

## 1990年代の日米間資本移動(2)

一ノ瀬 篤

### 第3章 本邦銀行の対外資本輸出

はじめに

前号では本邦生保の証券投資行動に焦点を当てて、90年代の日米資本移動を分析した。生保の対米証券投資行動に関する主要な結論は、

(i) 90年代に入って、対米証券投資の動向と為替相場との相関関係が強まった。バブル膨張期に生保の資産運用を根底で規定していたインカム・ゲイン配当原則が撤廃されて、生保がより合理的な行動をとりうるようになったためと見てよい。

(ii) 日米金利差と対米証券投資との相関関係は、特に看取できない、というものであった。

本号では、本邦銀行の対外資産運用行動分析に着手したい。ところで、銀行業務は生保の金融行動に比べると複雑多様であり、その対外資産・負債管理行動も、分析が困難である。

まず、銀行の対外投資行動は受け身的に生じるものであるから、そもそも能動的・裁量的な資産運用にはなじまず、内外金利差などとの関係を問題にすること自体が失当でないか、という疑問に取り組むことにする。

銀行は、荷為替信用状を用いた伝統的な取引方法によるにせよ、インターネット取引などの進展によって信用状発行や手形買い取り機能を失い、単に

---

キーワード：銀行対外資産運用，内外金利差

送金・決済機能を担うにすぎない場合にせよ、結局、経常取引に関して資金移動を担う機関であり続けざるを得ない。社会的な貯蓄吸収機関であり、これと結びついた信用創造機関であり、さらにこれらを基礎として企業間及び企業・家計間の諸支払いに関する媒介機関としての地位が確立しているからである。経常取引のみならず、資本取引についても、事情は同じである。

とすれば、諸企業・家計の経常取引・資本取引の結果、多かれ少なかれ外貨が銀行に累積し、その運用が問題とならざるを得ない。伝統的な荷為替信用状を用いる貿易取引の場合を例に取ろう。

日本の輸出業者Aがアメリカの輸入業者Bに宛てた輸出手形を日本のC銀行が買い取ると、CはAのBに対する与信を肩代わりし、C-B間に債権債務関係が残る。CはBに対して（おそらく）ドル債権（資産）を保有することになる。銀行のドル資産は、経常取引の結果、受け身的に生じたと言える。また、このドル資産はさしずめドル為替手形という形をとっており、このままでは運用は難しい。

しかし、時間が経つと手形はドルの現金に変わる。日本のように経常収支が黒字を続けている国では、時間とともに銀行の手元に巨額のドル資産が累積していく。この資産は国内での運用が難しく、結局アメリカやユーロ市場で、銀行にとって出来るだけ望ましい形で能動的裁量的に運用されざるを得ない。銀行は対象となる資産の安全性、利回り、流動性、為替リスクなど、種々の要因を考慮して資金を運用することになる。

この場合、90年代の銀行資産は、金利差を主要因として対外運用されていたか、というのが、本号での問題である。

なお、銀行は主として預金、貸付、証券投資という形で資金を対外運用しているが、そのうちのどれが受動的でどれが能動的な運用形態、という線引きを行う（そして、それに従って能動的な運用に的を絞って内外金利差との関係を究明する）のは無意味だろう。銀行としては、全体としての外貨資産を流動性、安全性、為替リスク、利回り等の諸要因をにらみながら、組み合わせ運用しているにすぎない。

さらに、今日のように主要通貨相互間の交換性に対し障害が少なくなった状況では、銀行が国内で預金として調達した円資金も対外投資の原資となりうる。(投資の源泉が経常収支の黒字に限られなくなってきたという点では、アセット・アプローチの主張も妥当である。)

さて、資本輸出という観点から銀行の資産運用行動を見ると、上述のように、証券投資(大部分が債券)、貸付、現・預金の3者が主要形態となるので、この3つのカテゴリーを問題とする。

しかし、考察に当たっては、まず第一に、特に貸付、現・預金の場合、授信(資本輸出)額だけに目を向けるのは妥当ではあるまい。逆にほぼ拮抗するほど受信額があるのが常であるから、国際資本移動を云々する場合には、まず第一にネット額で数値を見る方が妥当だろう。

第二に、ネット額で見るとなると、たとえばA年度とB年度にネット額で「貸付」の大増加があったとしても、その内容は大いに異なりうることに注意せねばならない。A年度では対外貸付が10兆円行われ、本邦銀行の外国からの借入がゼロであったためにネット貸付額が10兆円であった。他方、B年度では対外貸付がゼロであったのに、対外借入の返済が10兆円行われたために、ネットの対外「貸付」項目は、A年度と同じく10兆円の流出超過となる。新規投資と返済とでは、動機も意義も相当に異なりうるので、ネット値を対象とする場合、注意が必要だろう。結局、ネットで見つつ、グロスにも気を配らねばならない、ということである。

