

# 1990年代の日米間資本移動(1)

一ノ瀬 篤  
角 南 英 郎

本稿では、1990年代における日米間の資本移動を実証的に考察する。問題意識は次の通りである。

資本移動が為替相場や金融政策に大きな影響を及ぼすことは、論をまたない。しかし、変動相場制度の下で、資本移動がなぜ、どのようにして生じるのかという点については、議論が単純化されすぎていない感を感じない。マンデル＝フレミング理論でも、ドーンブッシュ理論でも、結局は「金利差が資本移動を惹起する」という命題が中核になっている。金利差と資本移動とに重大な関連があることは、もちろん否定できないが、変動相場制度下では、為替リスクの存在のために、両者の関係は理論上想定されているのに比較すると、遙かに緩やかにしか現れないように思われる。現実の資本移動の規定要因を、金利差に焦点を当てて実証的に考察することが本稿の主眼である。

さて、実証的な分析に入っていくと、たちまちいくつかの難問に逢着する。資本移動とは何なのか、長期資本移動のみを問題とすべきなのか、短資移動をも含むのか：たとえば1991年のように「証券投資」収支は受取超過（黒字）だが「その他投資」が大幅赤字のため「投資収支」全体は赤字の場合、資本は流入しているのか流出しているのか：バブル膨張期のように海外から短資を導入して海外投資を行っている場合は、資本移動をどう考えるべきか：利用可能な統計数値はただでさえ限定されているが、そのうち、どの項目を、

理論的に純正なカテゴリーに近いものとして選び出すべきか。

演繹的な議論も無用ではないが、これらの難問に取り組みつつ、諸カテゴリーの質的な吟味を経た実証的な研究を蓄積していくことが、何よりも重要だろう。本号では、対象時期の日米間資本移動について、第1章で考察の際の留意点と、当該期日本に関する資本流出入の概要を述べ、第2章で日本の生命保険会社（以下、生保）の証券投資を考察する。

## 第1章 概 説

一ノ瀬 篤

### (1) 考察上の留意点

日本経済は、目下長期不況の下にあるが、依然として単独国家としては、世界第二の経済力を保持している。日米間の資本移動の研究は、戦間期の英米間資本移動研究と類似の意義を失わない。

90年代の日米間資本移動を考察する意義は少なくない。第一に日本の資本移動規制および関連規制は、1980年代後半以降漸く自由化されたと言っても過言ではなく（円転規制撤廃や後述の生保「インカム・ゲイン配当原則」問題を想起しよう）、対象期は資本移動自由化後の第1デcadeといつてよい。第二にバブル膨張期との対比である。言い換えれば、対外的には、バブル膨張期の帳尻合わせがどのようになされているのか、を明らかにしうる。第三に「不況期日本・好況期アメリカ」という組み合わせの下での資本移動を観察しうる。

さて、当然のことながら、たとえば日本からの資本流出は、対米流出に限られないから、総資本流出の中から対米向け流出を選び出さねばならない。逆にアメリカからの資本流出についても同様のことがいえる。これらはまさに当然のことにすぎないが、現実に統計資料に当たるときには、相当の困難をもたらす。本号では、この制約が少ない「生保の証券投資」を、まずとり上げることとする。

次に資本輸出・輸入の主体の問題がある。資本移動の現実の主要な担い手は機関投資家、特に生保と銀行なので、主体については生保、銀行、その他民間部門、政府の4者を念頭に置く。

困難な問題は、先にも一言した「短資と長期資本（短資の場合とは異なり、適切な短縮語がないが、以下では長資と呼ぶことがある）の絡み合い」である。短資移動は長資移動の受動的・調整的な性格を有するにとどまる、と割り切れば、問題は簡単であって、「国際資本移動問題＝長期資本移動問題＝証券投資問題」となり、もっぱら証券投資による資本移動を研究すれば事足りる、ということになる。

しかし、現実とは異なる。金利差や投機差益を狙って短期間に大量に流出入するのは、むしろ短資であろう。短資の動きには、(イ)経常収支の受動的調整、(ロ)長資移動の受動的調整、(ハ)能動的・積極的な金利差取得、投機差益取得、自国経済危機からの逃避、などが含まれる。とくに(ハ)の場合は、国際資本移動論のメイン・ストリームの一つとして、念頭から逸してはならない。要するに、長期資本移動（特に証券投資）のみを問題としていては不十分である。短資移動については、次号以下で考察することとし、本号では、まず生保の証券投資に焦点を当てる。

## (2) 当該期日本の資本流出入

はじめに、当該期における日本の資本流出入に関する概観を得ておきたい。

表1-1は、新表示方式（IMF 1993年改訂に伴う、1996年からの日本の新表示方式）による国際収支表（以下、新統計。なお旧表示方式によるものを旧統計、と記す）を、資本収支に焦点を当てて、要約的に示したものである。

国際収支表の読み方（因果関係を含めた「解釈」）は、非常に難しい。国際収支表は複式簿記原理に従って、

$$\text{経常収支} + \text{資本収支} + \text{誤差脱漏} + \text{外貨準備増減} = 0$$

となるよう作成されている。このために、表を見ただけでは、因果関係をい

表1-1 日本の国際収支：1990-1999年 (単位：100億円)

年	経常収支	資本収支			誤差脱漏	外貨準備 増(ー)減	円・ドル 為替相場
		証券投資	「その他」投資				
1990	647	-487	119	119	-298	137	145円
91	918	-927	602	-1,104	-105	114	135
92	1,423	-1,292	-334	-757	-124	-8	127
93	1,467	-1,170	-776	-225	3	-300	111
94	1,334	-899	-237	-467	-176	-259	102
95	1,039	-628	-308	-86	131	-542	94
96	716	-335	-451	404	13	-394	109
97	1,144	-1,483	372	-1,531	416	-77	121
98	1,578	-1,734	-595	-671	56	100	131
99	1,217	-540	-245	11	202	-880	114

(出典) 日本銀行調査統計局『経済統計年報』平成9年, 337-338頁。

日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』2002年1月, 232頁。

・外貨準備の欄は、マイナスが外貨準備「増加」を表す。

・資本収支の内訳は「投資収支(直接投資+証券投資+その他投資)」と「その他資本収支」である。したがって1-1表の「証券投資」と「『その他』投資」は、「投資収支」のうちの二つの項目を示しているに過ぎない。

・円・ドル為替相場は中心値の年平均値。

かようにも解釈出来るからである。

しかし、資本収支に焦点を当てて観察した場合、以下のことは、まず確かであろう。ただし、以下のコメントは1997年(アジア通貨危機及び日本の大型倒産の年)までの90年代を念頭に置く。

(イ)日本は80年代に引き続き、概して巨額の経常収支黒字を続け、これを種々の形で海外に投資している資本輸出国である。

(ロ)経常収支黒字が、資本収支合計を上回り気味で、これが外貨準備増加圧力となっている点では、1990年代もバブル膨張期と共通している。

しかし、表1-1に現れてはいないが銀行部門の短資の動向が非常に異なっている。バブル膨張期には、銀行部門の短資取り入れが非常に巨額であった。対照的に90年代の銀行短資は、巨額の流出超過に転じており、「資本収支」の「その他投資」の大幅流出超過の底流となっている<sup>1)</sup>。

