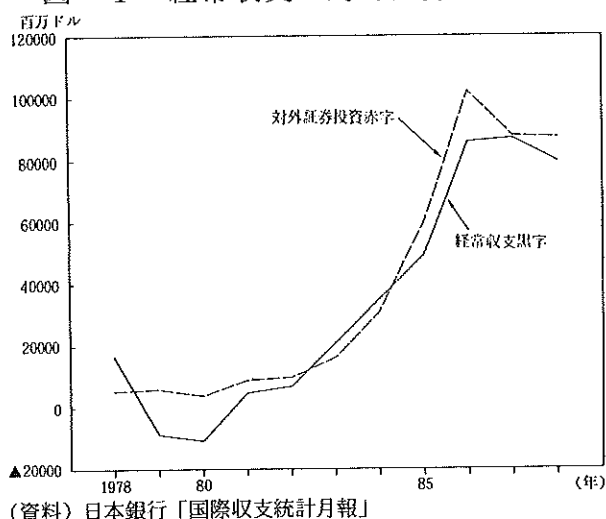


最近の我が国の対外証券投資について

1. 初めに

1980年代に入り米国の景気拡大を中心として外需が増大するのに伴い我が国の経常収支黒字が増加する一方で、それに見合った資本収支の赤字が増加している。とりわけ対外証券投資は著しく増加しており、対外証券投資が海外への資金還流を図る上でパイプ的役割を果たしていると考えられる。この点は経常収支と対外証券投資の推移をみることにより確認できる。我が国の経常収支の推移をみると1981年（以下歴年）から黒字に転じた後、1987年に史上最高の870億ドルの黒字を計上するまで増加を続け、1988年には若干減少したものの依然として794億ドルという巨額の黒字が発生している。一方、対外証券投資の推移をみると、証券投資の赤字（本邦資本の流出を意味する）は1981年から増加に転じた後1986年には1,020億ドルの巨額に上るまで増加

図一 経常収支と対外証券投資の推移



した。1987年には878億ドルに減少したものの、1988年は横這いの871億ドルの赤字となった（図一）。尚、長期資本収支は本邦資本（資産）と外国資本（負債）に分かれ、長期資本収支赤字の大半は本邦資本の赤字が占めている。本邦資本は直接投資、延払信用、借款、証券投資、その他に分類され、本邦資本の赤字の大宗は証券投資に負うところが大きい。

こうした中で、1985年以降続いた円高ドル安の進展や日米金利の低下など対外証券投資を巡る環境は1988年以降徐々に変化をみせている。すなわち、円の対ドルレートは若干の上下動はあるものの125-135円/ドルのレンジ内で安定した推移となっており、また米国金利はインフレ懸念（物価上昇圧力）による金融引き締めをうけて短期金利を中心に上昇している。今回のレポートではこのような環境変化のもと最近の我が国の対外証券投資の動きを整理してみたい。

2. 最近の対外証券投資の動向

（証券タイプ別の動向）

対外証券投資全体に占める株式、債券（外貨建債券、以下債券と略す）、円建外債等のシェアの推移をみると、ここ10年で対外証券投資に大きな構造変化が生じていた

ことが示される。日本銀行の発表する国際収支統計によれば、対外債券投資の取得超は急拡大し、対外証券投資純増額に占める割合は1978年の36%から1988年には98%を占めるようになった。一方、円建外債等のシェアは1978年の62%から1988年にはマイナス2%にまで落ち込んだ。また、株式は1987年に世界的な株価上昇をうけた形で19%と突出した以外は余り大きなシェアの変化をみせていない（表-1）。こうした構造変化は、後にみるように比較的市場規模の大きい米国債市場を中心に債券投資が拡大する一方で、金利低下などをうけて円建外債の事前償還が相次いだ結果とみられる。