第三に、貸付に対する回収、借入に対する返済、預金(授受両方)に対する引出等の当初契約行為(貸付等)を解消させる反対行為は、満期の到来など不可避的要因を含むので、当初の契約締結行為とは動機が異なりうる。金利差を狙って対外預金が行われたとしても、その引出が金利差の縮小によるとは限らない。

以上を念頭に置いて、90年代における銀行の対外投資行動を考察する。なお、本号では「対米」ではなく、まず「対外」投資一般を対象とする。

## (1) 1990年代の国際収支概観

まず、90年代における我が国の国際収支を、概括的に振り返っておこう（前号、表1-1）。表面的には80年代と同様に、経常収支は連年大幅黒字を続け、資本収支が、それをやや下回りながらも、流出超過（赤字）を維持していた。後者がやや下回る分だけ、外貨準備が92年から99年まで（98年を唯一の例外年として）、連年増加していたのだった。

以上を表層的にとらえると、日本は80年代同様、活発な資本輸出国であった、ということになる。したがって、生保と並んで代表的な機関投資家である銀行も、貸付・預金、証券購入などの形で積極的に対外投資を行った、という認識が生じがちである。しかし、事実は非常に異なる。銀行の実際の行動を、順次明らかにしていこう。

## (2) 銀行の「対外資産・負債」合計の動向

はじめに、本邦銀行の対外資産・負債全体の動向を見ておく。表3-1は日本銀行『国際収支統計月報』（『金融経済統計月報』にも圧縮形で転載されている）の「銀行等対外資産負債残高」をそのままの形で表示している。表3-2は、それをフロー・ベースに引き直したものである。

表3-1、表3-2から次の諸点が読みとれる。第一に90年代の本邦銀行は、資産、負債の両面において縮小傾向にある。

第二に資産の減少よりは負債の減少の方が顕著で、そのために純資産は、1996年を例外として、1997年までは増加傾向にあった<sup>1)</sup>。（逆に、それ以降は純資産も減少している。）ただし、仔細に見ると資産・負債動向には波動がある。つまり、

- ・ 94年まで：資産・負債ともに減少
- ・ 95年から97年：資産・負債ともに逆に増加（96年の「資産」は例外）
- ・ 98年から99年：資産・負債ともに、ふたたび著減

1) なお、銀行の純資産がプラス値になったのは、まさに1991年からのことであり、それまでは負債超過のためにマイナス値を続けていた。

表3-1 銀行等対外資産負債残高 (単位1,000億円)

項目 年末	合 計								
	資産			負債			純資産		
		外貨建	邦貨建		外貨建	邦貨建		外貨建	邦貨建
1990	1,261	699	561	1,280	860	420	-19	-160	140
91	1,166	579	587	1,052	713	338	114	-134	248
92	1,091	540	550	887	643	243	204	-102	307
93	1,022	478	544	772	541	230	250	-63	313
94	988	419	568	715	463	252	273	-43	316
95	1,100	449	650	755	463	292	344	-13	358
96	1,045	464	580	800	501	299	244	-37	281
97	1,287	607	680	922	577	344	364	29	335
98	1,090	559	530	801	430	371	288	129	159
99	777	397	379	545	281	263	232	115	116

(出典) 日本銀行『国際収支統計月報』1997年2月号「外国為替公認銀行対外資産負債残高」表, 2002年3月号「銀行等対外資産負債残高」表。(後者の表は前者の表の後身だが, 内容は殆ど同じである。)

なお, 当該表は, 1997年1月号以前では, 「外国為替公認銀行対外短期資産負債残高」となっており, それ以降とカヴァレッジが異なるので, 注意を要する。

ということになる。\*

※ なお, 本稿と直接関係はしないが, 資産, 負債ともに邦貨建てが増加してきている。この傾向は概しては「資産」において一層顕著である。(1980年代前半には, まだ資産, 負債ともに圧倒的な部分が外貨建てであった。)ただし, 上記2表には現れていないが, 元になっている『国際収支統計月報』を見ると, 邦貨建ての進んでいるのは短期資産についてであって, 中長期資産では圧倒的に外貨建てが多い。

さらに, これも上記2表には現れていないが, 出典の『国際収支統計月報』を見ると, 90年代を通じて, 資産面では短期資産に対する中長期資産の割合が高まっており, 負債面では, 短期負債の中長期負債に対する割合が圧倒的に高い。

表3-2 銀行等対外資産負債残高の増減額 (単位:1,000億円)