表1-2 日本の国際収支：1980-1989年 (単位：100億円)

年	経常収支	長期・短期資本収支+金融勘定の「その他」			外貨準備増減	誤差脱漏	円・ドル為替相場
		証券投資	金融勘定の「その他」				
1980	-258	426	212	302	111	-71	227
81	115	-46	98	117	70	11	221
82	177	-416	53	-4	-128	105	249
83	496	-515	-45	-94	29	49	238
84	835	-879	-562	405	43	89	238
85	1,152	-1,261	-1,024	298	5	95	238
86	1,418	-1,219	-1,704	1,016	264	41	168
87	1,254	-636	-1,361	997	569	-56	145
88	1,019	-848	-853	578	207	36	128
89	785	-661	-387	345	-176	-304	138

(出典) 日本銀行調査統計局『経済統計年報』昭和60年, 243-244頁。平成4年, 318, 321, 323頁

・原表は、旧表示方式によっており、新表示方式における「資本収支」に該当する項目はない。そこで「長期資本収支+短期資本収支+金融勘定の『その他』勘定」によって、新方式の「資本収支」に代位させた。

なお、旧方式はドル表示であるから、原数値を円・ドル為替相場の年平均値で円に換算した。

この限りでは80年代の日本の場合、全体としては「短期借り・長期貸し」的な色彩が濃厚だったが、90年代には「短期貸し・かつ長期貸し」型に変化している。(銀行短資の動きは、日本銀行調査統計局『経済統計年報』の例えば平成8年版343頁「本邦対外資産負債残高」表、参照)

(イ)「証券投資」の国際収支全体に占める比重が低下している。このことは、80年代の動きと対比すると明瞭になる(表1-2, 参照)。80年代には、「証券投資」だけで経常収支の黒字を凌駕するほどの流出超過が見られた年が2年もあった(1986, 87年)<sup>2,3)</sup>。

1) とともに急激な円高期でありながら、一方(バブル膨張期)では銀行部門短資の巨額取り入れ、他方(アジア通貨危機までの90年代)では銀行部門短資の巨額返済が見られるのは、一見矛盾であるが、そうではない。これが円・ドル為替相場の動きの重要な説明要因となる。

2) この比重低下は、統計表示方式の変更に伴ってカヴァー範囲が狭くなったことに

(二)「証券投資」の比重低下と裏腹に、「その他投資」の比重が増大している<sup>4)</sup>。〔「その他投資」は、従来の「短期資本収支」(ただし、短期債は「証券投資」に移項したので、除く)、「金融勘定」の「その他」勘定(同じく短期債を除く)に中長期の貸付・借入を加えたものであって(短期の貸付・借入は従来から「金融勘定」の「その他」勘定に含まれていた)、新たに「貸付・借入」、「貿易信用」、「現預金」に細分されている。〕

「その他投資」の中では、「現預金」と「貸付・借入」の両項目が、巨額かつダイナミックな動きを示している。(この点も、表1-1には直接現れていない。)

90年代に見られる上記のような動向(「短期貸し・かつ長期貸し」への推転、証券投資の比重低下、「その他投資」の比重増大)の原因は何であろうか。本号では、まず、生保証券投資に即して考察する。

## 第2章 1990年代における生保の対米証券投資

### ——1980年代との比較——

角南 英郎

はじめに

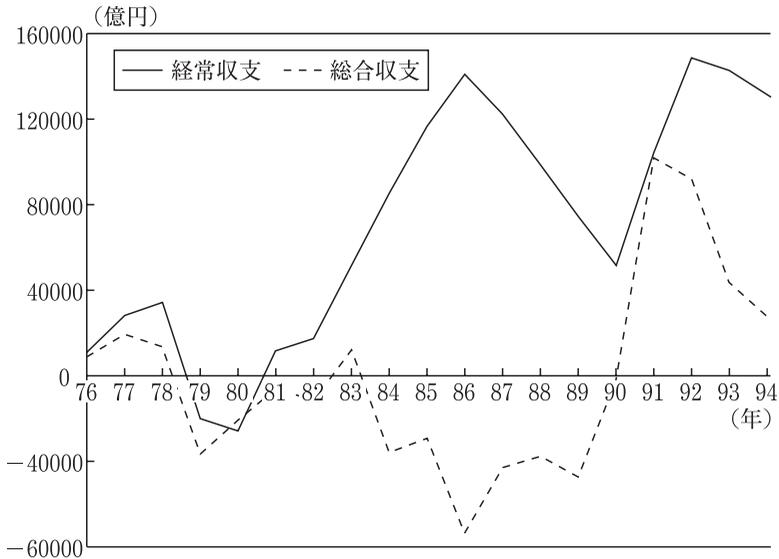
1980年代に入り、日本の国際収支<sup>5)</sup>のパターンは一変する。旧統計で見る

---

よるものではない。「証券投資」のカヴァー範囲は、従来「短期資本収支」および「金融勘定」の「その他」勘定(銀行部門の短期資産・負債勘定)に含まれていた短期債券を吸収して、逆に広がっているのである。

- 3) また、上記比重低下は、流出と流入のおおのの絶対額が相変わらず巨大であるのに、相殺されて純額では比較的少額に現れているにすぎないのではないかと、という疑問も生じうるが、流出、流入の数値を確かめると、おおのの絶対値が縮小していることがわかる。
- 4) 表1-1には現れていないが、「投資収支」のうちの「直接投資」は、91年までは「証券投資」と肩を並べていたが、91年以降急速に縮小した。また、「その他資本収支」は一貫して取るに足らない少額である。表註の原資料参照)
- 5) 日本の国際収支統計は、1996年にIMFの基準変更に伴い改訂された。新統計と旧統計との異同については、例えば「国際収支統計の改訂について」(『日本銀行

図2-1 日本の経常収支と総合収支：1976-94年



(出典) 日本銀行『国際収支統計』各号

と、図2-1で示されるように、それまでは経常収支と総合収支が平行に動いていたが、80年代に入り、両者の動きに相違が現れる。特に84年頃から両者の乖離が拡大し、84-89年には、巨額の経常収支の黒字にもかかわらず、総合収支は赤字となった。これは、80年代以降、長期資本移動（その過半は証券投資）が増加したことに起因している。