表-1 対外証券投資の推移（実額ベースとその構成比）

(暦年ベース)	(百万ドル)				(%)			
	証券投資	株 式	債 券	円建外債等	年	株 式	債 券	円建外債等
1978年	5,300	124	1,897	3,279	1978	2.34	35.79	61.87
1979	5,865	575	3,385	1,905	1979	9.80	57.72	32.48
1980	3,753	▲ 213	2,996	970	1980	▲ 5.68	79.83	25.85
1981	8,777	240	5,810	2,727	1981	2.73	66.20	31.07
1982	9,743	151	6,076	3,516	1982	1.55	62.36	36.09
1983	16,024	661	12,505	2,858	1983	4.13	78.04	17.84
1984	30,795	51	26,773	3,971	1984	0.17	86.94	12.89
1985	59,773	995	53,479	5,299	1985	1.66	89.47	8.87
1986	101,977	7,048	93,024	1,905	1986	6.91	91.22	1.87
1987	87,757	16,874	72,885	▲ 2,002	1987	19.23	83.05	▲ 2.28
1988	87,135	2,993	85,812	▲ 1,670	1988	3.43	98.48	▲ 1.92
1983/ 1-3 月期	3,175	▲ 147	2,360	962	1983/ 1-3	▲ 4.63	74.33	30.30
4-6	3,345	119	2,525	701	4-6	3.56	75.49	20.96
7-9	4,369	295	3,383	691	7-9	6.75	77.43	15.82
10-12	5,135	394	4,237	504	10-12	7.67	82.51	9.81
1984/ 1-3	3,865	▲ 4	3,541	328	1984/ 1-3	▲ 0.10	91.62	8.49
4-6	6,572	23	5,653	896	4-6	0.35	86.02	13.63
7-9	6,814	▲ 154	5,819	1,149	7-9	▲ 2.26	85.40	16.86
10-12	13,544	186	11,760	1,598	10-12	1.37	86.83	11.80
1985/ 1-3	8,344	79	7,247	1,018	1985/ 1-3	0.95	86.85	12.20
4-6	15,931	470	14,003	1,458	4-6	2.95	87.90	9.15
7-9	17,078	96	15,540	1,442	7-9	0.56	90.99	8.44
10-12	18,420	350	16,689	1,381	10-12	1.90	90.60	7.50
1986/ 1-3	19,594	832	17,261	1,501	1986/ 1-3	4.25	88.09	7.66
4-6	26,590	1,457	24,804	329	4-6	5.48	93.28	1.24
7-9	28,646	2,008	26,351	287	7-9	7.01	91.99	1.00
10-12	27,147	2,751	24,608	▲ 212	10-12	10.13	90.65	▲ 0.78
1987/ 1-3	27,716	4,539	23,202	▲ 22	1987/ 1-3	16.38	83.71	▲ 0.09
4-6	30,609	5,480	25,295	▲ 166	4-6	17.90	82.64	▲ 0.54
7-9	19,129	3,512	17,096	▲ 1,479	7-9	18.36	89.37	▲ 7.73
10-12	10,303	3,343	7,292	▲ 332	10-12	32.45	70.78	▲ 3.22
1988/ 1-3	11,867	▲ 566	13,170	▲ 737	1988/ 1-3	▲ 4.77	110.98	▲ 6.21
4-6	25,944	▲ 125	26,922	▲ 853	4-6	▲ 0.48	103.77	▲ 3.29
7-9	27,149	1,741	25,838	▲ 430	7-9	6.41	95.17	▲ 1.58
10-12	22,175	1,943	19,882	350	10-12	8.76	89.66	1.58

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」(長期資本収支—本邦資本—)

次に個々の証券タイプ別純増額の動向をみてみる。

株式投資は1984年まで数億ドルの純増額であったが、米国を中心とした世界的な株価の上昇をうけて、1986年に70億ドル、1987年に169億ドルと急増した。しかし、1987年10月のブラック・マンデーによる影響で、1988年には30億ドルと前年の約5分の1に縮小した。四半期別の推移をみると、1988年1－3月期、4－6月期はブラック・マンデーによる影響で株価が低迷していたことから売り越しとなったものの、徐々に株価が回復していることをうけて7－9月期以降増加を示している。

債券投資は1983年から急増し始め、1986年には史上最高の930億ドルを記録した。これは国内に比して相対的に高い金利を求めて、米国を中心とした外国債投資が活発となったことが主因とみられる。また、1984年以降の金利低下に伴いキャピタル・ゲインの発生を狙った投資が増えていることも要因の一つといえよう。四半期別にみると1984年10－12月期より対外債券投資は本格化したものの、米金利が上昇したことをうけて1987年7－9月期、10－12月期と急激に減少していた。その後1988年に入って徐々に回復している。

円建外債等は1985年に53億ドルの資本流出となりピークをつけた後、金利低下に伴う事前償還が相次ぎ1987年にマイナス（償還超）に転じた。1988年もほぼ横這いの17億ドルの償還超となった。四半期別の推移をみると、1986年10－12月期を始点として償還の急増が生じて1987年7－9月期まで償還超が続いた。こうした動きは、金利低下による事前償還の急増に加えて、円建外債起債に際しての手続き等の制度上の問題もあり、またユーロ円債が円建外債よりも相対的に低い金利コストであることなどから、償還のリファイナンスがユーロ円債へシフトした結果とみられる。