年	資 産			負 債			純 資 産		
	外貨建	邦貨建		外貨建	邦貨建		外貨建	邦貨建	
1991	95	120	-25	-228	-147	-81	133	26	107
92	75	39	36	-165	-70	-95	90	31	59
93	69	62	7	-115	-102	-13	46	40	6
94	34	59	-25	-57	-78	21	23	19	4
95	-112	-30	-82	40	0	40	72	30	42
96	55	-15	70	45	38	7	-100	-23	-77
97	-242	-143	-99	122	76	46	120	67	53
98	197	48	149	-121	-147	26	-76	99	-175
99	313	162	151	-256	-149	-107	-57	-13	-44
2000	-71	-63	-8	67	65	2	4	-2	6

・資産欄の+値は回収, -値は対外流出(貸付等), 負債欄の+値は「借入」, -値は「返済」, 純資産欄の+値は純資産増加, -値は純資産減少を表す。

(出典) 表3-1と同じ。ただし, 残高表をフロー・ベースに加工。

以下では上記の諸事実を念頭に置きながら, 考察時期を1994年までとそれ以降(95-97年と98-99年は同じ節で検討する)に区分して, 銀行対外資産の動向を主要項目ごとに検討する。その際, 前号冒頭で述べたように, 内外金利差との関わりを特に念頭に置く。

### (3) 1994年まで

#### ① 貸付・借入と現・預金

銀行の貸付・借入や現・預金の動きは, 単に金利差をすくい取るという動機に基づくのではなく, 為替リスクのヘッジや円・外貨資金のバランスをとる必要から複雑化することが, 予め予測できる。以下の簡単な検証でも, 金利差が銀行の対外資産・負債管理の重要な決定要因ではなかったことが裏付けられるだろう。

さて, 銀行の対外資産残高の内訳は, 1995年分から公表されるようになった<sup>2)</sup>。したがって, 公表開始の1995年までについては, 銀行対外資産の内訳

を知ろうとしても、残高表を当てにすることは出来ない。

幸い、フロー・ベースでは、1995年以前についても、銀行資産の内訳を知ることが出来る。日本銀行『国際収支統計月報』の「投資収支」表に、項目ごとの部門別収支が与えられているからである。銀行資産・負債の主要項目である「貸付・借入」、「現・預金」および「証券投資」について、これを一覽的にまとめると、表3-3となる。1994年以前については、この表3-3に依拠して考察する。

93年までを一括すると、貸付・借入については、流出超過（差引欄）が目立つが、その中身は積極的流出（新規の貸付）ではない。「貸付」はむしろ回収されているのに、91年、92年はそれを上回る借入の返済があったにすぎない。

現預金については、多少の対外新規預金はあったものの、流出の圧倒的に重要な成分は預金の対外流出（日本からの預金引き揚げ）であった。（表3-3）

94年はそれまでと異なり、貸付の回収超過（内容は中長期）、現預金の積極的流出が目立つ。

この間、日本の金利水準は、1990年をピークとして低下（内外金利差は拡大）しつつあり、長期金利については米英との金利差は拡大していた。しかし、短期金利はこれと相当異なる動きを見せていた。日本の短期金利はほぼ一貫して低下傾向にあったが、アメリカの短期金利が89年以降、93年末頃まで急低下傾向にあったので、91、92、93年の3年間、日本金利の方が高かった。94、95年になると、アメリカ金利の方がふたたび高くなる。ロンドンのLIBOR金利は日本の短期金利に比べて相当の高水準にあったが、91、92、93年は急降下し、日本との金利差は縮小気味だった。しかし、これも94年以降、再び拡大する<sup>3)</sup>。銀行の対外資産運用では、貸付・借入、預金授受が大

2) ただし「銀行等対外資産負債残高」表は総括数値しか含まず、わずかに「(本邦)対外資産負債残高」表に、間接的な形でのみ、内訳が表示されている。

3) 90年代前半の内外長短金利の動向は下表の通りである。

表3-3 銀行部門：貸付・借入、現預金、証券投資の動向 (単位：1,000億円)

	貸付・借入			現・預金			証券投資			差引の 合計
	資産	負債	差引	資産	負債	差引	資産	負債	差引	
1991	42	-56	-14	7	-105	-98	-2	6	4	-109
92	86	-112	-26	-18	-48	-66	-5	5	0	-91
93	49	-17	32	-16	-33	-49	-17	3	-14	-31
94	13	-3	10	-26	-0	-26	-3	5	2	-14
95	-140	19	-121	38	-0	38	-2	8	6	-77
96	28	-17	11	50	8	58	-7	18	11	80
97	-152	80	-72	-10	-35	-45	2	13	15	-102
98	4	26	30	70	-73	-3	-18	7	-11	16
99	263	-154	109	-9	-68	-77	-54	18	-36	-4
2000	68	32	100	-32	7	-25	-67	10	-57	18