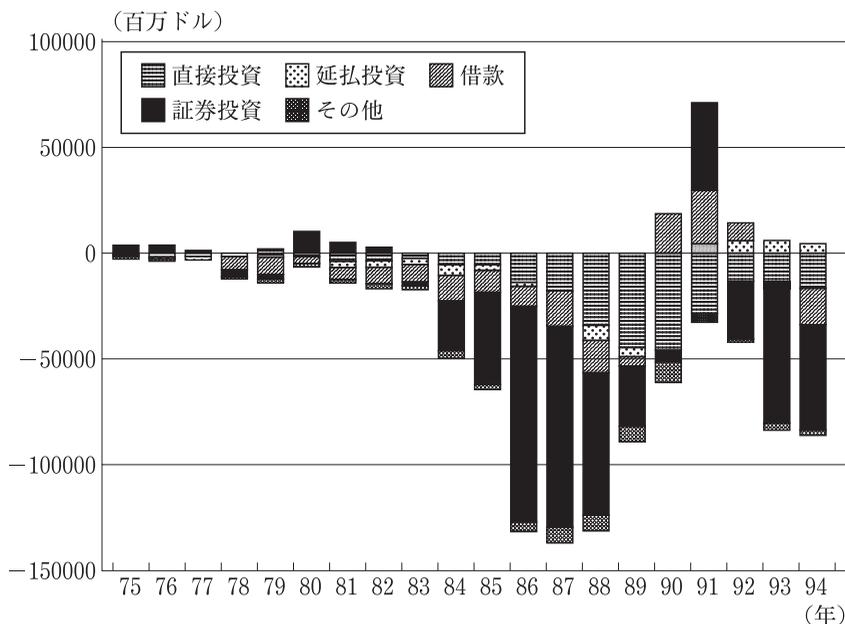
そこで、旧統計の長期資本収支を項目別に見よう。図2-2がそれである。この図から明らかなように、84年から証券投資の増加が顕著であり、84-88年では、他の資本流出額合計と同等かそれ以上の流出額を示している。

周知の通り、この対外証券投資の主役は機関投資家である。主要な機関投資家の対外証券投資残高は表2-1に示した<sup>6)</sup>。この表から明らかなように、

月報』1996年2月号)等を参照。

6) 表2-1以外の機関投資家としては、信用金庫、農林中金等が挙げられる。

図2-2 長期資本収支：1975-94年



(出典) 日本銀行『国際収支統計』各号

表2-1 主要機関投資家の対外証券投資(年度末残高)の推移：1977-98年度

	国内銀行		生命保険	損害保険	簡易保険
	銀行勘定	信託勘定			
1977年	6,294(0.3)	580(0.2)	784(0.5)	—(—)	—(—)
80年	10,796(0.5)	1,907(0.4)	6,689(2.5)	1,902(2.6)	—(—)
83年	28,331(0.9)	9,725(1.5)	30,629(7.7)	6,047(6.1)	14(0.0)
86年	95,684(1.9)	70,576(5.8)	75,252(11.5)	14,678(9.7)	2,608(1.1)
89年	182,956(2.4)	103,842(5.5)	177,904(15.3)	27,422(11.5)	16,186(5.0)
92年	139,187(1.9)	145,271(7.5)	168,919(10.8)	34,787(12.7)	26,066(5.6)
95年	146,207(2.0)	179,981(8.6)	138,550(7.4)	41,606(14.1)	38,584(5.9)
98年	138,939(1.8)	297,170(12.5)	188,701(11.4)	41,085(13.3)	37,337(4.0)

注) 単位は、億円。( )内は総資産に占める割合、単位：%

(出典) 日本銀行『経済統計月報』、『金融経済統計月報』

これら機関投資家の中で、巨額の証券投資を行っている機関は銀行と生命保険会社である。従って、1980年代以降の資本移動のメカニズムを明確にする上で、まずもって銀行と生保の対外証券投資行動を検討することが不可欠となる。

ところが、銀行と生保の対外証券投資行動には大きな違いが見られる。この相違は主として規制に起因している。銀行は、持高規制<sup>7)</sup>によって、極端な売り持ちや買い持ちのポジションがとれなかった。このため、銀行の対外証券投資は、外貨を借り入れ、それを対外投資に当てるという「外-外投資」が主流であった。これに対し生保は、外貨を買い、それで外国証券を買い入れるという「円投投資」が主流となっていた。

このような事情により、銀行と生保の対外証券投資を一括して検討することは適切でない。本号では、生保の対外証券投資を分析する。これまでの先行研究においても、銀行と生保の行動を区別したものが多く見受けられる。例えば、翁(1990)あるいは河合・照山(1991)等は、各機関投資家ごとの行動を分析している。また、中條(1995)は、本稿同様、生保のみをとりあげ、その対外証券投資の分析を行っている。

しかし、これら先行研究は、本号で明らかにしたような、生保の対外証券投資行動における1980年代と90年代の相違については言及されていない。これは単に執筆時期の問題であろうが、現実には、生保の対外証券投資行動は80年代と90年代で大きな相違を見せているのである。この80年代と90年代の投資行動の相異を説明することが本号での課題である。

第1章での課題設定に基づき、本稿では、主としてアメリカへの投資を念頭に置いて論を進める。幸い、生保の対外証券投資では対米投資が圧倒的に多いので<sup>8)</sup>、生保の対外証券投資は、ほぼ対米証券投資とみなしてよい。

---

7) 1984年以前は直物持高規制(円転規制)、それ以降は直先総合持高規制。

8) 詳しくは、小川(1998)参照。

### (1) 生命保険会社における対外証券投資の位置

まずは、生保の資産運用のあり方を長期的に見て、生保資産運用における対外証券投資の位置づけを確認したい。生保の資産を大別すると、貸付金、有価証券、不動産（建設仮勘定を含む）、現・預貯金、金銭信託、コールローン等がある。

貸付金はその9割以上を占める一般貸付と、保険約款貸付に区分できる。表2-2で見取れるように、かつて生保の資産運用の中で最大のウェイトを占めていたのはこの貸付金であった。生保関係者には「生保にとって長期貸付は他の何よりも望ましい運用形態である」<sup>9)</sup>との認識が見受けられる。しかしながら、日本経済が高度成長から低成長へ移行し、大企業を中心に資金需要が趨勢的に低下してきた。これを受け、生保の貸付金の割合は1980年代以降、減少基調を示している。

一方、公社債、株式、外国有価証券等からなる有価証券は、貸付金とは対称的に1980年代より増加し、総資産比率では1980年代初には約3割であったものが1990年代後半には5割を越えるまでに増加し、最大の資産運用先となった。これは、長期的な流れでみて、貸付金の減少分が有価証券投資に振り向けられたためと考えられる。

不動産は、本支店店舗等の営業用不動産と賃貸ビル等の投資用不動産に区分でき、1980年度以降は投資用不動産の方が多くなっている。「投資用不動産は物価上昇に対応できると同時に、長期的にも高利回り運用が可能であり、生保資産の長期安定性の特質を活かした運用方法」<sup>10)</sup>と位置づけられており、総資産に占める比率で見ると1980年代・90年代を通じ比較的安定した推移を示している。

### (2) 1980年代における生保：対米証券投資の増大

さて、生保の有価証券投資が貸付金減少に呼応するように増加してきたこ

9) 住友生命総合研究所（1992），106頁

10) 『生命保険ファクトブック 2000年版』43頁

表2-2 生保資産構成の推移 単位：億円，( )内は構成比(%)

