以前の共通データが利用できないので、1987年末・1990年末と、1990年末・2001年末の年平均伸び率を比較すると、14.7%と15.1%でほぼ横ばいであった。1990年代には、国際金融市場の資産増加率は低下したが、国際資本市場の資産増加率は低下しなかったのである。その結果、国際金融・資本市場の資産残高に占める資本市場のシェアは、16.7%（1987年末）、17.2%（1990年末）、36.3%（2001年末）というように、1990年代に急上昇した（BIS〔2〕）。金融の証券化が急速に進行したといえる。

1.2 途上国向け融資の停滞と先進国向け融資の拡大

1990年代の国際金融市場における第1の特徴は、発展途上国向け融資の停滞と先進諸国向け融資の拡大である。1982年に累積債務危機が発生して以降、途上国向け銀行貸付が低迷したため、国際銀行資産残高に占める途上国向け資産のシェアは、24.4%（1980年末）から10.3%（1990年末）へと半分以下に低下したが、この低下傾向は1990年代にも継続した。アジア危機が起こる直前の1997年6月末には、このシェアは一時的に11.8%まで上昇したが、アジア危機後に急落し、2001年末には7.5%にまで落ち込んだ。これとは対照的に、先進諸国向け資産のシェアは、59.7%（1980年末）、69.9%（1990年末）、77.6%（2001年末）というように、1980年代も1990年代も一貫して上昇傾向にある（BIS〔2〕）。

1.3 金融センターの変動と邦銀と円のシェア低下

第2の特徴は、国際金融センターのシェアの変動である。対外銀行資産残高に占める日本所在銀行のシェアは、3.6%（1977年末）、5.5%（1980年末）、16.2%（1988年末）と上昇し、イギリス（19.5%）に次いで世界第2位の地位を占めた。だが、1990年代に入ってから日本所在銀行のシェアは、15.1%（1995年末）、10.0%（2001年末）と低下し、世界第3位のアメリカ（9.6%）に急接近している。対外銀行貸付残高に占める日本所在銀行のシェア低下はより顕著である。1995年末には12.5%でイギリスに次いで世界第2位を維持していたが、2001年末には6.5%に低下し、世界第6位にまで転落した。これに対し、イギリス所在銀行は15.7%（1995年末）から18.9%（2001年末）へとシェアを伸ばし、世界第1位の地位を守った。アメリカ所在銀行のシェアも8.4%（1995年末）から12.6%（2001年末）へと上昇し、世界第2位に返り咲いた。ドイツ所在銀行も7.0%（1995年末・世界第4位）から8.7%（2001年末）へと着実にシェアを伸ばし、世界第3位に躍り出た（表1）。

日本所在銀行は国内外貨建て資産の比重が高いのが特徴であったが、1990年代に入ってからその比重は低下を続け、1995年には国内外貨建て資産（非銀行向け）でイギリスに抜かれ、2001年末時点でかろうじて世界第2位（シェア8.4%）の座に留まっている。この資産では、イギリス所在銀行が他を大きく引き離して世界第1位（シェア41.1%）の座を占めている。さらに、この資産におけるドイツ所在銀行の伸びが著しく（45億ドル（1990年）625億ドル（2001年））、フランス所在銀行も堅実な伸びを見せている（213億ドル（1990年）462億ドル（2001年））。

イタリア所在銀行はピーク時に比べて大幅減で(950億ドル(1994年) 256億ドル(2001年))、スウェーデン所在銀行は1997年末をまで下落を続けたあと復活を見せている(表2)

表1 対外銀行貸付残高に占める銀行所在国のシェア (各年末 単位: %)

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
ベルギー	2.8%	2.7%	2.3%	2.1%	2.3%	1.9%	1.9%
ルクセンブルク	4.8%	4.6%	4.1%	4.2%	4.0%	4.0%	4.1%
フランス	7.4%	6.6%	6.3%	5.8%	5.7%	5.1%	5.3%
ドイツ	7.0%	6.7%	6.5%	7.7%	7.9%	8.1%	8.7%
イタリア	2.2%	2.7%	2.2%	2.2%	1.8%	1.7%	1.4%
オランダ	2.5%	2.4%	2.3%	3.2%	2.4%	2.4%	2.8%
スイス	6.0%	6.6%	6.6%	7.0%	8.6%	8.7%	7.8%
イギリス	15.7%	16.6%	17.3%	17.9%	17.4%	19.1%	19.1%
カナダ	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%
日本	12.5%	10.9%	10.9%	10.4%	10.4%	8.7%	6.5%
アメリカ	8.4%	9.3%	10.0%	9.9%	11.0%	11.4%	12.7%
ケイマン諸島	6.4%	6.6%	8.1%	7.9%	7.3%	7.8%	8.0%
香港	9.2%	8.4%	7.0%	5.6%	5.5%	4.7%	3.7%
シンガポール	5.9%	6.2%	6.1%	5.3%	4.7%	4.3%	3.9%

(出所) Bank for International Settlements, International Financial Statistics, September 2002.

表2 非銀行向け資産の銀行所在国別内訳 (年末残高 単位: 億ドル)

	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
国内外貨建て資産												
日本	2,268	2,061	1,658	1,496	1,410	1,282	1,111	848	689	596	671	637
カナダ	277	256	266	262	235	221	205	210	216	172	201	176
イギリス	1,317	1,167	1,126	1,229	1,361	1,756	2,354	2,338	2,261	2,178	2,786	3,101
イタリア	518	896	925	694	620	514	482	454	553	250	267	250
フランス	213	218	243	233	234	248	245	232	304	272	425	462
ドイツ	45	62	77	95	122	174	200	236	338	436	579	625
スウェーデン	653	650	382	226	160	142	125	110	136	145	242	361
報告地域合計	6,713	6,806	6,137	5,712	5,698	5,909	6,287	5,958	6,082	5,397	6,989	7,538
対外資産												
日本	1,811	1,913	2,006	2,357	2,432	3,395	3,918	3,952	4,482	5,269	5,675	5,956
アメリカ	895	785	860	984	856	1,236	1,446	1,673	1,447	1,626	1,822	2,057
カナダ	97	91	89	100	104	129	156	201	157	169	187	212
イギリス	2,620	2,691	3,085	3,225	3,341	4,057	4,766	5,488	6,252	6,241	7,314	8,211
イタリア	37	79	115	279	224	299	475	435	638	558	590	535
フランス	775	1,009	1,084	1,321	1,403	1,561	1,745	2,037	2,271	2,405	2,471	2,462
ドイツ	679	758	792	1,199	1,299	1,615	1,872	2,286	3,234	3,810	4,202	4,759
報告地域合計	15,224	16,364	17,506	19,227	20,076	24,079	26,393	28,904	31,282	33,416	35,320	39,177

(出所) Bank for International Settlements, International Financial Statistics, September 2002.