・フロー・ベースの数値である。

・資産欄の+値は回収，-値は対外流出（貸付等），負債欄の+値は「借入」や対内証券投資，-値は「返済」や対内証券投資の解消（非居住者による売却）を表す。

・97年以降はデリバティブの計上方法が変わり，従来と桁違いの大きな額で現れるようになって，統計上，連続性を欠くし，奇異の感を与える。そこで，ネット値では小差でもあり，97年以降，デリバティブは除去して計上した。

(出典) 日本銀行『国際収支統計月報』1996年1月号，1999年6月号，2002年3月号の「投資収支」表より作成。

年	日本		アメリカ		イギリス	
	短期	長期	短期	長期	短期	長期
1990	7.39%	7.37%	8.10%	8.61%	14.0%	11.08%
91	7.52	6.39	5.69	8.14	11.0	9.92
92	4.65	4.77	3.52	7.01	7.3	9.12
93	3.05	3.32	3.02	5.87	5.3	7.87
94	2.19	4.57	4.20	7.08	6.6	8.05
95	1.21	3.19	5.84	6.58	6.5	8.26

短期金利 日本：コールレート無担保翌日物の年中平均値，アメリカ：FFレート of the 年中平均値，イギリス：インターバンク3か月物の年末値

長期金利 日本：10年物国債利回り，アメリカ：残存期間10年物の国債利回り，イギリス：償還期限20年物の国債利回り。いずれも，年平均値。

(日本銀行『日本経済を中心とする国際比較統計』1997年，62頁。日本銀行『経済統計年報』1992年136，218頁1997年126頁。日本銀行『金融経済統計月報』2002年2月号，241-242頁)



きな比重を占めている。これらと内外金利差との関連を考える場合、長期金利よりは短期金利の方が重要であろう。

さて、上に見たように、銀行においては、94年までは返済という形で資金流出が優勢であった。これに関して「内外金利差が資本移動をもたらした」というのは全くの失当だろう。なぜなら、91-93年の期間は、日本の短期金利の方が高かったので、対外債務を急いで返す必要はなかったはずだからである。

返済という形で流出が優勢になっているのは、景気の低迷に伴って国内の資金需要が縮小し、余剰資金が返済されたためにすぎない、と見るのが妥当である。より具体的には、特に資産市場の景気後退に伴って、それまで大量に海外から取り入れられていたインパクト・ローン用の借入や預金が、不要となって海外に返済された（具体的には、銀行本支店間の貸借の返済や、金融機関間の預金引揚）ものと推測される<sup>4)</sup>。

表3-4はインパクト・ローンの動向を示しているが、94年までのインパクト・ローンの収縮と、95年からのその反転を、鮮やかに物語っている。なお、インパクト・ローンは実行額が多くなると残高が増え、逆に実行額が減少すると残高も減少する。94年までの実行額の減少は、表3-3の「借入」返済や現預金の引揚の主要な内実を成すと同時に、表3-1の外貨建ておよび邦貨建て負債の減少（返済）をもたらしている（インパクト・ローンは外貨建てが原則だが、ユーロ円インパクト・ローンも巨額である）、と考えてよい。

---

4) 『経済白書』平成4（1992）年版も、1991年の短期資本（金融勘定の為銀部門を含む）の動向について、「短期資本収支は86年度以来続いた黒字が、一転して巨額の赤字となった。これは、本邦企業による短期のユーロ円インパクト・ローンの返済が主因である。同時に金融勘定は未曾有の資金流出となった。これは、外国為替公認銀行（外為部門）が流動性の高い対外負債を返済し、対外短期支払いポジションを好転させたことによる。」と述べている（65頁）。短期資金の返済は、従来の資産・負債両建てでの拡大路線（具体的には、いわゆる「短期借り・長期貸し」）の見直しを意味するが、白書は、これが銀行によるB I S規制への対応の結果でもある旨、付言している。

表3-4 インパクト・ローンの動向 (単位：最右欄以外は10億ドル)

年	短期インパクト・ローン		中長期インパクト・ローン		合 計	
	邦銀	外銀	邦銀	外銀	10億ドル	兆円
1990	2,076	192	76	3	2,347	340
91	1,418	116	104	2	1,640	221
92	976	103	80	1	1,160	147
93	913	116	75	1	1,105	122
94	933	72	103	1	1,109	113
95	1,345	88	120	1	1,554	146

・数値は実行額

(出典)『大蔵省国際金融局年報』各号の「インパクト・ローン等の取入れ」

要するに、94年までの銀行資金対外流出超過傾向は、内外金利差が主原因ではない。単に過去の「短期借り・長期貸し」的行動が、バブルの漸次的崩壊によって成立しなくなったために、銀行はいまや不要となった余剰短期資金を返済し、「短期返済・長期貸し」的行動に転じたに他ならない。前号で我々は、90年代の日本の国際収支について、概しては80年代の「短期借り・長期貸し」的スタイルから、「短期貸し・かつ長期貸し」的スタイルに転じたように見える、と述べたが、その実態は「短期返済・長期貸し」に他ならない。