年度末	現金・預金	金銭の信託	コールローン	貸付金	有価証券	不動産・建設仮勘定	その他
1965	253 (1.1)	—	256 (1.1)	13,890 (61.9)	5,391 (24.0)	2,428 (10.8)	212 (1.1)
1975	1,616 (1.3)	—	635 (0.5)	87,572 (67.9)	27,919 (21.7)	10,201 (7.9)	987 (0.8)
1980	4,452 (1.7)	—	2,149 (0.8)	156,851 (59.7)	79,760 (30.4)	16,478 (6.3)	2,888 (1.1)
81	5,626 (1.9)	—	1,544 (0.5)	175,045 (58.2)	96,910 (32.2)	18,418 (6.1)	3,445 (1.1)
82	9,767 (2.8)	—	1,285 (0.4)	196,692 (56.8)	113,279 (32.7)	20,863 (6.0)	4,252 (1.2)
83	16,832 (4.3)	—	957 (0.2)	211,575 (53.5)	136,530 (34.5)	24,067 (6.1)	5,307 (1.3)
84	30,450 (6.7)	—	1,141 (0.2)	230,640 (50.4)	160,505 (35.1)	27,406 (6.0)	7,260 (1.6)
85	62,486 (11.6)	—	1,467 (0.3)	243,722 (45.2)	189,814 (35.2)	31,962 (5.9)	9,255 (1.7)
86	75,705 (11.6)	—	1,301 (0.2)	256,366 (39.2)	267,919 (41.0)	37,770 (5.8)	14,109 (2.2)
87	94,052 (11.9)	—	2,233 (0.3)	285,632 (36.0)	349,337 (44.1)	44,862 (5.7)	16,467 (2.1)
88	109,070 (11.2)	—	2,180 (0.2)	334,828 (34.5)	447,495 (46.1)	55,558 (5.7)	21,696 (2.2)
89	66,759 (5.7)	40,063 (3.4)	3,850 (0.3)	410,671 (35.4)	547,783 (47.2)	65,520 (5.6)	26,951 (2.3)
1990	73,334 (5.6)	47,039 (3.6)	8,283 (0.6)	498,943 (37.9)	588,873 (44.7)	71,864 (5.5)	27,850 (2.1)
91	73,014 (5.1)	42,652 (3.0)	18,335 (1.3)	562,871 (39.3)	628,273 (43.9)	77,684 (5.4)	29,505 (2.1)
92	74,734 (4.8)	49,819 (3.2)	24,102 (1.5)	611,479 (39.2)	689,435 (44.2)	86,990 (5.4)	26,552 (1.7)
93	127,329 (7.5)	66,002 (3.9)	35,782 (1.9)	641,671 (37.9)	707,111 (41.8)	89,931 (5.3)	26,395 (1.6)
94	106,482 (6.0)	51,812 (2.9)	34,704 (2.0)	669,845 (37.6)	794,014 (44.6)	94,751 (5.3)	28,048 (1.6)
95	94,466 (5.0)	43,245 (2.3)	41,240 (2.2)	673,349 (35.9)	896,410 (47.8)	97,651 (5.2)	28,563 (1.5)
96	66,076 (3.5)	45,536 (2.4)	24,772 (1.8)	652,954 (34.6)	956,655 (50.7)	97,270 (5.2)	33,327 (1.8)
97	81,276 (4.3)	38,183 (2.0)	56,105 (3.0)	635,168 (33.4)	951,366 (50.0)	98,595 (5.2)	40,417 (2.1)
98	78,732 (4.1)	25,552 (1.3)	49,742 (2.6)	591,259 (30.8)	1,001,395 (52.2)	97,188 (5.1)	73,818 (3.8)
99	72,082 (3.8)	28,701 (1.5)	44,692 (2.3)	547,613 (28.8)	1,049,934 (55.3)	91,503 (4.8)	65,863 (3.5)

注) 金銭の信託は1989年度より、1988年度以前は現金・預金に含まれる。

(出典) 『生命保険ファクトブック』各号

表 2-3 80年代の生保対外投資に対する規制緩和の推移

---

 総資産に対する対外投資の比率規制

1986年3月以降 外国証券投資，外貨建て資産を総資産の25%以内に引上げ  
(以前は10%以内)

1986年8月以降 上限を25%から30%に引上げ

## 対外投資の増加額に対する規制

1982年4月以降 外債取得：資産増加額の5%以内

1982年5-12月 外債取得：資産増加額の10%以内

1983年4月-1986年3月 外債取得：資産増加額の20%以内

1986年4月-1986年8月 外債取得：資産増加額の40%以内

1986年8月以降 規制なし

---

とが確認できたが、この有価証券投資の中でも対外証券投資は、先の表2-1から分かるとおり1980年代に大幅な増加を示している。本節および次節ではこの点について検討する。

## 2.1 規制緩和

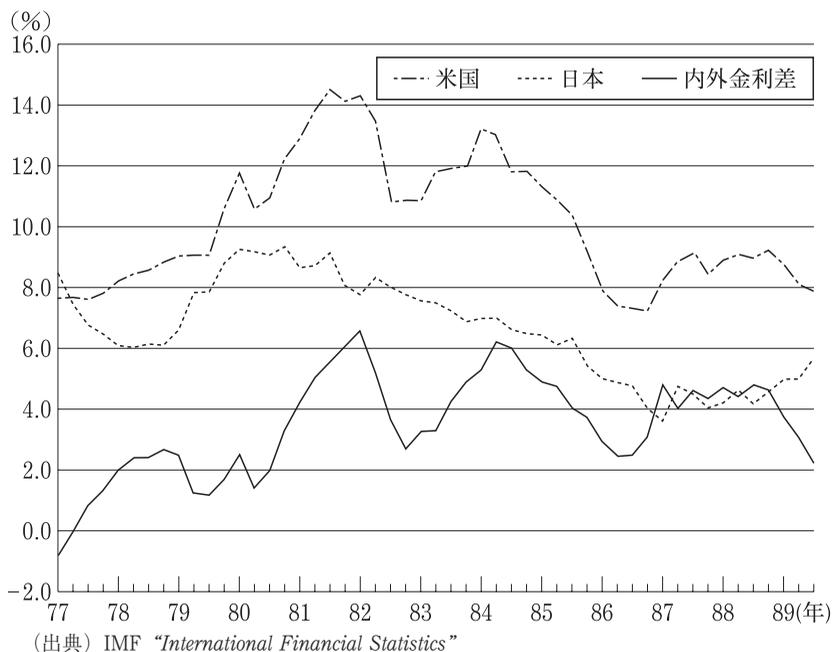
生保が対外証券保有を増加させた背景には、規制の緩和が挙げられる。表2-3の通り、1980年代には生保に対する対外資産保有規制が順次緩和されていった。これにより生保の対外証券保有増加が可能となったのである。ただし、これら規制の緩和は対外証券投資を可能にする必要条件であって、それを実施させる十分条件ではない。生保をして、対外証券投資を増加させる何らかの誘因が存在していたはずである。