以上にみたように、債券投資の急増をうけて対外証券投資の大宗は円建外債から債券投資に移行しており、以下では対外債券投資の動向を詳しくみることにする。

3. 最近の対外債券投資の特徴

（投資家別動向）

初めに、対外債券投資に占める投資家別のシェアをみてみたい。

日本証券業協会の発表する外貨証券投資家別債券取得処分状況（国内店頭取引）の純増（取得－処分）部分でみると、1983年においては、事業法人などを含むその他が51%と最大の投資家となっており、以下生命保険が26%で2位に続き、銀行（11%）、損害保険（7%）、信託銀行（4%）、投資信託（1%）の順となっていた。しかしながら1988年には、生命保険が25%で1位となる一方、銀行がほぼ同規模の23%で2位となり、その他（21%）、投資信託（18%）、信託銀行（11%）となっており順位及びシェアは大きく変化している（表－2）。

表-2 対外債券投資-投資家別構成比(純増ベース)

(%)

	銀行	信託銀行	証券会社	生命保険	損害保険	投資信託	その他	合計
1983年	10.63	4.26	0.50	26.42	7.07	0.49	50.64	100.00
1984	9.87	8.28	0.65	18.89	5.06	8.78	48.46	100.00
1985	15.13	22.16	0.00	12.43	2.24	7.02	41.02	100.00
1986	12.54	25.84	0.39	19.29	3.11	17.56	21.27	100.00
1987	25.83	10.09	▲ 0.09	20.08	3.87	17.99	22.25	100.00
1988	22.76	10.58	▲ 0.45	25.01	2.98	18.19	20.94	100.00

(資料) 日本証券業協会「証券業報」『外貨証券投資家別取得処分状況-国内店頭取引-』
(純増)=(取得)-(処分)

特徴的な動きとしては、その他が大きくシェアを低下させた一方で投資信託、銀行が20%近辺のシェアに拡大したことがあげられる。また生命保険が1985年までシェアを低下させた後再び拡大し、1988年には25%と1983年に次いで大きなものとなっていることも留意される点といえよう。

さて次に、投資家別の対外債券投資と後半部分でも触れる対外債券投資の変動要因(①資金余剰②内外金利格差③キャピタル・ゲイン期待④為替予想)との単相関についてみたものが表-3である。

資金余剰との相関係数が最も高いのは生命保険であるものの、各機関ともに総じて高い相関係数となっている。内外金利格差相関係数はいずれも低く、ほぼ無相関といえよう。一方、キャピタル・ゲイン期待と相関係数が最も高いのは損害保険であり、それ以外は相対的に低い係数となっている。また為替については生命保険と損害保険の相関係数が高いものの、その他の機関は相対的に低くなっている。

表-3 投資家別外国有価証券純増に対する要因別単相関表

	都市銀行	地方銀行	信託銀行	長信銀	生命保険	損害保険
資金余剰	0.797	0.833	0.857	0.768	0.938	0.899
内外金利格差	0.049	0.043	0.125	0.014	▲ 0.026	▲ 0.570
キャピタル・ゲイン	0.553	0.572	0.523	0.562	0.648	0.958
為替	▲ 0.551	▲ 0.580	▲ 0.561	▲ 0.524	▲ 0.878	▲ 0.823

代理変数は以下の通り

金余り→マーシャルのK

内外金利格差→米国30年債流通利回り-日本最長期国債流通利回り

キャピタル・ゲイン→翌期の米国30年債流通利回り

為替→翌期の為替レート

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(市場別動向)

さて次に、債券投資の推移を市場別のシェアで見ると以下の通りとなる。

同じ日本証券業協会の発表している外貨証券市場別取得処分状況（国内店頭取引）の純増（取得－処分）部分を見ると、1983年においてアメリカが47%で1位、以下ルクセンブルグ（19%）、カナダ（10%）、イギリス（8%）、オーストラリア（5%）、その他（5%）となっていた。1988年にはアメリカが57%で1位、ルクセンブルグ（21%）が続き、イギリス（8%）、ドイツ（3%）、カナダ（3%）となっており、カナダがシェアを10%低下させた部分をアメリカが吸収した格好となっている（表－4）。

表－4 対外債券投資－市場別構成比（純増ベース）

(%)

	アメリカ	イギリス	ドイツ	ルクセンブルグ	オーストラリア	カナダ	その他	合計
1983年	46.98	7.77	1.71	18.93	5.30	14.85	4.47	100.00
1984	51.61	5.59	0.16	20.60	5.50	13.35	7.85	100.00
1985	67.50	4.92	▲ 0.11	18.44	1.76	4.16	3.33	100.00
1986	56.90	6.50	0.70	24.05	0.34	7.38	4.14	100.00
1987	52.81	6.11	3.87	26.24	2.63	2.00	6.34	100.00
1988	57.00	7.97	3.13	20.79	2.17	2.69	6.26	100.00