なお、短期借りから短期返済への転換は、決して対外長期貸しの縮小だけによるのではない。むしろ、国内資産市場での運用が縮小したので、そこから排出されて海外に還流した部分が大きであろう<sup>5)</sup>。インパクト・ローンは国内で資金として用いられたことを想起しよう。

5) 『経済白書』平成5(1993)年版は、91,92年の金融勘定(そのうちが銀部門)の大幅な流出超過への転化を、第一に為銀が資産・負債両建ての為替ディーリングを減少させたこと、第二に非居住者が経常及び資本取引の決済のために、為銀負債を取り崩したことを、理由に挙げて説明している。(236-237頁)この点については、景気後退(特に資産市場)に伴って、国内利用者がインパクト・ローンを従来ほどは用いなくなった(→流出超過)ことを明示的に指摘すべきであろう。

## ② 証券投資

銀行の場合、資産としての証券は巨額でも（銀行の証券保有残高は、大体、貸付残高の3分の1から2分の1に及ぶ大きな額を占めている）、負債としての証券（銀行自らの発行する株式、債券）は相対的に僅少であるのが当然だが（後掲表3-5）、1991-94年の期間は、内外長期金利差が拡大していく中で、流入額が流出額を上回る（ネットでは流入超過）年度の方が多くなっている（表3-3）。巨額の証券保有残高に比べると、新規の対外投資は僅少であることを物語っている。

資産面だけを見ても、銀行の対外証券投資は、たしかに94年まで緩やかに増加はしているが（表3-3によると、91年0.2兆円、92年0.5兆円、93年1.7兆円、94年0.3兆円）、これをもって内外金利差の拡大が銀行の証券投資行動を規定しているとは言い難い。銀行の総資力に対して、対外証券投資の額があまりにも小さい。94年までの銀行による証券投資が金利差拡大に対して反応していたものであれば、資金過剰気味のこの時期において、①で見たような貸付返済や対内預金の流出という形ではなくて、資金を積極的に外国証券に投資したであろう。

実際は、この時期、日本全体で見ても、証券投資は円高の進行や資産市場の崩落によって、概してふるわず、90年、91年は流入超過、92年は3.3兆円と少し持ち直し、93年に7.7兆円と、久方ぶりに巨額の流出超過となるが、これも80年代後半と比べると、穏やかな数値である（85年の12.6兆円、86年の12.1兆円と比較しよう）。94年はふたたび2.3兆円とモデラートな数値になった。（後掲表3-6）<sup>6)</sup>

マンデル・フレミング理論にしても、それをマネタリズムに引き寄せて継承したドーンブッシュ理論にしても、結局は「金利差→資本移動→為替相場

6) 日本銀行国際収支統計研究会『入門国際収支』（東洋経済新報社、2000年、160頁）も90年代前半の対外証券投資について「取得超幅を縮小」と評している。賛成だが、その理由について「90年代前半は内外金利差の縮小や円高進行等を背景に」としているのは、やや問題である。長期金利差は「拡大」していたはずである。同書の叙述は、バブル膨張期に比べて、という意味であろう。

変動」という論理を基礎においているが、「金利差→資本移動」という因果関係は、なかなか実証しがたい。投資家としては、金利差があっても、その他にさまざまな要因があるために、為替相場の予想変化率（よく用いられる  $r=r'+x$  における  $x$ ）を量的に確定しがたく、そのために金利差が示唆する対外投資をためらうのである。

#### (4) 1995年以降

95年以降、内外短期金利差は、おおむね拡大し続けたが、98、99年には縮小気味であった。長期金利も同様におおむね金利差拡大傾向にあったが、97年から99年にかけては、逆に縮小気味であった（国債利回りをとると、対米では97年拡大、98年縮小、99年拡大、対英では97、98、99年ともに縮小<sup>7)</sup>。この状況下で銀行の対外資産運用はどのような動向を示したであろうか。

#### ① 貸付・借入と現・預金

銀行資産残高の内訳は、上にも一言したように、1995年から公表され始めた（表3-5）。95年以降については、この表3-5と、先の表3-3を均等ににらみながら、銀行資産・負債の動向を観察する<sup>8)</sup>。