## 2.2 インカムゲイン配当原則と内外金利差

この対外証券投資を増加させた要因として、インカムゲイン配当原則、内外金利差、株価高騰といった当時の生保を取り巻く規制および経済状況が挙げられる。

当時生保の資産運用に大きな影響を与えていたものにインカムゲイン配当原則がある。「インカムゲイン配当原則とは、保険会社の利差益配当財源は、

図2-3 日米国債金利と内外金利差：1977-89年



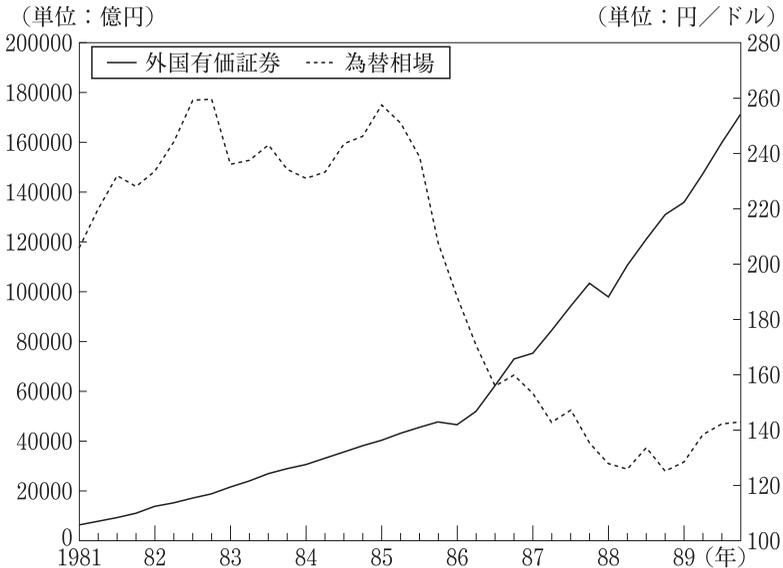
基本的に運用によって生じたインカムゲインのみでこれを賄うべしとする原則<sup>11)</sup>であり、これにより「利息・配当金収入のみを極大化させ、通常配当財源を確保しようとする」<sup>12)</sup>いわゆる直利指向のスタンスが生じていた。1980年の外為法改正以降生保の対外証券投資が急増したのは、この直利指向の下で内外金利差が拡大したことに一因がある。

図2-3の通り、1980年代前半、日本では、第2次石油危機後の不況対策として金利が低下していった。これに対し、アメリカではレーガン政権下で金融引き締めが断行され、高金利が発生していた。このため、日米の金利差が拡大した。また、1980年代後半においても、協調政策の名の下、日米金利差は維持された。生保は、国内での運用機会の減少や、利回り低下に対応す

11) 矢野(1990), 18頁

12) 同上, 20頁

図2-4 生保の外国証券投資残高および為替相場の動向：1981-89年



(出典) 日本銀行『経済統計月報』、『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』

るため、この相対的に高いインカムゲインを手にする事ができた外国有価証券への投資を強めたのである。

ただし、この際忘れてならないのが為替リスクの存在である。たとえ外国債券の利回りが国内債券のそれより高くとも、為替変動によって、金利による収益を上回る損失がでることが考えられる。実際、1985年9月のプラザ合意以降の円高によって、多額の為替差損が発生したであろうことは想像に難くない。しかるに、1985年以降の円高が進んだ時期にも、図2-4に示される通り、生保の対外証券投資は増加を続けたのである。

この対外証券投資増加の裏にはギャピタルゲインによる為替差損の埋め合わせがあった。『平成5年版経済白書』では「円高による為替差損は保有資産の含み益で吸収可能であり、むしろ為替差損を前提にした高利回りの債券購入は、資産のキャピタルゲインをインカムゲインに転換するコンバーター

の役割を担っていた」<sup>13)</sup>と述べている。森(1995)は、1980年代後半に発生した「為替差損は、当時の株価が急上昇していたため、新たに発生する含み益の二割を実現することで埋めることができた」<sup>14)</sup>と述べている。

### 2.3 実証分析

以上が、1980年代における生保の外債投資の特徴である。これを確認するため、1981年第1四半期から1989年第4四半期までの四半期データを用い、生保の外国有価証券保有残高を被説明変数として、内外金利差、為替相場、株価、生保の貸付金を除く総資産を説明変数として推定した。

生保の外国有価証券保有残高および総資産には、日本銀行『経済統計月報』、『金融経済統計月報』に掲載されている数値を使用する。内外金利差にはIMF “*International Financial Statistics*” の Government Bond Yields を使用する。為替相場と株価には、『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』掲載の東京市場・直物中心相場・月中平均および日経平均株価を用いる。なお、対外証券投資残高、為替相場、株価については対数変換を施した。

説明変数の組み合わせから5通りの推定式を考えた。最小二乗法で推定した結果、全ての式でダービンワトソン比が低く、系列相関が見られたため最尤法で推定した。結果は表2-4の通りである。

推定の結果、第一に、貸付金を除いた総資産が強い影響を与えていたことが分かる。すなわち、資産の増加する一方で、貸付金に対する需要が減少し、その結果、高利回りの外国証券に積極的に投資されていたことを示している。

株価の係数は、推定式(2)以外では有意ではなかった。また、株式の含み益が外国有価証券投資のバッファーとなっていたことから符号は正が予想されるが、(2)以外では負となった。これは、表2-5に示されるような為替相場と株価の高い相関係数、すなわち多重共線性によるものと考えられる。そこで、株価の影響については、推定式(2)の結果をもとに検証することにする。

13) 『平成5年版経済白書』, 234, 235頁

14) 森(1995), 38頁

表2-4 推定結果 (期間: 1981年第1四半期~1989年第4四半期)

推定式	内外金利差	為替相場	株価	貸付を除く総資産	定数項	
(1)	0.23 (1.59)	0.56** (2.95)	-0.10 (-0.50)	1.85** (8.94)	-14.64** (-6.70)	Adj-R <sup>2</sup> =0.98 D. W. =1.64
(2)	0.0066 (0.29)	0.33 (1.06)	0.89** (3.75)		0.09 (0.03)	Adj-R <sup>2</sup> =0.73 D. W. =1.02
(3)	0.022 (1.56)	0.57** (3.09)		1.77** (14.04)	-14.62** (-6.70)	Adj-R <sup>2</sup> =0.98 D. W. =1.62
(4)	0.18 (1.14)		-0.18 (-0.83)	1.76** (7.48)	-9.84** (-5.47)	Adj-R <sup>2</sup> =0.97 D. W. =1.32
(5)		0.53** (2.71)	-0.065 (-0.32)	1.79** (8.50)	-13.99** (-6.26)	Adj-R <sup>2</sup> =0.98 D. W. =1.67

注) \*は5%で有意, \*\*は1%で有意であることを示す。  
( )内はt値

表2-5 説明変数間の相関係数

	内外金利差	為替相場	株 価	貸付を除く総資産
内 外 金 利 差	1.000			
為 替 相 場	0.364	1.000		
株 価	-0.372	-0.915	1.000	
貸付を除く総資産	-0.396	-0.888	0.991	1.000

(2)式では株価の係数は有意に正である。これは1980年代においては、国内の株価動向が対外証券投資に正の影響を与えていたことを示している。すなわち、1980年代の生保にとって、株式投資と対外証券投資は補完的な役割を果たしていたと理解できる<sup>15)</sup>。

15) 株式と対外証券投資が補完関係にあったことは、橘木・牧・井藤(1993)でも指摘されている。

為替相場については注意を要する。為替相場を含む4本の推定式のうち3本については有意に正であるとの結果であった。しかし、図2-4をみる限り両者に明確な関係は見出せない。また、推定式(2)では、係数が有意でなかった。このことから、ここでも多重共線性により貸付を除く総資産の影響を受けている可能性が考えられる。