第3の特徴は、国際銀行資産の国籍別構成における、日独の地位逆転である。日系銀行のシェアは、1985年にアメリカ系銀行のシェア(21.9%)を抜いて世界第1位(26.1%)にのし上がり、1990年末には33.9%のシェアを占めていた。だが、1990年代を通じて、そのシェアは低下し続け、2001年末には12.3%と激減した。これとは対照的に、ドイツ系銀行のシェアの伸びが目立ち始め、1999年末にはついに日系銀行のシェアを抜いて世界第1位にのし上がった。アメ

表3 国籍別にみた国際銀行資産のシェア(各年末の残高) (単位: %)

	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
日系銀行	33.9%	31.6%	27.8%	27.0%	27.0%	24.8%	24.4%	22.2%	18.2%	15.9%	14.1%	12.3%
アメリカ系銀行	11.4%	10.6%	10.9%	10.2%	10.7%	10.3%	10.8%	11.2%	10.3%	10.9%	11.9%	11.8%
フランス系銀行	8.8%	9.3%	10.8%	10.9%	10.1%	10.5%	10.0%	10.2%	10.1%	9.5%	8.4%	9.4%
ドイツ系銀行	9.7%	10.4%	11.3%	13.2%	14.7%	16.3%	15.6%	15.5%	17.8%	19.0%	19.5%	19.9%
イギリス系銀行	4.4%	4.5%	4.9%	5.5%	5.4%	4.9%	5.0%	5.9%	5.5%	6.6%	7.2%	7.7%
イタリア系銀行	5.2%	6.5%	6.7%	6.5%	5.8%	5.2%	5.0%	4.7%	4.8%	3.9%	3.5%	3.2%
スイス系銀行	3.7%	6.5%	6.6%	6.0%	6.4%	6.8%	7.4%	8.6%	8.8%	10.4%	10.7%	10.2%
その他	22.8%	20.5%	21.1%	20.7%	19.9%	21.1%	21.7%	21.5%	24.5%	23.9%	24.8%	25.5%

(出所) BIS[2] December 2002.

表4 BIS 報告銀行の国際銀行資産残高の通貨別構成(1990年末 2001年末) (単位: 億ドル, %)

	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
自国通貨建て対外資産	15,594	15,970	15,451	17,879	18,529	21,395	22,408	24,248	25,223	35,447	37,726	40,925
米ドル	32.9%	32.2%	32.1%	27.0%	25.8%	24.6%	26.8%	29.3%	29.1%	22.3%	23.7%	25.4%
ユーロ	25.3%	25.4%	26.6%	33.3%	30.1%	33.5%	34.5%	31.3%	33.8%	53.3%	52.6%	52.8%
日本円	26.8%	29.3%	28.5%	27.2%	30.7%	29.2%	24.5%	23.5%	21.2%	14.0%	12.0%	9.4%
外貨建て対外資産	38,045	37,062	37,429	37,644	41,830	47,336	49,177	56,128	62,792	53,319	59,736	63,980
米ドル	59.8%	59.0%	59.9%	59.7%	57.9%	55.6%	55.7%	58.4%	53.3%	62.6%	63.2%	65.3%
ユーロ	21.8%	23.0%	23.6%	24.6%	24.8%	25.0%	24.2%	21.8%	24.9%	16.3%	16.7%	17.6%
日本円	5.8%	5.5%	3.9%	3.9%	4.6%	5.6%	5.7%	6.2%	7.4%	7.5%	7.3%	5.2%
外貨建て対国内資産	13,966	13,785	12,968	13,053	13,726	14,226	14,649	14,858	14,993	12,550	15,070	15,629
米ドル	61.4%	54.3%	53.5%	52.6%	50.9%	47.2%	44.6%	44.9%	41.7%	50.0%	50.6%	52.4%
ユーロ	20.7%	23.6%	22.0%	23.3%	23.2%	24.9%	25.5%	22.6%	26.7%	13.5%	16.8%	19.9%
日本円	3.6%	3.6%	4.0%	3.7%	3.8%	4.2%	5.0%	5.2%	5.1%	6.0%	5.5%	5.2%
スイス・フラン	5.1%	4.6%	4.9%	4.4%	4.3%	4.7%	3.9%	3.6%	5.1%	6.6%	6.0%	5.8%

(出所) BIS[2] September 2002.

リカ系銀行のシェアは、ほぼ横ばい状態である。その他の主要な変化は、スイス系銀行とイギリス系銀行のシェア上昇である（表3）

第4の特徴は、国際銀行資産の通貨別構成において、円のシェアが低下してユーロのシェアが上昇し、国際通貨の三極構造に変化が見られたことである（表4）。1990年末には25.3%あった自国通貨建て対外資産におけるユーロのシェアは、2001年末までに52.8%と倍増している。これに対して、外貨建て資産におけるドルのシェアは、依然として高い。対外資産では5割以上のシェアを保ったまま緩やかな低下傾向にあったが、1990年以降には上昇に向かい、2001年末時点では、65.3%ものシェアを維持している。対国内資産でのドルのシェアも1990年代には大幅な低下傾向にあったが、1999年末以降にはシェア5割を回復した。これまでドルとの差が縮小していた円は、自国通貨建て対外資産におけるシェアが26.8%（1990年末）から9.4%（2001年末）に激減し、ドルやユーロに水をあけられるかたちとなった。

1.4 金融の証券化の進展

1990年代の国際資本市場における第1の特徴は、金融のセキュライゼーションの進展により国際証券の発行が増加したことである。国際債券・ノート発行残高は、2,150億ドル（1979年末）、1.5兆ドル（1990年末）、7.1兆ドル（2001年末）と増加し続けた。1979年末～1990年末の年平均伸び率は19.3%、1990年末～2001年末の年平均伸び率は15.2%で、名目発行残高の伸び率は1990年代に低下したが、アメリカのインフレ率でデフレートして実質伸び率を計算すると14.0%と12.8%となり、伸び率の低下はわずかなものであることがわかる。

1980年代半ばに発行が飛躍的に伸びた変動利付債券・ノートは1990年代にも発行が増加し、国際債券・ノート発行残高に占めるシェアは、14.6%（1993年末）から25.6%（2001年末）に上昇した。1980年代末の日本の株式ブームに伴って発行が急増した株式関連債・ノートは、1990年代前半に償還が進み、1990年代後半の純発行額も少なかったため、シェアは9.9%（1993年末）から3.9%（2001年末）に低下した（表5）

表5 国際債券・ノート市場（単位：億ドル、%）

	1993年末 残高	ネット新規発行								2001年末 残高
		1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	
固定利付き債 (対合計比)	1493.7 75.5%	1,927 79.5%	1,971 84.6%	3,346 67.3%	3,370 61.7%	4,701 72.7%	7,807 70.8%	7,143 65.8%	9,964 69.8%	50,160 70.5%
変動利付き債 (対合計比)	277.5 14.6%	690 28.5%	559 24.0%	1,512 30.4%	1,818 33.3%	1,608 24.9%	2,915 26.4%	3,545 32.7%	3,916 27.4%	18,227 25.6%
株式関連債 (対合計比)	189.7 9.9%	-192 -7.9%	-197 -8.5%	113 2.3%	272 5.0%	156 2.4%	312 2.8%	166 1.5%	398 2.8%	2,750 3.9%
合計	1906.9	2,425	2,331	4,972	5,461	6,465	11,034	10,856	14,277	71,137

(出所) BIS[2] September 2002

第2の特徴としては、国際金融市場とは異なり、発展途上国の資金調達アジア危機が起こる1997年頃までは増加したことが挙げられる。国際債券・ノート発行残高に占める途上国のシェアは、9.3%（1980年末）から3.0%（1990年末）に急低下した後、10.0%（1997年末）まで

急上昇し、その後、再び6.8%（2001年末）まで低下した（表6）。

第3の特徴は、先進諸国の構成に大きな変化が見られたことである。国際債券・ノート発行残高に占める先進諸国のシェアは、84.1%（1990年末）から79.8%（1997年末）へと落ち込んだものの、その後回復に向かい86.6%（2001年末）に達した。その中で、日本の凋落ぶりが著しい。1980年代後半に発行残高で世界第1位に躍り出ていた日本は、1991年以降は純発行がマイナスとなる年が多かったため発行残高が減少し、発行残高に占めるシェアは21.4%（1991年末）から3.5%（2001年末）にまで激減した。これに対して、アメリカは1990年代後半に純発行が急増したため、発行残高に占めるシェアが急上昇し、1996年には日本を抜いて世界第1位となり、2001年末にはシェアを32.1%にまで伸ばした。統一ドイツも1990年代に債券発行が増加し、発行残高に占めるシェアで1997年に日本を追い抜いて、2001年末には13.7%（世界第2位）にまで上昇した（表6）。