(資料) 日本証券業協会「証券業報」『外国証券市場別取得処分状況－外国取引（証券会社経由分）－』
(純増)＝(取得)－(処分)

特徴としては、アメリカが50%以上のシェアを占めており、1985年以降の円高・ドル安局面で、一時的にシェアを低下させたものの1988年には再び拡大していることから、市場シフトには限界があるものとみられる。これは、為替変動リスクが高いとはいえ、アメリカが他の市場に比して新規国債発行額、国債発行残高が大きく、市場における売買量も多いことから、流通性に富む市場として投資家の選好が依然強いとみられることが理由として考えられる。またルクセンブルグはユーロドル債投資が大半とされており、この点においても投資家のドル指向は強いといえよう。

(運用期間)

次に運用期間についてみると、1984年以降急速に短期化が進んでいる。運用期間を売買回転率の推移で見ると、1984年の1.3回／年から、1985年4.7回／年、1986年13.1回／年と急速に高まった。1987年に入り金利上昇懸念から売買額が横這ったために、回転率は8.6回／年、1988年には7.2回／年と低下しているものの依然高めの水準にある。こうした売買回転率の上昇は、1984年以降の金利低下（債券価格上昇）をうけて債券投資を中心としたキャピタル・ゲイン狙いの売買が繰り返されたためとみ

られる。また四半期別の推移をみると1987年10-12月期にブラック・マンデーの影響をうけて売買高が縮小したため5.7回/年と低下した後、金利低下（債券価格上昇）期待から再び上昇に転じて1988年7-9月期に8.9回/年となっており、売買回転率は高めの水準にあるといえよう（表-5）。こうしたことから運用期間の短期化は依然続いているとみられる。

また投資家別の売買回転率を代替するものとして投資家別の売買高のシェアの推移をみると、以下の事実が指摘できよう（表-6、表-7）。

- 1) 事業法人を中心とするその他は1984年の74.1%から1988年には39.9%に大きくシェアを低下させている。
- 2) 信託銀行は1984年にわずか2.8%のシェアであったものが1988年には24.8%にまで急拡大している。
- 3) 銀行は1984年の2.9%から1987年には14.5%まで拡大したものの、1988年には9.0%に縮小している。
- 4) 生命保険は1986年までシェアを低下させていたものの、1987年に拡大に転じ、1988年には21.4%に拡大した。

また運用期間の短期化が進む中で、各機関投資家の債券保有意欲は低下している。対外債券投資純増額を売買高合計で除した比率が債券保有意欲を表すとみなすと、全体では1984年に33.8であったものの1986年には15.9に低下しており、1988年まで横這いの推移となっている。既に述べたように売買高が急増する中でこうした推移は、投資家のキャピタル・ゲイン狙いの投資意欲増大を如実に示すものとみなされる。投資家別にみると、銀行とその他を除いては保有意欲がかなり減退している事実が指摘できよう。中でも、信託銀行、生損保、投資信託、証券会社の落ち込みぶりが激しいといえよう。一方、銀行は1986年まで大きく減退したものの、1987年、1988年と急激な回復をみせている（表-7）。

こうした事実から運用期間の短期化は、事業法人を中心としたその他、信託銀行、銀行、生命保険が大きな役割を占めていたものと考えられる。

(注) 1985年9月以降円高が加速されていた中で、機関投資家は対外債券投資を増加させていた。円換算した場合に巨額の換算損が発生するにもかかわらず対外債券投資が増加していたことについては次のように考えるのが自然であろう。すなわち、投資家のほとんどは1985年を始点とする円高は一時的な行き過ぎた現象とみて、行き過ぎの反動により為替レートは再び円安に向かうと予想していた。そのため、対外債券投資は円高が進む中で増加傾向が続いていたものとみられる。しかしながら、1987年に入りそうした反動を期待することは現実的ではないとの見方が投資家に広がり、対外債券投資にブレーキがかかったとみられる。

以上の説明は円-ドル型投資について当てはまるが、ドル-ドル型投資は次のように考えるとよかろう。すなわち、ドル-ドル型投資については為替リスクを考慮する必要はなく、1985年頃よりの米国金利低下によるキャピタル・ゲイン期待が高まったことをうけてドル-ドル型対外債券投資が増加した。1987年に入り米金利が横這い及び上昇に転じたため、ドル-ドル型の対外債券投資にもブレーキがかかったとみるべきであろう。

表-5 売買回転率の推移

(百万ドル、回/年)