次に金利差について見る。マンデル・フレミング理論が適合的であったと言われる80年代に関して、内外金利差が統計的に有意でないのは、意外の感もあるが、これは次のような理由によると考えられる。ここで推定した1981-89年を見ると、内外金利差(=米国金利-国内金利)は常に正であった。すなわち、米国国債金利は日本の国債金利より常に高く平均で約4%の差が存在していたので、米国証券投資は国内の証券投資より常に高いインカムゲインを手にすることができる状況だったのである。この状況下で、しかも、為替差損を国内のギャピタルゲインで補填するという仕組みになっている以上、内外金利差の変動に対してさほど敏感に投資額を変更させることをしなかったのではないかと考えられる。

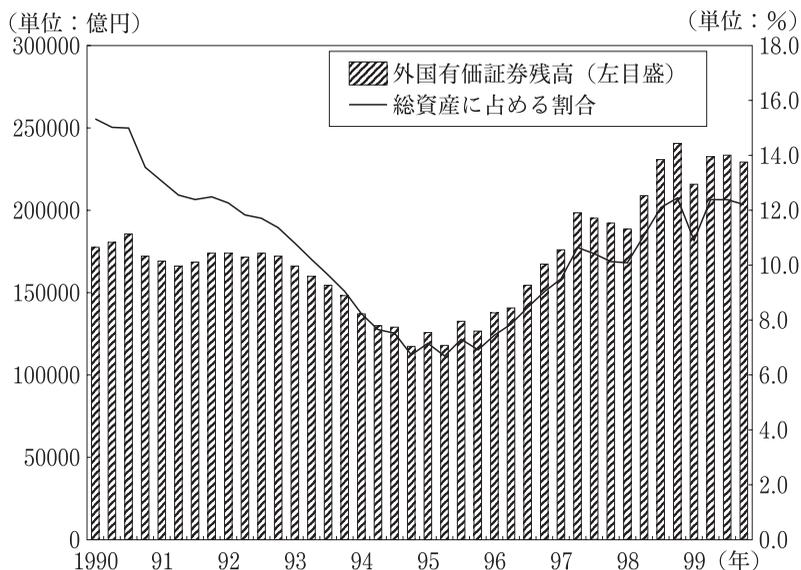
### (3) 1990年代における生保の対外証券投資

1990年代に入ると状況は一変する。1990年初からの株価の急落によって、生保の含み益は減少し始め、80年代後半のような外国有価証券と国内株式の「アセットミックス」による投資行動が不可能となった。さらに、インカムゲイン配当原則の見直しも行われ<sup>16)</sup>、結局、生保は対外証券投資単独で利益をあげるような投資行動に変化せざるを得なくなったと考えるのが妥当である。

1990年代の生保の対外証券投資行動を四半期データで見よう。(図2-5参照) 残高では1990年第3四半期に、総資産に占める構成比では1989年第4四半期に一度ピークを迎えた後、1990年代前半は減少傾向を示している。

16) このあたりの事情は住友生命総合研究所(1992)が詳しい。

図2-5 1990年代における生保の対外証券投資残高



(出典) 日本銀行『経済統計月報』、『金融経済統計月報』各号

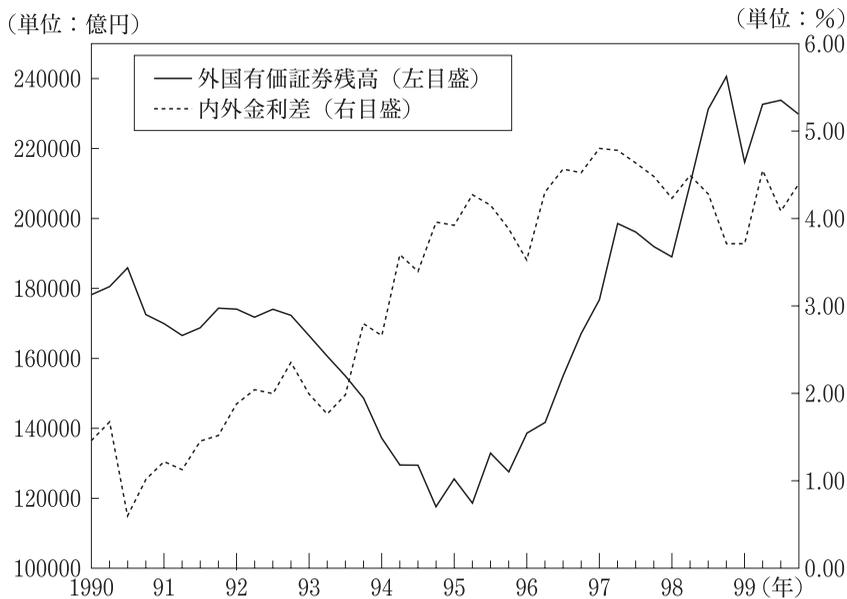
その後、1995年頃から再び増加に転じている。以下ではこの動きについて、内外金利差、為替相場、貸付金との関連から論じてみたい。

### 3.1 内外金利差および為替相場

まず、生保の外国証券投資残高と内外金利差の関係について検討する。図2-6を見よう。1990年には、内外金利差は1%程度にまで縮小していたが、その後、国内の金融緩和政策推進の影響もあって内外金利差は拡大し、95年以降、約4%でほぼ安定している。この内外金利差の拡大にあわせるかのように、生保の対外証券投資も95年頃から増加に転じている。内外金利差の動向が生保の対外証券投資に影響を与えていた可能性が考えられる。

他方、図2-7は、生保の外国証券投資残高と為替相場の動向を示したものである。この図から確認できるように、両者は非常に平行に動いてお

図2-6 生保の外国証券投資残高および内外金利差の動向：1990-99年



(出典) 日本銀行『経済統計月報』、『金融経済統計月報』、IMF “*International Financial Statistics*” 各号

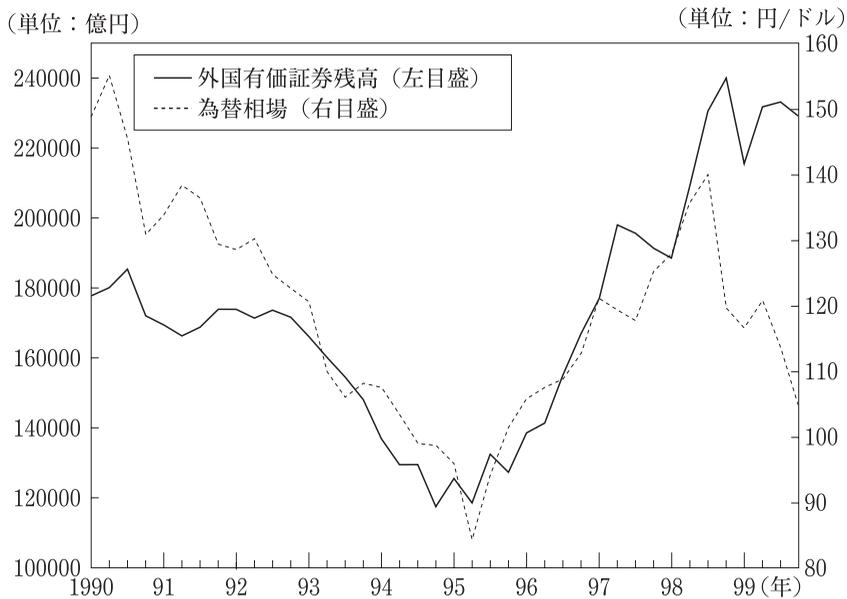
り、対外投資に不利な円高期には、投資額が減少し、対外投資に有利な円安期には投資額が増加しているという関係が読みとれる。