表6 国際債券発行者の国籍（単位:億ドル %）

	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
日本	3,190	3,629	3,552	3,245	3,359	3,317	3,206	2,987	3,043	3,249	2,775	2,495
	21.2%	21.4%	20.3%	17.0%	14.8%	13.0%	10.9%	9.1%	7.5%	6.5%	4.7%	3.5%
アメリカ	1,762	1,780	1,691	1,588	1,827	2,390	3,662	5,281	8,135	12,547	16,809	22,854
	11.7%	10.5%	9.7%	8.3%	8.1%	9.4%	12.5%	16.1%	20.1%	25.1%	28.6%	32.1%
カナダ	1,076	1,220	1,270	1,442	1,612	1,716	1,753	1,780	2,013	2,137	2,027	2,201
	7.2%	7.2%	7.3%	7.6%	7.1%	6.7%	6.0%	5.4%	5.0%	4.3%	3.4%	3.1%
イギリス	1,341	1,636	1,672	1,799	2,051	2,169	2,578	2,876	3,360	4,282	5,042	5,772
	8.9%	9.7%	9.6%	9.4%	9.1%	8.5%	8.8%	8.8%	8.3%	8.6%	8.6%	8.1%
フランス	890	1,043	1,134	1,233	1,484	1,593	1,624	1,659	2,056	2,497	2,939	3,749
	5.9%	6.2%	6.5%	6.5%	6.5%	6.2%	5.5%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	5.3%
ドイツ	654	748	842	1,149	1,775	2,474	3,175	3,630	4,726	6,164	7,673	9,755
	4.3%	4.4%	4.8%	6.0%	7.8%	9.7%	10.8%	11.0%	11.7%	12.3%	13.1%	13.7%
その他先進国	3,737	4,092	4,284	5,001	6,228	7,076	7,736	8,018	9,319	10,691	12,617	14,752
	24.9%	24.1%	24.5%	26.2%	27.5%	27.7%	26.3%	24.4%	23.0%	21.4%	21.5%	20.7%
先進国合計	12,650	14,148	14,445	15,457	18,336	20,735	23,734	26,231	32,652	41,567	49,882	61,578
	84.1%	83.5%	82.6%	81.1%	80.9%	81.2%	80.8%	79.8%	80.5%	83.2%	84.9%	86.6%
オフショアセンター	31	37	39	74	130	148	214	355	415	522	673	927
	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%	0.6%	0.7%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.3%
発展途上国	452	584	720	1,050	1,435	1,680	2,403	3,287	3,828	4,175	4,458	4,853
	3.0%	3.4%	4.1%	5.5%	6.3%	6.6%	8.2%	10.0%	9.4%	8.4%	7.6%	6.8%
国際機関	1,903	2,169	2,260	2,488	2,757	2,959	3,036	2,978	3,660	3,725	3,741	3,779
	12.7%	12.8%	12.9%	13.0%	12.2%	11.6%	10.3%	9.1%	9.0%	7.5%	6.4%	5.3%
合計	15,037	16,947	17,481	19,069	22,659	25,523	29,388	32,851	40,553	49,990	58,754	71,137
	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

（出所） Bank for International Settlements, International Financial Statistics, September 2002.

第4の特徴は、国際債券におけるドル建ての比率とユーロ建ての比率とが上昇し（ドル;28.3%（1994年） 49.4%（2001年）、ユーロ;30.3%（1994年） 43.7%（2001年））、円の比率が激

減したことである(33.4%(1994年) 1.3%(2001年))(表7)。国際金融市場と同様に、国際資本市場においても、円のシェア低下とドル・ユーロのシェア上昇による、国際通貨の三極構造の変容が進んだといえよう。

表7 国際債券の通貨別内訳(フローベース) (単位:億ドル%)

	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
合計(億ドル)	2,425	2,331	4,972	5,461	6,465	11,034	10,856	14,277
通貨別内訳(%)								
米ドル	28.3%	28.3%	48.0%	58.7%	61.8%	47.5%	50.7%	49.4%
ユーロ	30.3%	31.0%	28.2%	23.8%	33.2%	46.1%	39.0%	43.7%
英ポンド	5.6%	2.9%	6.2%	8.5%	8.4%	7.1%	8.5%	4.6%
日本円	33.4%	32.9%	16.4%	6.2%	-5.1%	-2.1%	1.0%	1.3%
カナダ・ドル	2.9%	-0.9%	-1.3%	-1.1%	-1.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
豪ドル	2.1%	3.3%	1.1%	0.6%	-0.7%	0.1%	-0.1%	0.3%
スイス・フラン	-3.5%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	1.0%	0.4%	0.0%	-0.4%
その他	0.9%	2.7%	1.6%	3.6%	2.6%	1.3%	1.1%	1.1%

(出所) BIS[2] September 2002

2 国際金融・資本市場の三極構造の変質(1) 東京

2.1 東京市場の後退

第1節で概観したように、1990年代における国際金融・資本市場の最大の変化は、東京金融市場の後退、邦銀の国際銀行業務の縮小、日本所在非銀行企業の資金調達の収縮である。その結果、各々の分野において東京金融市場、邦銀、日本所在非銀行企業の資金調達のシェアは、世界第1位の座から転落した。そこで、こうした国際金融・資本市場における日本のプレゼンスの後退について考察してみることにしよう。

まず、東京国際金融市場の後退について分析してみよう。第1節ですでにふれたように、国際銀行資産残高に占める日本所在銀行のシェアは、1990年代に縮小した。この縮小は、バブル経済の崩壊に伴う不良債権の増加とB I Sの自己資本比率規制が重要な影響をもたらしたと考えられる。

2.2 外貨建て対外資産の拡大と対外負債の縮小

1990年以降の株価暴落によって保有株式の含み益が減少した日本の銀行は、B I Sの自己資本比率(8%)の達成が制約条件となり、それまでのように資産と負債を両建てで思うように拡大することが困難となった。日本所在銀行の外貨建て対外資産・負債残高は1990年代前半に縮小し、純負債も減少に向かった(表8)。そして、1990年代後半には負債は縮小を続けたが資産は増加に転じたので、純債権が増大することになった。

1990年代に外貨建て対外負債が縮小した第1の要因は、短期の外貨を調達して長期の外貨建

て証券を購入する「外・外」型証券投資（そのほとんどが「ドル・ドル」型証券投資）の縮小である。第2の要因は、国内非銀行企業向け外貨建てインパクトローンの縮小である。バブル経済が崩壊したため、調達した外貨の国内企業への貸付が減退したのである。その結果、1990年代には外貨建て対外負債と外貨建て国内資産が縮小に向かった。第3の要因としては、不良債権の増加により日本の銀行の信用格付けが低下した結果、ドル資金の調達コストが上昇（「ジャパン・プレミアム」が拡大）したことが挙げられる。

表8 日本・イギリス・アメリカ所在銀行の国際ポジション(各年末)