	株式売買高	債券売買高	円建外債 売 買 高	証券投資 売買高合計	対外証券 投資残高	売買回転率
1979年	1,935	12,555	2,107	16,597	15,604	1.1
1980	2,657	25,786	1,260	29,703	20,221	1.5
1981	1,634	12,992	3,021	17,647	26,489	0.7
1982	2,101	27,884	3,898	33,883	35,804	0.9
1983	3,551	33,305	4,370	41,226	48,093	0.9
1984	3,089	85,923	5,555	94,567	71,847	1.3
1985	9,973	529,197	6,853	546,023	116,663	4.7
1986	34,786	2,600,954	7,283	264,023	201,841	13.1
1987	124,998	2,474,773	10,090	2,609,861	301,812	8.6
1988	150,127	2,642,310	13,688	2,806,125	389,258	7.2
1987/ 1-3 月期	23,311	732,948	2,435	758,244	271,791	11.2
4-6	25,074	658,465	2,738	686,277	300,954	9.1
7-9	40,252	633,938	2,205	676,395	325,823	8.3
10-12	36,361	449,872	2,712	488,945	340,539	5.7
1988/ 1-3	38,368	650,924	3,625	692,917	351,624	7.9
4-6	41,161	775,664	3,463	820,288	370,529	8.9
7-9	48,591	641,102	3,426	693,125	397,076	7.0
10-12	22,007	574,614	3,174	599,795	421,738	5.7

(資料) 大蔵省「対外資産負債残高表」

日本銀行「国際収支統計月報」「長期資本収支-本邦資本-」

(注) 売買高は取得と処分を合計したもの

対外証券投資残高は「大蔵省対外資産負債残高表」より推計

当期の対外証券投資残高=(前期末の対外証券投資残高+当期末の対外証券投資残高)÷2

売買回転率=売買高÷対外証券投資残高

表-6 投資家別売買高の推移

(千米ドル)

	銀行	信託銀行	証券会社	生命保険	損害保険	投資信託	その他	合計
1983年	1,318,960	867,973	170,058	5,667,562	864,280	57,215	13,651,542	22,597,590
1984	2,861,766	2,551,661	612,644	9,416,285	1,446,916	1,934,155	35,628,032	54,451,459
1985	13,934,396	25,449,877	1,529,063	26,038,430	1,929,552	3,777,286	103,415,757	176,074,361
1986	64,392,714	94,078,290	2,689,117	53,153,965	5,461,606	15,605,834	197,933,257	433,314,783
1987	74,600,727	91,477,787	3,269,176	79,112,953	7,931,207	23,439,923	197,766,194	477,597,967
1988	33,447,695	123,950,750	2,687,192	126,703,838	8,280,362	25,593,434	155,476,262	476,139,533

(資料) 日本証券業協会「証券業報」「外貨証券投資家別取得処分状況-国内店頭取引-」

(注) 売買高は取得と処分を合計したもの

表-7 投資家別売買高の構成比の推移

(%)

	銀行	信託銀行	証券会社	生命保険	損害保険	投資信託	その他	合計
1983年	5.8	3.8	0.8	25.1	3.8	0.3	60.4	100.0
1984	5.3	4.7	1.1	17.3	2.7	3.6	65.4	100.0
1985	7.9	14.5	0.9	14.8	1.1	2.1	58.7	100.0
1986	14.9	21.7	0.6	12.3	1.3	3.6	45.7	100.0
1987	15.6	19.2	0.7	16.6	1.7	4.9	41.4	100.0
1988	7.0	26.0	0.6	26.6	1.7	5.4	32.7	100.0

(資料) 表-6に同じ

表－8 投資家別債券保有意欲の推移

	銀 行	信託銀行	証券会社	生命保険	損害保険	投資信託	そ の 他	合 計
1983年	74.7	45.5	27.1	43.2	75.8	79.4	34.4	41.0
1984	63.5	59.8	19.5	36.9	64.4	83.6	25.0	33.8
1985	42.2	33.8	0.0	18.5	45.0	72.2	15.4	22.1
1986	13.5	19.0	9.9	25.1	39.4	77.8	7.4	15.9
1987	25.2	8.0	▲ 2.1	18.5	35.6	56.0	8.2	15.3
1988	50.3	6.3	▲12.4	14.6	26.6	52.6	10.0	15.5

(資料) 表－6に同じ

(注) 純増額を売買高で除して100倍したものを保有意欲を示す指数とみなす

4. 対外債券投資の変動要因

これまで対外債券投資の特徴を中心にみてきたが、次にそうした対外債券投資を変動させる要因についてみてみたい。

一般に対外債券投資の変動を説明する要因としては、①資金余剰②為替③内外金利格差④キャピタル・ゲイン期待⑤資本流出規制の緩和、などが挙げられている。以下それぞれについて簡単にまとめてみた後、それらを説明変数として対外債券投資を推計してみることにする。