7) 90年代後半の内外長短期金利の動向は下表の通りである。長短期金利の内容は、脚注3)と同じ。

年	日本		アメリカ		イギリス	
	短期	長期	短期	長期	短期	長期
1995	1.16%	3.19%	5.84%	6.58%	6.50%	8.26%
96	0.41	2.76	5.30	6.44	6.00	8.10
97	0.43	1.91	5.46	6.35	7.19	7.09
98	0.36	1.97	5.35	5.26	6.13	5.45
99	0.04	1.64	4.97	5.64	3.38	4.70

日本銀行『金融経済統計月報』2002年2月、241-242頁。また前号 図2-6参照)

8) 表3-5は、ストック数値であるが、ここからフロー数値を導き出した場合、国際収支表の「投資収支」表のフロー数値との間に大きな懸隔があり、考察に当た

表3-5 銀行の対外資産負債残高主要項目の推移 (単位:1,000億円)

年	貸付・借入			現預金			証券投資			合計		
	資産	負債	差引	資産	負債	差引	資産	負債	差引	資産	負債	差引
1995	688	518	170	194	226	-32	215	33	182	1,097	777	320
96	689	536	153	149	254	-105	239	46	193	1,077	836	241
97	874	651	223	166	233	-67	286	36	250	1,326	920	406
98	816	630	186	90	147	-57	249	32	217	1,155	809	346
99	496	451	45	95	75	20	265	50	215	856	576	280
2000	439	507	-68	134	97	37	351	47	304	924	651	273

(出典) 日本銀行『国際収支統計月報』1999年4月号, 2002年4月号

・「(本邦)対外資産負債残高」表より抜粋。表の97年までの貸付・借入及び証券投資の数値は1999年4月号から, 98年以降の数値は2002年4月号からとっているが, 特に貸付・借入については, 両号の数値の開きが甚だしい。集計上の変更があるものと思われる。

さて, 残高内訳公表開始年の95年を例にとると, 日本全体の「『直接投資(約25兆円)および外貨準備(約19兆円)』を除く対外投資」(つまり, 証券投資と「その他投資」の合計)は約271兆円, そのうち銀行部門の資産は約115兆円(42%)である。(表3-5は, このうち主要3項目のみを抽出したもの。)

銀行資産の中で最も額の多いのは短期・長期の貸付であって, 総額約69兆円, 銀行総資産の約60%を占める。ついで「証券投資」約20兆円(17%強:銀行の証券投資の90%は債券投資), 「現・預金」約19兆円(17%弱), が続く。上記3つのカテゴリーで, 銀行資産全体の94%を占める<sup>9)</sup>。

って, 困惑を覚える。たとえば表3-5, 1998年の貸付資産残高値から1997年の残高値を差し引いた数値は-58,000億円, すなわち5兆8,000億円の資産減少(流入)であるが, 表3-3, 1998年のフローでは貸付資産はわずかに4,000億円の流入を示しているにすぎない。両統計の項目の建て方は異なっていないし, 期間の対応も上記のように行うかぎり, 誤りはないはずである。食い違いの原因は不明だが, おそらく一つの理由は為替相場の変動による, 残高値の評価変更であろう。また, 項目のカヴァレッジが異なっている可能性がある。

9) なお, 1990年から, 従来, 「証券投資」に含まれていた「金融派生商品」(デリバティブズ)の計上方式を改め, かつ項目的にも分立させたので, 「証券投資」や「その他投資」と肩を並べる独立項目となった。ただ, フローにおける金融派生

表3-6 1990年代の資本収支内訳 (単位:1,000億円)

年	経常 収支	資 本 収 支					その他 資本収支
		投 資 収 支			証券投資	その他投資	
		直接投資					
1990	64	-48	-47	-70	11	11	-1
91	91	-92	-91	-40	60	-110	-1
92	142	-129	-127	-18	-33	-75	-1
93	146	-117	-115	-15	-77	-22	-1
94	133	-89	-88	-17	-23	-46	-1
95	103	-62	-60	-21	-30	-8	-2
96	71	-33	-29	-25	-45	40	-3
97	114	-148	-143	-27	37	-153	-4
98	157	-173	-154	-27	-59	-67	-19
99	121	-53	-34	-11	-24	1	-19

(出典) 日本銀行『金融経済統計月報』2002年2月号, および同『経済統計年報』1997年の「国際収支:総括表」

さて、95年以降の上記3カテゴリー資産・負債の動向はどうであろうか。ここで資本収支の内訳に焦点を当てて、90年代の日本全体の国際収支をあらためて見ておくことにしよう。(表3-6)

景気は1990年(実質GDP5.5%)以降、下降過程に入り、実質GDPは91年2.9%、92年0.4%、93年0.5%と急低下したが、94年0.7%、95年2.4%、96年3.2%と持ち直しつつあった。景気上昇に伴って輸入が順調に拡大し、経常収支の黒字幅は94年、95年、96年と、連年縮小した。資本輸出のための基礎圧力は、それだけ減じたことになる。