日本所在銀行												
	(単位:億ドル)											
	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
外貨建て対外資産	5,328	4,739	4,384	4,321	4,381	5,927	5,734	6,482	7,169	6,973	7,467	7,765
外貨建て対外負債	6,453	5,752	5,136	4,816	4,709	4,556	4,338	4,382	3,851	2,842	3,335	3,272
外貨建て対外純資産	-1,125	-1,013	-752	-495	-328	1,371	1,396	2,100	3,318	4,131	4,132	4,493
円建て対外資産	4,178	4,685	4,408	4,865	5,695	6,252	5,501	5,697	5,358	4,957	4,515	3,828
円建て対外負債	3,132	2,705	1,950	2,068	2,528	2,827	2,620	2,669	3,231	2,581	2,314	1,949
円建て対外純資産	1,046	1,980	2,458	2,797	3,167	3,425	2,881	3,028	2,127	2,376	2,201	1,879
対外純資産	-79	967	1,706	2,302	2,839	4,796	4,277	5,128	5,445	6,507	6,333	6,372
外貨建て国内資産	4,983	4,186	3,462	3,368	3,219	2,947	2,378	2,118	1,734	1,691	1,675	1,478
外貨建て国内負債	4,156	3,736	3,059	3,380	3,411	3,100	2,155	2,260	2,550	2,702	2,594	2,783
外貨建て国内純資産	827	450	403	-12	-192	-153	223	-142	-816	-1,011	-919	-1,305

イギリス所在銀行												
	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
外貨建て対外資産	9,717	8,998	9,376	9,516	10,940	12,387	13,181	15,091	16,918	16,253	18,741	19,743
外貨建て対外負債	10,248	9,579	9,884	10,024	11,385	12,857	13,859	15,413	16,564	16,050	18,554	19,982
外貨建て対外純資産	-531	-581	-508	-508	-445	-470	-678	-322	354	203	187	-239
ポンド建て対外資産	982	829	862	993	1,058	1,116	1,416	1,945	2,128	1,914	2,204	2,388
ポンド建て対外負債	1,787	1,567	1,333	1,282	1,448	1,558	1,699	2,333	2,636	2,896	3,176	3,359
ポンド建て対外純資産	-805	-738	-471	-289	-390	-442	-283	-388	-508	-982	-972	-971
対外純資産	-1,336	-1,319	-979	-797	-835	-912	-961	-710	-154	-779	-785	-1,210
外貨建て国内資産	3,137	2,648	2,663	2,869	3,170	3,534	4,457	4,502	4,298	4,229	5,252	5,887
外貨建て国内負債	2,827	2,248	2,275	2,549	2,995	3,342	3,987	3,599	3,515	3,373	4,106	4,815
外貨建て国内純資産	310	400	388	320	175	192	470	903	783	856	1,146	1,072

アメリカ所在銀行

	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
外貨建て対外資産	661	731	627	602	544	746	665	827	782	791	569	758
外貨建て対外負債	693	749	730	774	895	1,123	1,038	1,167	1,011	972	761	905
ドル建て対外資産	5,123	5,139	4,954	4,825	4,774	5,261	6,006	7,098	7,348	7,919	8,945	10,393
ドル建て対外負債	5,844	5,807	6,150	6,380	7,312	7,579	7,671	9,002	9,117	10,062	10,829	11,952
純対外資産	-753	-686	-1,299	-1,727	-2,889	-2,695	-2,038	-2,244	-1,998	-2,324	-2,076	-1,706
対外資産(非銀行向)	895	785	860	984	856	1,236	1,446	1,673	1,447	1,626	1,822	2,057
対外負債(非銀行向)	807	764	734	772	859	932	1,022	1,314	1,245	1,404	1,536	1,897
純対外資産(非銀行向)	88	21	126	212	-3	304	424	359	202	222	286	160

(出所) BIS[2] September 2002.

1995年以降、外貨建て対外資産・純資産が拡大した要因は、好況のアメリカやアジアへの投資拡大である。景気低迷が続く日本の金利との格差が拡大したため、円資金を借りて外貨建てで運用する「内・外」型（そのほとんどが「円・ドル」型）投資が増加したのである。1995年以降、ドル高・円安傾向に向かってきたことも、「円を借りてドルで運用する」取引を促進する要因であったと考えられる。

日本所在銀行の円建て対外資産は、1995年まで増加し、その後減少した。円建て対外負債も、1992-1995年に増加し、その後（1998年を除くと）減少している。これは1995年までの円高とその後の円安によって、円建て資産・負債のドル表示額が増減したことが大きい。だが、1990年代末以降の縮小は、不良債権の増加による資産の圧縮が円建て対外取引でも進行しているためと考えられる。

2.3 邦銀の国際ネット・ポジションの変化

次に、邦銀のネット・ポジションの変化を概観してみよう（表9）。外貨建てでは、1991年末の残高で「短期借り・長期貸し」であり、大幅な債務超過であった。この外貨建ての債務超過は、外貨建て対国内資産超過と対応していた（表8）。この外貨建ての「短期借り・長期貸し」は1994年まで縮小した後、1996年まで回復したが、その後再び縮小した。とくに、1998年と1999年の「短期借り」の縮小が著しかった。日本の「金融不安」により「ジャパン・プレミアム」が拡大し、邦銀は短期外貨（ドル）建ての借り入れが困難になったからである。だが、この時期に外貨建ての純資産はほとんど減少していない。邦銀は日本国内で円資金を調達し、為替市場や通貨スワップを介して外貨（ドル）に転換し、長期運用していたと考えられる。この外貨建ての「短期借り・長期貸し」は、日本の「金融不安」が一応収まったので、2000年には回復に向かった。

円建てに関しては、1980年代には外貨建てと同様に「短期借り・長期貸し」であったが、1990年代には長期だけでなく短期も資産超過となり、短期純資産が長期純資産を上回るようになった。1990年代後半には、円建ての純資産は短期も中長期も共に縮小傾向にある。

表9 邦銀のネット・ポジションの変化(1991年末 2001年末)(単位:億円)

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
純資産	161,449	239,785	334,719	324,421	282,098	230,529	288,088	304,324	262,664	311,382	289,065
外貨建て	-113,650	-64,197	-11,981	-19,728	-27,580	-46,085	21,601	142,228	124,600	153,285	141,344
円建て	275,009	303,982	346,701	344,149	309,678	276,614	266,487	162,096	138,064	158,097	147,721
純資産 (短期)	-154,414	-48,910	62,090	76,559	-36,515	-110,060	-10,702	77,058	35,816	-61,934	-50,313
外貨建て	-306,652	-248,380	-190,469	-177,410	-237,309	-288,245	-203,815	-53,432	-77,957	-211,037	-193,246
円建て	152,238	199,470	252,559	253,970	200,794	178,185	193,113	130,490	113,773	149,103	142,933
純資産 (中長期)	315,863	288,695	272,629	247,861	318,613	340,590	298,790	227,265	226,849	373,317	339,377
外貨建て	193,002	184,183	178,488	157,682	209,729	242,161	225,416	195,659	202,558	364,323	334,589
円建て	122,861	104,512	94,142	90,179	108,884	98,429	73,374	31,606	24,291	8,994	4,788

出所)日銀[17]

2.4 対地域別国際ポジションの変化

次に、日本所在銀行の対地域別の国際ポジションについて考察してみよう。1990年末の段階で外貨建て対外資産の59.2%は先進諸国向け(うちヨーロッパ向けが32.0%、その他が27.2%)、オフショア向けが33.6%、途上諸国向けが6.4%であった。これに対して、外貨建て対外負債の方は対先進諸国が57.5%(うち対ヨーロッパが41.2%)、対オフショアが34.6%、対途上諸国が6.0%であった。また、外貨建て対外資産のうち77.3%、対外負債のうち99.1%が対銀行であった。したがって、ロンドンなどのユーロ市場、オフショア市場で銀行から短期の外貨(主にドル)を調達し、ロンドン、アメリカ、オフショア市場などで長期に運用するというのが1990年末の状況であった。