①資金余剰

第二次オイルショック以降企業の資金借入需要は停滞しており、形態も間接金融から株式市場での増資やユーロ債などの起債を中心とした直接金融が主流となってきている。その一方で1980年以降に巨額の経常黒字を計上したものの、行き先を失った資金が国内に比し相対的に高金利である海外の国債購入、すなわち対外債券投資という形で海外へ流出する傾向が強まったと考えられる。

今回は代理変数としてマーシャルのKを用いている。

マーシャルのKが増加（減少）すれば対外債券投資の増加（減少）に寄与するものとみられ、推計式における符号はプラスになるものと考えられる。

②為替

為替が先行き円安に向かうと予想される場合に、債券購入時の為替レートを有利にするためや、既に保有している債券に為替差益の発生が見込まれることなどから、対外債券投資意欲が高まると説明されている。

本来、この要因については為替レートの当期と翌期の差を代理変数として用いるべきところであるが、推計の結果は統計上有意でないものとなっており、その代替としてここでは投資家が翌期の為替レートを予見して投資決定をしたものとみなして翌期の為替レートを代理変数として用いることとした。

為替レートが円安（円高）になれば対外債券投資は増加（減少）する方向に寄与す

るものと考えられるため、推計式の符号はプラスとなるものとみられる。

但し、この説明は円・ドル型投資には説得力を持つものの、為替リスクを持たないドル・ドル型投資にはあてはまらないと思われる。

③内外金利格差

内外金利格差が一定以上開いている状態の下では、その金利格差に相当する為替レートの低下（円高・ドル安）以内であれば国内で投資するよりも有利な金利収入が得られるとして対外債券投資が増加すると説明されている。

内外金利格差の代理変数として、米国30年債流通利回りと日本最長期国債流通利回りとの金利格差を用いている。

内外金利格差が拡大（縮小）すれば対外債券投資を増加（減少）させる方向に寄与するものとみられるため、推計式ではプラスの符号になるとみられる。

④キャピタル・ゲイン期待

金利低下に伴い債券価格が上昇するため、いわゆるキャピタル・ゲインが含み益として発生する。そうしたキャピタル・ゲインの一部を実現させたり、含み益がさらに増加することを求めて対外債券投資は増加すると考えられる。

代理変数としては投資家は翌期の金利水準を予想していると考えられることから、本来米国30年債流通利回りの当期と翌期の差を用いるべきところであるが、統計上有意味な結果が得られないため、その代替として翌期の流通利回りを当期に予見して投資の決定を行ったものとみなして翌期の米国30年債流通利回りを用いている。

翌期の米国30年債流通利回りが低下（上昇）すれば債券価格の上昇を意味し、キャピタル・ゲイン狙いの対外債券投資は増加（減少）するとみなされ、推計式上はマイナスの符号になると考えられる。

この要因はドル・ドル型投資には大きく影響するものの、円・ドル型投資については投資家の意識が為替差損益に向かうので相対的に大きなファクターではないとみられる。

⑤資本流出規制の緩和

資本流出に関する種々の規制が撤廃ないしは緩和されたため資本流出が容易となり、対外債券投資増加の構造的要因として説明されている。重要な規制の撤廃及び緩和は以下の通りである。

○1980年12月

外為法改正（資本取引は原則として自由化）

○1986年3月と8月

外国有価証券保有残高に関する枠規制の緩和

（生保、損保、年金信託は総資産残高の10%から25%に拡大）

今回はそれぞれダミー変数を用いて代理変数とした。

こうした資本流出規制の緩和は対外債券投資の増加をもたらしているとみられ、推計式上の符号はプラスになるべきものと考えられる。

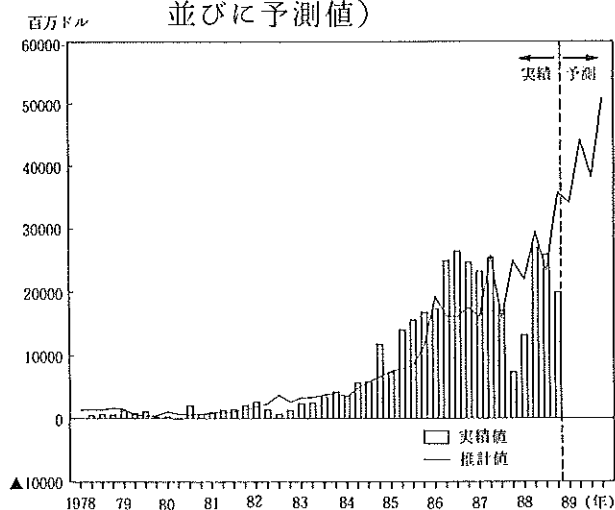
以上に述べた要因を説明変数として用いて対外債券投資を被説明変数とする方程式を推計してみた。推計は対数関数による最小二乗法を用い、推計期間は推計手法に使用するデータの性格上1981年1-3月期より1988年7-9月期までとした。推計結果は以下の通りとなった。