ただし、1998年以降この動きに多少変化が見られる。すなわち、1998年後半から1999年にかけて為替相場は円高へと転じたにもかかわらず、生保の対外証券投資残高はさほど減っていないのである。これは、為替相場等の対外要因ではなく、むしろ次に見るような国内要因によるものである。

### 3.2 貸付金の動向および国内の金融情勢との関連

先に見た通り、生保の資産運用において貸付金の優先順位は高い。そこで、貸付金の動向を見ておこう。図2-8は1981年～99年の生保貸付金の総資産に占める割合および、日銀短観の金融機関貸出態度D. I.である。貸付金の

図2-7 生保の外国証券投資残高および為替相場の動向：1990-99年



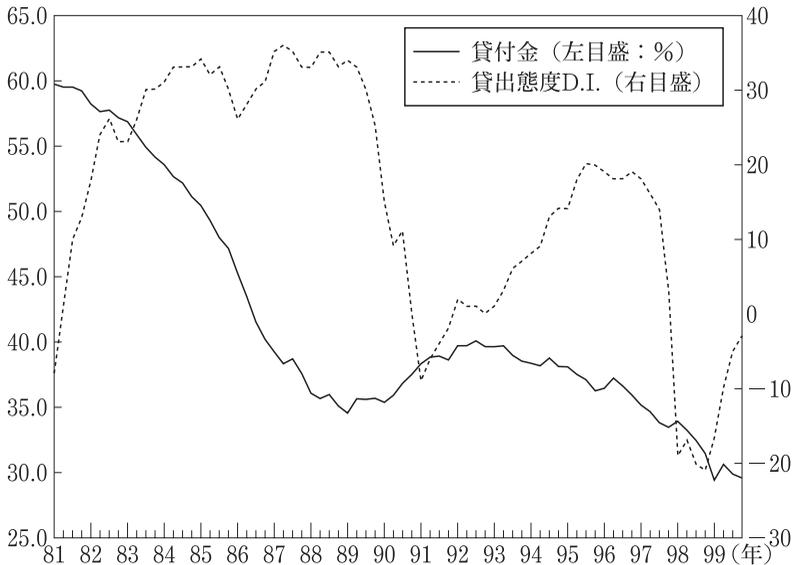
(出典) 日本銀行『経済統計月報・年報』、『週刊東洋経済臨時増刊 経済統計年鑑』各号

構成比は、1980年代の低下の後、1990年代初に上昇、93年頃より再び低下という動きを示している。1990年代初、貸付金が増加したのは、バブル対策の金融引き締めによって金融機関の貸出態度が厳しくなったためと考えられる<sup>17)</sup>。

しかしながら、このような動きは、1998年以降に金融機関貸出態度が厳しくなったときには見られない。これは、1997年末以降の国内金融システムの動揺によるものであると考えられる。すなわち、信用リスクが増大し、「質への逃避」が発生したと考えられる。このため、1998年半ば以降為替相場が円高傾向に転じたにもかかわらず、海外に運用先を求めたのである。

17) このように、金融引き締め時に生保の貸付金が増加する現象は以前から見られることである。このため、貸出市場では、生保は限界の供給者と称される。

図2-8 生保の貸付金(総資産に占める割合)と金融機関貸出態度D.I.



(出典) 日本銀行『経済統計月報』、『金融経済統計月報』

### 3.3 1990年代の計測結果

以上の点を踏まえ、1990年代の生保証券投資行動を回帰分析によって検証する。2.3同様、生保の外国有価証券保有残高を被説明変数とし、内外金利差、為替相場、株価、貸付金を除いた生保の総資産(総資産-貸付金)を説明変数とし、最小二乗法で推定した。データの出典は2.3での推定と同様である。なお、単位期間は四半期とし、生保の外国有価証券保有残高、為替相場、株価、生保の総資産は対数変換した。なお、先に見た通り1998年以降は国内の金融システムが非常に不安定になり信用リスクが高まった時期であるため推定時期からはずし、推定期間は1990年から1997年までとした。結果は表2-6の通りである。

為替相場を除いた推定式(9)は、自由度修正済みの決定係数(Adjusted R-squared)、ダービンワトソン比の値から見て推定として意味がないと判断されるため、以下では(9)以外の推定結果から検討する。

表2-6 推定結果(期間:1990年第1四半期~1997年第4四半期)

推定式	内外金利差	為替相場	株価	貸付を除く総資産	定数項	
(6)	-0.025 (-0.88)	1.35** (11.27)	-0.21* (-2.31)	0.56* (2.17)	-0.088 (-0.017)	Adj-R <sup>2</sup> =0.83 D. W. =1.57
(7)	0.032* (2.60)	1.29** (10.40)	-0.28** (-3.16)		8.52** (10.24)	Adj-R <sup>2</sup> =0.80 D. W. =1.46
(8)	-0.42 (-1.40)	1.25** (10.37)		0.80** (3.03)	-4.96 (-1.29)	Adj-R <sup>2</sup> =0.80 D. W. =1.1
(9)	-0.023 (-0.35)		0.14 (0.70)	-0.026 (-0.042)	11.01 (1.18)	Adj-R <sup>2</sup> =0.04 D. W. =0.15
(10)		1.35** (11.31)	-0.23* (-2.63)	0.36** (3.42)	2.84 (1.32)	Adj-R <sup>2</sup> =0.83 D. W. =1.55

注) \*は5%で有意, \*\*は1%で有意であることを示す。

( ) 内は t 値

推定の結果, 全ての推定式で有意であった変数は為替相場, 株価, 「貸付金を除いた総資産」の3者であった。為替相場の係数が正であることから, 為替相場が円安になると生保の対外証券投資が増加するという予想通りの結果となった。また, 貸付金を除いた総資産の係数も正であることから, 貸付金を除いた総資産の増加が対外証券投資の増加につながる事が確認される。

興味深い結果となったのは株価の係数である。先に推定した1980年代の結果では, 株価の係数は正であった。すなわち, 株価の上昇が対外証券投資の増加につながっていたのである。しかしながら, 1990年代には逆に株価の係数は負となっている。これは, インカムゲイン配当原則に縛られていた1980年代の行動とは異なった動きを見せていたことを意味する。

前述の通り, 株価下落により含み益を前提とした投資が出来なくなったこと, インカム利回りから総合利回りへと変化したこと等の要因により, 対外証券投資はそれ単独で収益を上げる必要が出てきたと考えられる。一方, 株式投資は「特別勘定での運用等を背景として, 短期のパフォーマンスを重視