これがアジア危機直前の1996年末になると次のような変化が生じる。外貨建て対外資産のうち68.2%が先進諸国向け(うち非ヨーロッパ向けが41.6%)、オフショア向けが21.8%、途上諸国向けが9.1%(うちアジア・太平洋向けが7.3%)となった。また、外貨建て対外資産のうち52.5%が非銀行向けであった。このように、外貨資産の運用においてヨーロッパ以外の先進国(主にアメリカ)途上国(主にアジア)そして非銀行向けの重要性が高まったのである。

これがアジア危機後になると次のように変化した。2001年末の外貨建て対外資産のうち79.7%が先進諸国向け(うち非ヨーロッパ向けが46.0%)、オフショア向けが15.4%、途上諸国向けが3.8%(うちアジア・太平洋向けは2.9%)となった。また、外貨建て対外資産のうち58.1%が非銀行向けであった。このように、途上国(とくにアジア)向けの運用が減退し、先進国向け、非銀行向けの運用が増大したのである(BIS[2])。

2.5 対外証券投資の変化

日本の対外証券投資は、1986年をピークにその後減少に向かい、1991年にいったん輸入超過になった後、再び1996年まで輸出超過を記録したが、1997年には再び輸入超過となり、その後輸出超過に転じている(表10)。1997年はアジア危機が発生した年であり、事実アジアを含むその他地域との証券投資収支は2,700億円の輸入超過となっている。そこで、対外証券投資の市場別シェア変動の特徴を見てみよう。

表10 日本の国際収支 (1991-2001年) (単位: 億円)

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
経常収支	91,757	142,349	146,690	133,425	103,862	71,579
資本収支	-92,662	-129,165	-117,035	-89,924	-62,754	-33,472
投資収支	-91,045	-127,525	-115,387	-88,004	-60,609	-29,934
直接投資	-40,887	-18,426	-15,234	-17,611	-21,249	-25,236
証券投資	60,212	-33,401	-77,620	-23,657	-30,772	-45,140
その他投資	-110,371	-75,697	-22,533	-46,738	-8,585	40,442
その他資本収支	-1,614	-1,641	-1,650	-1,920	-2,144	-3,537
うち資本移転	-1,614	-1,641	-1,650	-1,920	-2,144	-3,876
外貨準備増減	11,391	-753	-29,973	-25,854	-54,235	-39,424
誤差脱漏	-10,487	-12,432	318	-17,648	13,127	1,317
	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	
経常収支	114,363	157,846	121,738	125,763	106,523	
資本収支	-148,348	-173,390	-53,960	-91,242	-61,726	
投資収支	-143,469	-154,007	-34,872	-81,295	-58,264	
直接投資	-27,548	-27,437	-11,393	-25,039	-39,000	
証券投資	37,211	-59,522	-24,543	-40,568	-56,291	
その他投資	-153,133	-67,118	1,064	-15,688	-35,175	
その他資本収支	-4,879	-19,313	-19,088	-9,947	-3,462	
うち資本移転	-5,375	-17,665	-15,653	-9,160	-2,933	
外貨準備増減	-7,660	9,986	-87,963	-52,609	-49,364	
誤差脱漏	41,645	5,558	20,184	18,088	4,567	

(出所) 日銀[15] 2001年10月、2002年6月

表11 日本の対外証券投資の国別ネット・フローの推移 (1991-2001年)
(単位; 1991-95年: 百万ドル、1996-1997年: 億円)

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年
アメリカ	15,594	8,752	21,934	14,444	16,113	53,460	37,815
イギリス	14,532	17,059	16,762	27,211	32,339	10,996	15,692
ドイツ	262	8,128	17,383	-9,115	4,501	6,977	4,587
オランダ	252	95	-187	-98	493	7,256	7,156
フランス	3,269	2,527	10,030	-8,768	-4,744	-3,364	591
ルクセンブルク	21,397	-2,805	-17,956	41,118	24,887	-2,120	3,999
スイス	1,203	708	2,046	1,455	822	391	858
オーストラリア	2,581	-1,728	-4,380	-932	7,229	3,556	3,972
カナダ	1,057	1,584	-5,756	-6,305	-529	4,118	-2,888
その他	13,039	-1,847	3,633	16,499	7,002	11,509	-27,137
合計	73,186	32,472	43,509	75,539	88,112	92,772	36,700

(出所) 旧大蔵省 [20]

第1に、1985年にはシェアが56%に達していたアメリカ向けはその後シェアを落としていたが、1990年代に入ってから再び増加に転じ、1997年にはシェアが56.7%に達した。第2に、1980

年代末にアメリカ向けに代わってシェアを伸ばしたルクセンブルク向けは、1990年にシェア82.2%を記録したあと下降に転じ、1994、1995年には大幅な輸出超過があったものの、1992、1993、1996年には輸入超過を記録した。ルクセンブルク向けのシェア低下の原因は、1980年末に急増した日本企業が発行するユーロ債の購入が減退したことにある。第3に、アジア危機以前の1994-1996年にはアジアを含むその他地域への証券投資が拡大した。第4に、対イギリスの証券投資が安定したシェアを占めており、1995年にはそのシェアが36.7%に達した。1996年にはそのシェアが11.9%と一時的に落ち込むものの、1997年には42.8%へと即座に回復した(表11)

以上のように、1980年代末には対外証券投資によって流出したジャパン・マネーの大半は、日本企業のユーロ債発行を通じて本国に帰還していたのであるが、1990年代にはこの本国帰還が減少し、アメリカやヨーロッパ、アジアなどへの証券投資が拡大したのである。

3 国際金融・資本市場の三極構造(2) ロンドン

3.1 ロンドン国際金融市場の特徴

ロンドン国際金融市場の第1の特徴は、対非居住者取引の比重が高いことである。イギリス所在銀行の国際資産・負債に占めるクロス・ボーダー資産・負債の比重は、2001年末時点で、債権で79%、債務で83%である(表8)。これは、東京市場に比べて債権では劣るものの(東京、88.7%)、債務では凌駕している(東京、65.2%)。また、イギリス所在銀行のクロス・ボーダー資産・負債は、日本所在銀行やアメリカ所在銀行のそれを大幅に上回っている。2001年末の時点で資産のシェアは19.1%、負債のシェアは20.9%で共に世界第1位のシェアを維持している。第2の特徴は、外貨建て取引の比重が圧倒的に高いことである。クロス・ボーダー取引に占める外貨建ての比率は、債権で89.2%、債務で85.6%であった(2001年末)。

第3の特徴は、外銀のシェアが高いことである。この点では、外銀のシェアが低い東京国際金融市場とは好対照をなす。銀行の総資産に占める外銀のシェアはイギリスでは28.2%であるが、アメリカでは19.6%、日本では5.5%である(イギリスと日本は2002年8月末、アメリカは2002年6月末の数値、BOE[5]、日銀[14]、FRB[9])。イギリス所在銀行の対外銀行債権に占めるシェアは、イギリス系銀行(25.9%)、ドイツ系銀行(18.8%)、スイス系銀行(14.9%)、アメリカ系銀行(10.2%)、日系銀行(6.4%)、フランス系銀行(5.7%)の順で、日系銀行の凋落とヨーロッパ系銀行の台頭が顕著である(2002年第 四半期の数値、BOE[4])。

第4に、ロンドンは世界最大の外為市場として特徴づけられる。イギリスにおける一日平均の外為取引高は5,040億ドル(シェア31.1%)で、アメリカ(2,540億ドル、15.7%)や日本(1,470億ドル、9.1%)を大きく引き離している(2001年4月、BIS[3])。