他方、景気の回復に伴って、95年以降、対外直接投資も証券投資も緩やかな増加傾向に転じ(表3-6)、上記の経常収支黒字幅縮小とあいまって、銀行部門(の「その他投資」)への資本輸出圧力は弱まった。銀行部門の資産・負債は、この意味では縮小しても不思議ではなかった。

商品の数値は証券投資に匹敵するほどの大きさであるが、資産・負債が、同時・両建的に動く度合いが大なので、ストック数値としては、比重が小さい。

しかし、95年9月に大和銀行ニューヨーク支店の不正事件発覚により、国際金融市場でジャパン・プレミアムが拡大し、これに対処するために邦銀本店が海外支店に送金を強化したことを主たる原因として、95年は14兆円に上る対外「貸付」が行われ(表3-3)、銀行の対外資産は経常収支の動きと相反する拡大を示した。96年には、この資金が環流したために、銀行部門の貸付回収(ただし、この点は表3-3による。表3-5ではほぼ不変)と対外預金の引揚が進んだ(表3-3, 表3-5)<sup>10)</sup>。97年は三洋証券、山一証券、北海道拓殖銀行、徳陽シティ銀行の破綻で、再びジャパン・プレミアムが生じ、15兆円強の対外貸付が行われた(表3-3, 表3-5)。

98年は、この流出分が前半に還流し、後半には「長銀」破綻で再び流出するという展開となり、年全体では流入気味となった(先に指摘したように、表3-3と表3-5では数値が大いに違うが、流入気味という結論は同じになる)。99年の動向は、邦銀による中長期的な海外資産・負債圧縮努力の結果であろう<sup>11)</sup>。

90年代の銀行対外貸付・借入(および預金授受)活動を概観して気づくことは、90年以降の日本経済の停滞傾向が銀行部門に反映していること、銀行がバブル期に拡大した対外資産・負債を圧縮する動きがディケードを通じて看取されることである。1990年における銀行対外資産121兆円の全国(国内)銀行「銀行勘定」総資産728兆円に対する割合は16.6%、銀行「対外負債」128兆円の(全国)銀行「銀行勘定」総資産に対する割合は17.6%だった。2000年における同じ数値は、それぞれ11.1%(84兆円対759兆円)、8.0%(61兆円対759兆円)となっている<sup>12)</sup>。

10) 11) 日本銀行国際収支統計研究会『入門国際収支』(東洋経済新報社、2000年10月)169頁。同書は、ここでは「その他投資」全体(銀行部門だけでない)を観察しているもので、説明は少し異なる。

12) 表3-1、日本銀行『国際収支統計月報』2002年4月号75頁、および、日本銀行『経済統計年報』平成4年69頁、同『金融経済統計月報』2002年7月号105頁。ただし、日本銀行の集計が「全国銀行」から「国内銀行」に変わり、また相当数の統廃合があったので、統計の連続性は十分ではない。しかし、おおよその比較のためには、支障は全くない。

表面的には、先に時期区分したように、95年から97年にかけて、94年までおよび98-99年と異なる動きがあるように見えた。しかし、この波動は、趨勢的もしくは循環的根拠のある反転というよりは、緊急事態に対処するために銀行が採った緊急避難措置の結果に他ならない。バブル期の調整が、他の要因（B I S規制や不況による不良債権の再生産）とからみあって、銀行の対外活動を長きにわたって縮小させているのである。

このように、95年と97年の銀行の対外投資（貸付と預金設定）の拡大は、金融危機に対応するものであり、およそ金利差拡大などによるものではなかった。

98年（貸付・預金相当回収&借入・預金負債相当返済）におけるネットでの流入超過は、結局、前年の大流出の還流に他ならず、金利差のわずかばかりの縮小によるものではない。金利差の絶対値は依然として非常に大きい。

99年（貸付大回収・預金小増加&借入・預金負債相当返済）もネットでは流入超過になっている。たしかに金利差は縮小気味だった。しかし、内容は既往貸付の回収である。金利に敏感に反応するはずの対内投資は、逆に大幅流出超過になっている。

つまり、98年、99年ともに、内外金利差とは殆ど何の関係もない資金流入入であった。

## ②証券投資

95年以降の証券投資については、97年までは90年代前半と同様、概して小幅の流入超過で推移していたが、表3-3では98年、99年に顕著な流出超過が見られる。この2年は金利差が縮小傾向にある時期だったことを想起しよう。

ところが、表3-5では両年ともに流入超過になっている。表3-5の脚注で示した統計の不連続性を考慮して、新しい号の数値を97年に対して適用しても、この食い違いは説明が出来ない。