した機動的売買による投資<sup>18)</sup>が行われるようになった。このため、もし株価が上昇(下落)すれば、株式投資からの収益が増加(減少)するため、株式投資額が増加(減少)し、逆に対外証券投資は減少(増加)するものと考えられる。したがって、株価の係数は負となるのである。つまり、1980年代に見られたような補完的な関係ではなく、1990年代の両者の関係は代替的であると捉えられるのである。

内外金利差については、(7)式以外有意ではなかった。このことから『生命保険ファクトブック』には「平成7年度以降は円高の是正及び内外金利差の拡大とともに再び増加傾向にある<sup>19)</sup>とあるものの、内外金利差の影響は限定されたものであったと考えられる。すなわち、インカムゲイン配当原則がなくなり、為替差損・差益がそのまま配当や利回りに反映されるようになると、金利より変動の大きな為替相場の影響を強く受けるようになったと考えられるのである。

#### (4) 中間的結論

これまでの分析から明らかなように、生保の対外証券投資行動は、80年代と90年代で大きな違いが見られる。主要な相違点は、次の2点である

##### ① 対外証券投資と国内株式投資の関係が変化した

80年代においては、インカムゲイン配当原則によって、対外証券投資は、国内の株式投資から得られた含み益をインカムゲインに転換するコンバーターとしての役割を担っていた。すなわち、両者は補完的な役割を演じていたのである。これに対し90年代には、対外証券投資はコンバーターとしての役割を終え、単独で収益を挙げる必要が生じたのであり、結果的に株式投資と対外証券投資が代替的な役割を果たすようになったのである。

##### ② 為替相場の影響を強く受けるようになった。

18) 生命保険協会『生命保険ファクトブック2000年版』40頁

19) 生命保険協会『生命保険ファクトブック2000年版』41頁

1980年代と1990年代の推定結果からみると、1990年代の方がすべての推定式で係数が大きく、為替相場の影響を強く受けていることが分かる。また、図2-4と図2-7を見比べてもその差は歴然としている。これもインカムゲイン配当原則の見直し等により、為替差益・差損が強く意識されるようになったことの反映であろう。

以上のことより、1980年代のインカムゲイン配当原則による生保資産運用の歪みと1990年代のその是正という相違が明確となった。1990年代の生保の資産運用はより合理的なものになったと考えられる。

さて、推定からは内外金利差の生保対外証券投資に対する影響が有意であるとの結果が導き出せなかったことには注意を要する。変動が大きな現行の為替相場制度の下では、金利変動が対外証券投資に与える影響は、理論上信じられているほどには大きくない可能性がある。

ともあれ生保の対米証券投資は95年までは停滞気味であったが、95年以降はふたたび順調な伸びを示している。第1章(2)で指摘した「国際収支全体における証券投資の比重低下」は、生保の行動変化によるものではなさそうである。

#### 参 考 文 献

- 小川英治（1998）「生命保険会社の国際証券投資における米ドル・バイアス」（生命保険文化研究所『文研論集』No.123）
- 翁邦雄（1990）「1980年代の機関投資家の外債投資行動」（西村清彦・三輪芳朗編『日本の株価地価』、東京大学出版会）
- 河合正弘・照山博司（1991）「1980年代における金融機関の外国証券保有行動」（東京大学社会科学研究所『社会科学研究』第42巻第6号）
- 住友生命総合研究所（1992）『日本の生命保険会社』（東洋経済新報社）
- 橋木俊詔・牧寛久・井藤徹也（1993）「生命保険会社の資産運用と株式保有行動」（橋木俊詔・中馬宏之編著『生命保険の経済分析——その役割と市場評価——』日本評論社）
- 中條誠一（1995）「生保の対外証券投資と為替リスク」（大阪市立大学経営学会『経営

研究』第46巻第1号)  
矢野陽一郎(1989)「インカム配当原則について」(『生命保険経営』第57巻第6号)

(いちのせ・あつし／経済学部教授／2002年5月7日受理)  
(すなみ・ひでお／岡山大学大学院修了・博士〔経済学〕)

## Capital Movements between the U. S. and Japan in the 1990s (1)

Atsushi ICHINOSE

Hideo SUNAMI

Japan's deregulation of international capital movements and related matters progressed rapidly after the abolition of restrictions on banks' oversold actual position in June 1984 (deregulation of institutional investors' external investments, amendment of the Principle of Income-gain Disbursement, etc.). Research on capital movements in 1990s between the U. S. and Japan (still the second biggest economic power as a single country) would be important as that of the first decade after the removal of important regulations concerned.

Common views on capital movements have tended to hold that they are primarily determined by interest rate differentials between the two countries concerned (Mundell-Fleming theory, Dornbusch theory, for example). It seems to us that the validity of these theories could be severely limited mainly due to the existence of exchange risk. To investigate empirically the capital movements between the U. S. and Japan from this viewpoint is the aim of this paper.

When we analyze international capital movements, it is not sufficient to observe only the movements of long-term capital, the main part of which consists of securities investments. As there are cases when short-term capital moves actively and independently, it would be necessary to consider both long- and short-term capital movements and sometimes the intertwining of the two.

In the present issue of this journal, however, we analyze the external securities investments of life insurance companies at first. The reason is that their external securities investments consist mostly of those to the U. S., so that we can investigate relatively purely U. S.- Japan capital movements in the form of selling and buying of securities without any statistical disturbance. Other capital movements carried out by banks and other parties, including short-term ones,

will be discussed in the following issues.

In 1980s life insurance companies, capitalizing on the substantial interest rate differential between the two countries, dared to invest huge sums in U. S. bonds. The background to this development was the decline in 'loans to big firms' by life insurance companies due to shrinking demand for loans by major corporations. More direct ground for their vigorous buying of U. S. bonds was an administrative guidance called the 'Principle of Income-gain Disbursement', which prescribed that insurance companies could disburse profits only from income-gains but not from capital-gains. Due to this rule, they were driven to invest huge sums, in spite of the existence of big exchange risks, in order to secure profits in the form of income-gain.

Circumstances changed drastically in the 1990s. Following the relaxation of income-gain disbursement rule, securities investments to the U. S. came to be carried out in a more rational manner. When we analyze empirically the investing behavior of life insurance companies, the following points become clear. Firstly, in the 1980s, even though exchange risks were substantially high, investments in U. S. securities were undertaken, in pursuit of income-gains generated by big differentials between U. S. and Japanese interest rates. This increase in external securities investment was supported by the *rise* in Japanese share prices generating unrealized capital-gains (allocated to reserves). In the 1990s, the relation so changed that a *decline* of Japanese share prices produced alternatively an increase of investments in U. S. securities .

Secondly, investments in U. S. securities went hand in hand with exchange rate movements. When the dollar became weak, investment in U. S. securities contracted, and vice versa. Thirdly, the relation between investments in U. S. securities and interest rate differentials is not clear. (In the 1980s, investments in U. S. securities were carried out in pursuit of gain from interest rate differentials.)

The change of life insurance companies' investing behavior depends, above all, on the relaxation of 'regulations', especially, the so-called 'Principle of Income-gain Disbursement'.