3.2 外貨建て「外 外」取引の中心地

このように、ロンドン国際金融市場は、外銀を中心とするユーロ銀行が、非居住者から外貨を調達して非居住者に貸し付ける国際的な仲介業務を行う国際的中心地である。そこで、国際的な金融仲介業務の実態を把握するために、イギリス所在銀行の対外ポジションを地域別に検

討してみよう(表12)

1990年末における主要な資金の出し手は、アメリカ、スイス、西ドイツ、日本などの先進諸国および石油輸出国であった。主要な資金の取り手は日本であった。こうした資金の流れは、2001年末までにどのように変化したのであるか。

第1に、資金の出し手としても取り手としてもアメリカの重要性が高まった。ネットでは最大の資金の取り手となっている。第2に、日本の資金の取り手としての重要性が低下した。第3に、ドイツが東西統一により、資金の出し手からアメリカに次ぐ資金の取り手に転換した。第4に、フランスやイタリアなどその他のEU諸国も資金の取り手として浮上したため、先進諸国全体が巨額の資金の取り手となった。先進諸国の中で資金の出し手はほぼスイスのみとなった。先進諸国全体が資金の取り手で、オフショア・センター、途上諸国、その他が資金の出し手となったのである。第5に、イギリス所在銀行の純負債は継続している。この純負債は主にポンド建てで生じている(表8)。このイギリス銀行部門の純負債は、イギリス国際収支における「短期借り・長期貸し」構造と対応する。そこで次に、ロンドン国際資本市場について考察してみよう。

表12 イギリス所在銀行の対外ポジション

1990年末の残高 (単位:億ドル)

	資産	負債	純資産
BIS 報告地域先進諸国	8,051	8,016	35
うちアメリカ	1,508	1,600	-92
うち日本	2,230	1,091	1,139
うちスイス	285	1,399	-1,114
うち西ドイツ	649	1,139	-490
オフショア・センター	1,307	1,261	46
BIS 報告地域外	1,147	1,732	-585
うち石油輸出国	186	711	-525
うち非産油途上国	437	596	-159
その他	185	1,004	-819
合計	10,690	12,013	-1,323

2001年末の残高

	資産	負債	純資産
先進諸国	18,226	14,293	3,932
うちアメリカ	4,771	4,060	710
うち日本	1,635	1,430	205
うちスイス	1,360	2,240	-881
うちドイツ	2,370	1,679	690
オフショア・センター	2,045	4,175	-2,130
途上諸国	1,063	2,001	-938
その他	350	2,891	-2,540
合計	21,684	23,360	-1,677

(注)その他は 国際機関・分類不能(資産・負債)と国際証券発行(負債のみ)を含む

(出所)BOE[7]May, 1991, BOE[4]

3.3 国際資本市場の中心地ロンドン

ロンドンは、世界最大のユーロ債市場である。ユーロ建てユーロ債新規発行の60%以上がロンドンで行われている（2001年10月～2002年9月）。既発行ユーロ債売買取引の約70%もロンドン市場で行われている（1998年～2002年）。さらに、世界の外国株式取引の56%がロンドン市場に集中している（2002年1月～9月）。また、世界の店頭（OTC）デリバティブ取引の36.1%はイギリス市場で行われている（2001年4月、BOE[6]）。このように、ロンドンは世界最大のユーロ債発行・流通市場であるだけでなく、世界各国で発行された株式の国際的な流通市場でもあり、デリバティブ取引の中心的な市場でもある。その理由は、ロンドン資本市場が規制のない自由な市場であり、そこでは取引税や売買手数料も安いからである。

イギリス所在銀行を通じて取り入れられたユーロ・カレンシーの一部は、このロンドン国際資本市場へと向かう。その結果、ロンドン市場が吸収した外国短期資金の一部は、諸外国に長期

表13 イギリスの国際収支 1991-2001年（単位;100万ポンド）

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
経常収支	-10,659	-12,974	-11,919	-6,768	-9,015	-8,709
貿易・サービス収支	-6,121	-7,568	-6,485	-4,747	-3,542	-4,125
所得収支	-3,307	128	-191	3,348	2,101	1,204
経常移転収支	-1,231	-5,534	-5,243	-5,369	-7,574	-5,788
資本収支	5,559	5,510	11,639	2,159	5,497	6,251
投資収支	5,269	5,089	11,330	2,126	4,964	5,515
直接投資	-115	-1,837	-7,247	-15,595	-14,868	-4,726
証券投資	-22,521	-19,058	-60,795	52,489	-1,959	-16,631
金融派生商品	0	1,253	245	2,373	1,667	963
その他投資	30,584	23,324	79,825	-36,096	19,924	25,399
外貨準備増減	-2,679	1,407	-698	-1,045	200	510
その他資本収支	290	421	309	33	533	736
誤差脱漏	5,100	7,464	280	4,609	3,518	2,458
	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	
経常収支	-1,720	-4,814	-19,729	-19,208	-21,087	
貿易・サービス収支	186	-9,147	-15,578	-18,488	-23,069	
所得収支	3,906	12,558	2,536	9,312	9,126	
経常移転収支	-5,812	-8,225	-6,687	-10,032	-7,144	
資本収支	-4,262	718	20,678	15,816	15,576	
投資収支	-5,066	245	19,735	13,993	14,379	
直接投資	-15,426	-28,277	-69,839	-89,453	20,065	
証券投資	-25,263	-10,991	94,775	99,083	-50,768	
金融派生商品	1,156	-3,043	2,685	1,553	8,417	
その他投資	32,087	42,392	-8,525	6,725	33,580	
外貨準備増減	2,380	164	639	-3,915	3,085	
その他資本収支	804	473	943	1,823	1,197	
誤差脱漏	5,982	4,096	-949	3,392	5,511	

出所)UK[11]

表 14 アメリカの国際収支:1990-2001年 (単位:億ドル)

	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
貿易収支	-1,110	-769	-969	-1,325	-1,658	-1,742	-1,910	-1,981	-2,467	-3,460	-4,524	-4,272
経常収支	-790	37	-485	-825	-1,182	-1,058	-1,178	-1,284	-2,038	-2,929	-4,103	-3,934
資本収支	603	464	963	815	1,299	862	1,372	2,192	638	2,649	4,095	3,818
公的部門	341	261	427	700	445	992	1,324	181	-271	552	364	-2
米国公的資産	2	87	22	-17	50	-107	57	-9	-72	115	-12	-54
外国公的資産	339	174	405	718	396	1,099	1,267	190	-199	437	376	52
民間部門	263	203	535	115	854	-130	48	2,011	909	2,097	3,731	3,820
直接投資	113	-147	-284	-326	-340	-410	-54	8	364	1,006	1,295	30
対外投資	-372	-379	-483	-840	-802	-988	-919	-1,048	-1,426	-1,889	-1,783	-1,278
対内投資	485	232	198	514	461	578	865	1,056	1,790	2,895	3,077	1,308
証券投資	-297	83	180	-418	309	463	1,005	1,729	488	1,259	2,507	3,053
対外投資	-288	-457	-492	-1,463	-603	-1,225	-1,498	-1,190	-1,361	-1,284	-1,275	-947
対内投資	-9	540	672	1,045	912	1,688	2,503	2,918	1,849	2,543	3,782	4,000
銀行	86	34	374	557	1,001	-449	-751	79	42	-220	-317	-180
米銀行の資産	124	-6	212	306	-42	-751	-916	-1,411	-356	-763	-1,487	-1,287
米銀行の負債	-38	40	162	251	1,043	302	165	1,490	398	542	1,170	1,107
その他	361	234	266	302	-116	267	-152	195	16	53	246	918
米資産	-278	111	-4	8	-363	-453	-863	-1,218	-382	-955	-1,508	-144
米負債	639	123	270	294	247	719	711	1,413	398	1,008	1,754	1,061
誤差脱漏	252	-457	-484	11	-112	193	-200	-912	1,393	313	0	107
地域別資本収支(%)												
対イギリス	28.8	25.9	6.3	1.8	82.2	-3.2	43.4	42.3	79.5	24.6	18.7	34.0
対EU	34.6	-30.6	29.2	8.3	-1.9	-13.0	6.0	44.7	80.7	34.3	35.9	15.9
対日本	-4.1	-11.6	38.4	70.8	23.9	40.4	46.3	26.4	91.6	-5.5	16.4	5.1
対その他	40.7	116.3	26.1	19.1	-4.3	75.7	4.3	-13.4	-151.9	46.6	29.0	45.0