$$\begin{aligned} \log(\text{対外債券投資}) &= -42.89097 + 10.88058 \times \log(\text{マーシャルのK}) \\ &\quad (-2.41) \quad (3.76) \\ &+ 0.7513045 \times \log(\text{日米金利格差}) - 2.748314 \times \log(\text{米国30年債流通利回り}) \\ &\quad (1.45) \quad (-2.33) \\ &+ 1.703517 \times \log(\text{為替レート}) \\ &\quad (1.83) \\ \text{決定係数} &= 0.8115 \\ \text{自由度修正済決定係数} &= 0.7825 \\ \text{ダービン・ワトソン比} &= 0.957 \end{aligned}$$

資本流出規制要因をも含めた推計結果は、為替と資本流出規制要因のt値が低下するとともに資本流出規制要因の符号がマイナスとなってしまい、統計上有意とはいえないものとなった。

しかしながら、資本流出規制の緩和が年金信託及び生損保の外国有価証券保有残高限度額を拡大させ、年金信託及び生損保の対外債券投資を加速させたことを考えると、推計式及び統計上において説明力が低いとはいえ資本流出規制の緩和が重要な要因であったと認識されよう。

図-2 対外証券投資(実績値、推計値並びに予測値)



また、上記の推計式より推計期間の対外債券投資増減に対する増減寄与率は、資金余剰が68.3%と飛び抜けて大きく、以下キャピタル・ゲイン期待が17.4%、為替が11.6%、内外金利格差が2.8%となった。対外債券投資増加には資金余剰が大きく影響していることを示唆しているとみれよう。

上記で求めた推計式に各変数の足下のトレンドが続くものと想定して、便宜的に今後の対外債券投資を予測してみた(図-2)。グラフからも明らかなように、資金

余剰が続く中では今後も対外債券投資は増加傾向にあるといえよう。

5. 結びにかえて

これまでみてきたように、我が国の対外債券投資は、資本流出規制の緩和といった構造的要因がある中、大幅な資金余剰に加えて世界的な低金利傾向をうけて海外債券市場が活況を呈し値上がり益すなわちキャピタル・ゲインが期待されたため、急激な円高にもかかわらず増加を続けてきたといえよう。

我が国は減少してきたとはいえ依然として巨額の経常黒字を抱えており、今後もその傾向が続くことは避けられないところであろう。そうした中で我が国の対外債券投資は、引き続き資金余剰に押される形で増加していくとみられるものの、市場動向に左右されやすい点を考慮すると若干の停滞も懸念される。今後も対外債券投資が海外への資金還流のパイプ的役割を続けるために世界的な金融システムの安定性が確保されていくことが重要であろう。

(注) 今回のレポートで日本証券業協会発表のデータのうち証券会社経由分を使用している。大蔵省発表の対内対外証券投資と比較してみるとその大半をカバーしており、限界がある点は否定できないもののデータの整合性はあるものと判断した。

また対外債券投資には本来ドル・ドル型投資(ドルで資金を調達してドルで投資を行う)と円・ドル型投資(円で資金を調達してドルで投資を行う)といった2種類の形態がある。為替レートは円・ドル型投資に対して変動要因として働くと考えられるため、ドル・ドル型投資相当額を対外債券投資合計額から控除してそれぞれについて考察すべきところであるが、ドル・ドル型投資相当額と円・ドル型投資相当額の統計は公表されておらず、それらの明確な区分は困難であった。やむなく今回のレポートではドル・ドル型投資も含めて考察することとした。

(補論)

対外債券投資の推計式の算出については今回対数表示を用いたが絶対額で行う方法もある。以下ではその結果をまとめるとともに、その問題点を指摘しておく。

一 全説明変数を用いて推計した場合 一

ここでは、対外債券投資の決定要因としてすでに述べた全ての説明変数を使用して推計式を算出してみた。(推計期間は'78年1-3月期から'88年7-9月期)

(対外債券投資)

$$= -27808.64 + 506.5632 \times (\text{マーシャルのK}) + 90.48165 \times (\text{日米金利格差})$$