最終判断は留保するほかないが、95年まではフロー値のみで判断したので、



さしあたり95年以降も表3-3に依拠するとすれば、98、99年は金利差縮小下の対外証券投資大増加ということになる<sup>13)</sup>。

『国際収支統計月報』2002年3月号によると、銀行部門は98年には短期債を2.5兆円買い越し、中長期債を0.7兆円売り越し、99年には短期債をふたたび2.5兆円買い越し、中長期債も2.8兆円買い越している。上記「日本銀行国際収支統計研究会」は、98、99年における日本の対外債券投資全体に関して、ケイマン等で設立した海外SPC発行のサムライCP購入やユーロ円建の他社株転換可能債、日経平均連動債等の購入を指摘しているが、銀行部門にもこのことがあてはまるのであろう。いずれにせよ、本稿としては、金利差縮小傾向下の証券投資増加であったことを指摘すれば足りる。

#### (5) 結 び

90年代における銀行の対外資産運用と内外金利差の相関関係の有無を検討してきたが、答えは「相関関係無し」であった。

内外金利差は、短期金利については93年末まで逆に日本が高く、その後逆転して海外の方が高くなる傾向が続いた。短期金利との関係が深い銀行の貸付および預金については、93年までは、金利が高くなった日本から、返済という形で流出が優勢であった。その後、海外金利の方が高くなる過程で95、97年に貸付の大増加が見られたが、これは金利差によるものではなく、日本金融機関の不祥事に基づく緊急救援措置であった。98、99年の金利差縮小下の流入超過も、97年大流出の後始末と邦銀の中長期的な資産・負債圧縮努力によるものであった。

長期金利と関連の深い証券投資についてみると、1997年までは概して動き

13) 日本銀行国際収支統計研究会『入門国際収支』は同書164頁の「図表6-32」(機関投資家別対外投資の推移)で、中長期債に関する銀行部門の数値を示しているが、これは、表3-3の基になっている『国際収支統計月報』の銀行部門中長期債の取引高数値に合致しており、銀行部門は98年には中長期債を多少売りこし、99年には大幅に買いこしていることになる。とすれば、表3-3の信憑性はかなり高い。

が非常に小規模であり、90年代としては、わずかに98、99年に相当額の流出が見られたが、98年、99年はいずれかと言えば金利差縮小期であった。

90年代銀行対外投資に関する基礎的な流れは、80年代に拡大しすぎた資産負債両面の縮小が、金利差拡大傾向の下で敢行された、ということに他ならない。

(いちのせ・あつし／経済学部教授／2002年8月6日受理)

## Capital Movements between the U. S. and Japan in the 1990s (2)

### —Chapter 3 Capital Exports by Japanese Banks—

Atsushi ICHINOSE

In this issue, we will discuss the correlation between external investments by Japanese banks and differentials of internal and external interest rates. The main assets and liabilities held by banks are lendings, cash and deposits, and securities investments.

First let us examine the lendings: setting the period from 1995 to 1997 aside, surpluses of inflow (collecting of debts) over outflow was dominant on the asset side, whereas excess outflow (repayment of debts) was remarkable on the liability side. As a result, the swelling of both the asset and liability sides during the Bubble period was rectified. The years from 1995 to 1997 appear to be a turning point at first. It was, however, nothing but the outcome of emergency lendings which head offices of Japanese banks gave their overseas branches in order to deal with the problem of the so-called Japan premium in international financial markets caused by some scandals of Japanese financial institutions.

Secondly with regard to cash and deposits, decrease of liabilities (withdrawal of deposits by non-residents → surplus of outflow over inflow) was remarkable apart from the period 1995-97, whereas, on the asset side, outflow (depositing with overseas banks) and inflow (collecting deposits from overseas banks) offset each other, the total result of which was a dominant surplus outflow. In the period 1995-97, a decline in assets was outstanding in the form of collecting overseas deposits, but this can be regarded as the return current of the above emergency lendings. Taking a general view of the decade, surplus outflow (in the form of reducing liabilities) was entirely dominant in regard to cash and deposits.

Though short-term interest rate differentials between Japan and the U. S.-U. K. followed a shrinking—enlarging—shrinking cycle throughout the decade,

no correlation between the cycle and international capital movements handled by Japanese banks can be observed.

Thirdly, long-term interest rate differentials showed an enlarging trend up to 1997, whereas they shrank a little in the period 1997-99. During the differentials-enlarging period, securities investments by banks continued mildly. But the sums invested each year were too small to judge the correlation between the interest rate differentials and the securities investments. It would be worth noting that a remarkable outflow (investments abroad) can be seen in the differentials-shrinking period 1998-99.

Various forms of investment abroad by Japanese banks were not determined by interest rate differentials, but rather by the pressure of non-performing loans and BIS regulations, both of which made it indispensable for banks to reduce their assets abroad.