(出所) US[12]

投資されることとなる。イギリスの国際収支も、1994、1999、2000年を除くと、「短期借り・長期貸し」構造が定着している(表13)。対地域別では、対外債務が増加し続けているアメリカへの直接投資と証券投資が重要である。アメリカに対する資本収支も、直接投資、証券投資を中心に赤字を記録している(表14)。

簡潔に言えば、ロンドン国際金融市場は、スイス、オフショア・センター、石油輸出国などから取り入れたユーロ資金を、アメリカやドイツなどの先進諸国に貸付・投資する主要経路となっており、国際的な金融仲介の役割を果たしていたといえよう。

4 国際金融・資本市場の三極構造（3） ニューヨーク

4.1 純債務増加に伴う対外ポジションの変化

1980年代のアメリカ経済は、レーガノミクスによる双子の赤字の発生のため、純債務国に転落した。その後1990年代に、アメリカの純債務は増加し続けた。この1990年代に、国際金融・資本市場におけるアメリカの役割はどのように変化したのであろうか。

第1に、アメリカ所在銀行の対外ポジションは、1980年代に資産超過から負債超過に転換したが、1990年代、負債超過がいっそう進行した。この負債超過の拡大は、資産と負債の両建てでの増加を伴うものであった。アメリカ所在銀行の対外貸付は、1982年の累積債務の発生以降、減少傾向をたどっていたが、1990年代は総じて上昇に転じている。特に、1995年に1985年時点の水準を回復してからはその伸びは加速している（表8）。国際銀行信用残高に占める金融センターとしてのアメリカのシェアは、8.4%（1995年末）から12.6%（2001年末）へと堅実に伸び続け、イギリスに次いで世界第2位となっている。国際銀行資産に占めるアメリカ系銀行のシェアも11.8%（2001年末）と、世界第3位ながら下降を続ける日系銀行のシェアに迫るほどになっている（表3）。これに対して、対外負債が対外資産を絶えず上回るかたちで双方の拡大が続いたため、1990年末に753億ドルに達していた純負債は、1994年末には2,889億ドルまで拡大した。その後は縮小に転じたものの、2001年末の時点で1,706億ドルとなっている（表8）。

しかし第2に、アメリカの純債務増加は、国際通貨がドルから他の通貨に交代することを必ずしも意味しなかった。ユーロ・カレンシー市場におけるドルのシェアは、1990年代に入ってから依然として高い。外貨建て対外資産におけるドルのシェアは、59.8%（1990年末）から65.3%（2001年末）に伸びている。ただし、外貨建て国内資産におけるドルのシェアは、61.4%（1990年末）から36.4%（2001年末）へと大幅に下がっている（表4）。これは、日本所在銀行のインパクトローン取り入れの削減によるところが大であると考えられる。また、世界の外為市場における外為取引の90%は対ドル取引であった（2001年、BIS[3]）。IMF加盟国の公的外貨準備に占めるドルのシェアも、55%（1992年）から68%（1999、2000、2001年）へ増加している（IMF[10]）。

このように、国際取引通貨、国際決済通貨、国際準備通貨としてのドルは、1980年代に地位が低下したが、1990年代には地位の回復傾向が見られる。アメリカ所在銀行の対外ポジションも、資産・負債両建てでの増加を伴って純負債が増加している。このことは、アメリカの金融・資本市場が国際的な金融仲介の機能を果たすと共に、国際的な資金運用の場として利用されていることを意味する。

4.2 国際的資金運用市場ニューヨーク

アメリカ金融・資本市場は、世界最大の規模を有している。短期金融市場（インターバンク市場とオープン市場の合計）の残高は3兆2,300億ドルで、日本の3.4倍、イギリスの6.8倍に相当する（1997年末、日銀[16]）。国籍別国内債務証券残高に占めるアメリカのシェアも50.3%と圧倒的に高い。国籍別（および居住地別）国際債務証券残高に占めるアメリカのシェアも31.9%（および31.1%）と世界第一位を占めている（2001年末、BIS[2]）。

このように、アメリカは1990年代に入ってから国際的な資金運用市場としての性格を強めることになった。2002年6月に発表された改定値（金は市場価格で再評価、直接投資はその時点の投資

コストで再評価した値...)(金、直接投資を市場価格で再評価した値...)によると、1987年末に純資産が消失して以降、純債務が大きく膨らみ続けており、2001年末には1兆9,481億ドル()(では2兆3,091億ドル)にまで達した。直接投資を除いた金融ポジションは、3,567億ドルの純債務(1990年末)から2兆724億ドルの純債務(2001年末)へと純債務ポジションがいっそう拡大した。こうした純債務ポジションの拡大は、資産の増加(1990年末~2001年末の11年間にでは2.84倍、では2.99倍)を上回る負債の増加(では3.36倍、では3.73倍)によるものである。とりわけ、外国民間部門による証券投資残高の伸びが著しく、11年間に、財務証券投資残高こそ2.55倍の増加に留まったものの、その他証券(社債等と株式)投資は6.20倍に増加した。他方で、アメリカの民間部門による対外証券投資残高も、6.17倍に増加した(表15)。

表15 アメリカの国際投資ポジション:1990年末-2000年末 (単位:億ドル)