(-1.21) (2.20) (0.103)

$$- 1183.047 \times (\text{米国30年債流通利回り}) + 16.38989 \times (\text{円・ドルレート})$$

(-1.78) (0.394)

$$+ 3362.330 \times (\text{外為法改正}) + 5679.506 \times (\text{資本流出枠規制緩和})$$

(1.05) (1.22)

$$\text{決定係数} = 0.8128$$

$$\text{自由度修正済決定係数} = 0.7861$$

$$\text{ダービン・ワトソン比} = 0.979$$

この推計結果が示すように、日米金利格差と為替レートのt値が低いことから説明変数としては統計上有意なものではなく、説明力に欠ける推計式とみられる。

日米金利格差と為替レートを説明変数から取り除くことは、推計式の算出においては効果が認められるものの、機関投資家の投資行動の決定を考える上では説明変数として取り除くことは妥当であるとはいえないように考える。一方、資本流出規制の緩和は構造的な決定要因であり長期的には影響力を持つ要因と考えられるものの、現実の機関投資家の投資行動の決定は短期的な要因（金余り、内外金利格差、市場動向、為替レートなど）がより大きく影響しているとみるほうが妥当と考えられる。そこで構造的な要因である資本流出規制緩和よりも、循環的要因ともいえる日米金利格差と為替レートを使用する推計式を今回のレポートでは採用した。

次に、統計上有意ではない日米金利格差と為替レートのどちらか一方或いは両方ともに取り除くケースを推計してみた。

まず為替レートを除いて推計したものが次式である。

$$= -22903.59 + 485.6575 \times (\text{マーシャルのK}) + 59.78237 \times (\text{日米金利格差})$$

$$\quad (-1.20) \quad (2.19) \quad (0.833)$$

$$- 1161.991 \times (\text{米国30年債流通利回り})$$

$$\quad (-1.77)$$

$$+ 3807.135 \times (\text{外為法改正}) + 4549.338 \times (\text{資本流出枠規制緩和})$$

$$\quad (1.28) \quad (1.26)$$

$$\text{決定係数} = 0.8210$$

$$\text{自由度修正済決定係数} = 0.7866$$

$$\text{ダービン・ワトソン比} = 0.973$$

すなわち為替レートを除いた場合でも、日米金利格差のt値は悪化し統計上有意な変数とはみなせず、日米金利格差は説明力に乏しい変数とみなされる。

次に日米金利格差を除いて推計してみた。

— 日米金利格差を除いた場合 —

(対外債券投資)

$$= -28223.07 + 511.0235 \times (\text{マーシャルのK}) + 16.01116 \times (\text{為替レート})$$

$$\quad (-1.26) \quad (2.29) \quad (0.391)$$

$$- 1149.615 \times (\text{米国30年債流通利回り})$$

$$\quad (-2.01)$$

$$+ 3522.290 \times (\text{外為法改正}) + 5588.879 \times (\text{資本流出枠規制緩和})$$

$$\quad (1.27) \quad (1.24)$$

$$\text{決定係数} = 0.8127$$

$$\text{自由度修正済決定係数} = 0.7874$$

$$\text{ダービン・ワトソン比} = 0.974$$

日米金利格差を除いた場合でも為替レートのt値は低く、為替レートは説明力に不足する変数とみなさざるを得ない。

以上のことから明らかになるように、日米金利格差及び為替レートは対外債券投資の推計式上においては説明力に欠ける変数であり、対外債券投資の動向を決定する要因としては一般に考えられているほど重要性は高くないものとみることとなる。

そこで、日米金利格差及び為替レートを取り除いて推計したものが次式である。

— 日米金利格差及び為替レートを取り除いた場合 —

(対外債券投資)

$$= -23255.05 + 488.9495 \times (\text{マーシャルのK})$$

(-1.28) (2.29)

$$- 1140.052 \times (\text{米国30年債流通利回り})$$

(-2.01)

$$+ 3906.812 \times (\text{外為法改正}) + 4506.377 \times (\text{資本流出枠規制緩和})$$

(1.52)

(1.28)

$$\text{決定係数} = 0.8120$$

$$\text{自由度修正済決定係数} = 0.7922$$

$$\text{ダービン・ワトソン比} = 0.971$$

為替レートと日米金利格差を取り除いた場合に、構造的要因を踏まえて一般に説明されている要因を用いて、ある程度統計上有意とみなせる推計結果を算出できたものといえる。

ここで再度整理してみると、これまで一般に対外債券投資を変動させる要因とされてきた変数の中で、内外金利格差と為替レートについては統計上必ずしも有意な変数ではなく、むしろ削除した場合に推計式が統計上より説明力を持つ結果となった。しかしながら機関投資家による現実的な対外債券投資の決定という視点に立つと、内外金利格差と為替レートを説明変数に入れて推計するのがより望ましいと考えるものである。

外為法改正、資本流出枠規制緩和はそれぞれダミー変数を用いておりそれぞれ1980年10月-12月期、1986年1月-3月期まで0をそれ以降は1を代入している。

(経済調査部：松本 信哉)