	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年
純国際投資ポジション	-2,453	-3,093	-4,312	-3,070	-3,119	-4,960	-5,215	-8,332	-9,183	-7,841	-13,508	-19,481
	-1,645	-2,608	-4,523	-1,443	-1,237	-3,433	-3,865	-8,352	-10,942	-10,536	-15,832	-23,091
資産	21,790	22,865	23,317	27,536	29,986	34,520	40,127	45,679	50,911	59,590	61,919	61,961
資産	22,941	24,706	24,665	30,914	33,267	39,303	46,313	53,791	61,745	73,870	73,509	68,629
公的準備	1,747	1,592	1,474	1,649	1,634	1,761	1,607	1,348	1,460	1,364	1,284	1,300
その他政府資産	843	814	830	834	839	851	861	862	868	842	852	857
民間資産	19,200	20,458	21,012	25,053	27,513	31,909	37,659	43,469	48,583	57,384	59,784	59,805
民間資産	20,351	22,300	22,360	28,431	30,793	36,691	43,844	51,581	59,417	71,663	71,373	66,473
直接投資	6,167	6,434	6,638	7,235	7,866	8,855	9,898	10,681	11,962	13,773	15,153	16,231
直接投資	7,318	8,275	7,986	10,613	11,146	13,638	16,083	18,793	22,796	28,052	26,742	22,899
証券投資	3,423	4,558	5,151	8,535	9,487	11,696	14,680	17,512	20,529	25,833	23,894	21,105
非銀行その他資産	2,653	2,563	2,543	2,420	3,230	3,676	4,506	5,455	5,883	6,775	8,216	8,301
銀行その他資産	6,957	6,904	6,680	6,862	6,931	7,681	8,575	9,821	10,208	11,003	12,521	14,168
負債	24,243	25,957	27,629	30,606	33,105	39,479	45,343	54,011	60,094	67,431	75,427	81,443
負債	24,586	27,314	29,188	32,357	34,504	42,736	50,178	62,143	72,686	84,405	89,340	91,721
外国政府への負債	3,733	3,985	4,373	5,094	5,352	6,829	8,208	8,737	8,962	9,456	10,089	10,217
うちU.S.政府証券	2,912	3,112	3,293	3,817	4,072	5,075	6,311	6,482	6,698	6,938	7,499	7,988
その他負債	20,510	21,972	23,256	25,512	27,753	32,651	37,135	45,273	51,132	57,975	65,338	71,225
その他負債	20,853	23,329	24,815	27,263	29,152	35,907	41,970	53,406	63,724	74,949	79,251	81,503
直接投資	5,053	5,334	5,403	5,933	6,180	6,801	7,456	8,241	9,198	11,008	13,748	14,989
直接投資	5,396	6,691	6,962	7,684	7,579	10,057	12,291	16,374	21,790	27,982	27,660	25,267
財務省証券	1,525	1,703	1,977	2,215	2,357	3,302	4,408	5,506	5,620	4,628	4,010	3,888
その他証券投資	4,606	5,460	5,994	6,964	7,397	9,698	11,651	15,127	19,034	23,513	26,236	28,567
U.S.通貨	859	1,013	1,148	1,337	1,572	1,695	1,868	2,116	2,283	2,507	2,518	2,756
非銀行その他負債	2,134	2,089	2,207	2,290	2,398	3,004	3,468	4,594	4,857	5,649	7,293	8,044
銀行その他負債	6,333	6,372	6,527	6,771	7,849	8,150	8,282	9,688	10,140	10,672	11,534	12,982

(注) 金は市場価値で再評価、直接投資はその時点のコストで再評価 金、直接投資は、市場価値で再評価

(出所) US[13] July 2002, pp.18-19.

対外負債の急増は、金融・資本市場の外資依存を促進する。1990年代に、アメリカの対外金融負債残高の増加率は、アメリカ金融・資本市場の成長率をはるかに上回った。アメリカ国内の金融資産・負債残高は1980年末 1990年末に2.57倍に、1990年末 2001年末に2.50倍に増加した。これに対して、外国部門が保有するアメリカ金融資産残高は1980年末 1990年末に4.06倍、1990年末 2001年末に4.11倍に増加した。その結果、アメリカの金融資産に占める外国部門の保有シェアは3.48%（1980年末）から5.49%（1990年末）、9.07%（2001年末）へと増加した（FRB〔8〕）。

4.3 21世紀初頭に生じた変化

このように、1990年代のアメリカ金融・資本市場は、国際的な資金運用市場としての側面がさらに強化されたのである。資本流入の主要形態は、1990年末 1994年末は、銀行借入れと証券投資、1995年末 2001年末は証券投資であり、直接投資は、1998年末 2000年末を除いて低迷している。地域別では、イギリス、日本、EUからの純資本流入が重要な役割を果たしている（表14）。それと同時に、1990年代アメリカ資本収支の特徴は、資本輸入だけでなく資本輸出も、証券投資と直接投資を中心に増加したことである。したがって、アメリカの国際金融・資本市場は国際的な金融仲介機能も果たしていたと考えられる。しかし、近年は、アメリカバブル経済の崩壊により、2001年から2002年にかけて資本輸入と輸出が両建てで減少し始めており、この国際的な金融仲介機能は低下しつつある。

5 国際金融・資本市場の構造とその変貌

5.1 EU内の金融的融合とオフバランス取引の拡大

1980年代に急速に進展した金融・資本市場のグローバル化は、冷戦の崩壊とも相俟って、1990年代にさらに加速を遂げた。第1に、1999年に欧州連合（EU）内の経済通貨同盟（EMU）11カ国の共通通貨「ユーロ」が誕生して金融・資本市場の統合が進み、2002年には現金通貨が登場して金融的融合が完成した。第2に、バランスシートに表れない（オフバランスの）デリバティブ（金融派生商品）—受け渡しや支払いの価値が将来の経済変数の値に依存する、先物、オプション、スワップといった未確定契約—の取引が急拡大している。

5.2 統合された国際金融・資本市場の三極構造の変容

1980年代には金融・資本市場の世界的な統合が急速に進展し、国際金融・資本市場の取引規模が飛躍的に拡大した。こうしたなかで、日本・イギリス・アメリカの三極構造が形成され、各々独特の異なった役割を担っていた。だが、1990年代に入ってから、こうした三極構造は変容しつつある。

第1に、日本のプレゼンスの後退と共に、東京市場、邦銀の国際銀行業務、国際通貨円の役割が著しく低下した。これとは対照的に、ドイツ系などのヨーロッパ系銀行、国際通貨ユーロの重要性が急速に高まりつつある。

第2に、1980年代に、イギリスは外貨建て国際金融・資本取引の中心地として重要な仲介機

能を果たしていたが、1990年代にもほぼ同様の役割を果たしてきた。ただし、資金の出し手と取り手に大きな変動があった。とくに、アメリカやドイツなどの先進諸国へ資金を供給する主要経路としての役割が高まったのである。

第3に、アメリカの金融・資本市場は、純債務ポジションの拡大に伴い、国際的な資金運用市場としての性格を強めた。それと同時に、資本の輸入と輸出が両建てで増加したので、アメリカは1990年代に国際的な金融仲介機能も果たすようになっていたといえる。

要約すると、1990年代には、資金の出し手・金融仲介者・資金の取り手としての日本の役割の低下、金融仲介地としてのイギリスの健在、資金の取り手としてのアメリカの存在の肥大化、という構造変化の構図を描くことができる。しかし、アメリカのバブル経済崩壊により、資金の取り手としてのアメリカ、国際的な金融仲介者としてのアメリカの役割は不安定化しつつある。

参考文献

- [1] BIS, Annual Report
- [2] BIS, International Financial Statistics
- [3] BIS, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, 2001
- [4] Bank of England, Analysis of external business of banks operating in the UK: 3rd Quarter 2002
- [5] Bank of England, Monetary and Financial Statistics, Nov. 2002
- [6] Bank of England, Practical Issues Arising from the Euro, Nov. 2002
- [7] Bank of England, Quarterly Bulletin
- [8] FRB, Flow of Funds Accounts of the United States
- [9] FRB, Structure and Share Data for US Offices of Foreign Banks, Sept. 2002
- [10] IMF, Annual Report 2002
- [11] U.K. Office for National Statistics, Balance of payments
- [12] U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, U.S. International Transactions Data, Table 1, September 12, 2002.
- [13] U.S. Department of Commerce, Survey of Current Business
- [14] 日本銀行『金融経済統計』
- [15] 日本銀行『金融経済統計月報』
- [16] 日本銀行『国際比較統計』1998, 2000.
- [17] 日本銀行『国際収支統計月報』
- [18] 海野広『「米国一国集中」の投資リスク』東洋経済新報社、2000年
- [19] 山口重克・小野英祐・吉田暁・佐々木隆雄・春田素夫『現代の金融システム：理論と構造』東洋経済新報社、2001年
- [20] 旧大蔵省『国際金融局年報』