

## 世界金融市場の構造変化と直面する課題

経済調査部門 熊谷 潤一  
kumagai@nli-research.co.jp

## はじめに

2004年11月に行った講演で、米国の中央銀行であるFRB（連邦準備制度理事会）のグリーンズパン議長は、最近10年間の投資資金のホームバイアス<sup>(注1)</sup>縮小に伴う金融市場のグローバル化と、それと同時に進行する米国の対外不均衡拡大の問題を取り上げた。その際、経常赤字が累積的に積み上がる米国の現状について（図表 - 1）仮に赤字の調整が必要になった場合でも、米国および先進各国の経済の柔軟性によって吸収され、大きな混乱をきたす可能性は小さいとの見解を示した。しかし、その一方で、このままの状態が続けば、いずれ海外投資家のドル資産離れが起こり得ることに警鐘を鳴らした。

本稿では、グリーンズパン議長が指摘したような米国の対外不均衡拡大をはじめ、グローバ

ル化が進んだ金融市場の構造的変化の実相と直面する課題を明らかにしつつ、同時に、それらが今後の運用環境にどのような影響を及ぼし得るかについて、考えてみたい。

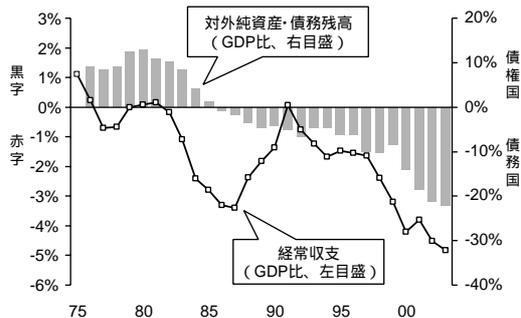
## 1. 金融市場のグローバル化とは

金融市場のグローバル化と言っても、その定義は曖昧だ。グリーンズパン議長は、冒頭に述べた講演の中で、世界経済の成長率を上回る貿易取引の拡大、為替取引額の急増、国境を越えた資産保有の増加などに触れ、これらを経済および金融市場のグローバル化を示す事象と捉えた。

確かに、第二次世界大戦後の金融市場は、米国外への流出が続いたドルを世界各国が基軸通貨として使用を続ける中で発達し、とりわけ1990年代以降、国際的な資本取引が大幅に拡大した点については、議長の指摘に通じるところがある。

しかし、一方では、金融市場のグローバル化に関しては、資本取引の拡大といった規模的側面だけでなく、「市場の一体化」や「各国市場の相互依存の高まり」など、質的・構造的変化という側面から捉えた場合、国際的な資本取引が活発化ようになった1990年代以降、それ

図表 - 1 米国の対外不均衡



(資料) 米商務省

以前には見られなかった重要な事象が現れ始めたのも事実である。

本稿では、第2章で、国際的な取引の増減によって示されるような、規模的側面から金融市場のグローバル化を捉えるとともに、第3章では、こうした「市場の一体化」、「各国市場の相互依存の高まり」といった側面も、最近の金融市場のグローバル化を示す事象に含めて論じることとする。そうすることにより、金融市場が直面し得る課題が、グローバル化の視点から見えてくると考えるためである。

## 2. 国際的な資本取引拡大とその背景

金融市場における国際的な資本取引は、1950～60年代に米国から流出したドル資金の受け皿として拡大を始めたユーロダラー市場<sup>(注2)</sup>の発達を背景に、徐々に活発化していった。とりわけ、1970年代に産油国のドル保有（いわゆる「オイルマネー」）が急増すると、ユーロダラー市場の取引は大幅に増加した。

1980年代までに各国金融市場で規制緩和が進んだ後<sup>(注3)</sup>、国際的な資本取引が一段と活発化するようになったのは、1990年代以降である（図表-2）。それを支えたものとして、東南アジア（NIES、ASEAN）・旧計画経済圏・中国といった新興国の自由経済圏への参入が挙げられよう。こうした新規参入国の出現が、国際的な資本取引の更なる規模拡大につながった。

また、金融市場の情報処理能力・情報伝達能力の急速な発達（IT化）も、市場拡大につながった重要な要素として捉えることができよう。世界中どこにいても瞬時に市場情報が行き渡ることで、資本移動の範囲と速度は格段に進歩した。

さらに、債券・株式といった現物取引にとどまらず、先物・スワップといった、いわゆるオ

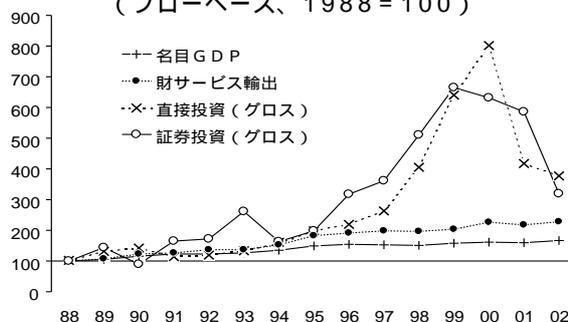
フバランス取引・デリバティブ取引の拡大も、1990年代以降の市場拡大につながった。想定元本ベースで測った場合、世界のオフバランス取引残高は、特に1990年代後半以降、急速に伸びていったことが確認できる（図表-3）。

## 3. 1990年代以降の構造的変化

### (1) 対外不均衡の米国一極化

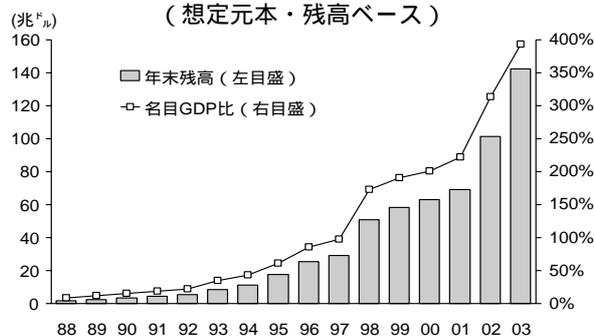
仮に、国際的な資本移動に制約があれば、一国で行われる投資は、その国の貯蓄の範囲で決められる。しかし、冒頭で述べたとおり、市場の一体化が進むにつれて、ホームバイアスの縮小によって、利用可能な資本が国境を越えて移動するようになった。その結果、海外資本を輸入することで投資は国内貯蓄の制約を受けなくなってきた。一方、対外不均衡が是正される過程についても、1997年のアジア通貨危機などで見られたように、資本移動を伴うマーケットメカニズム（為替レート・金利の変動）を通じて、

図表-2 世界的な資本取引の規模  
(フローベース、1988 = 100)



(資料) IMF

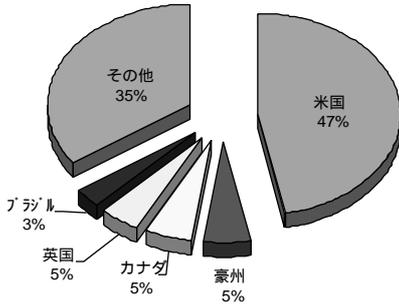
図表-3 世界のオフバランス取引  
(想定元本・残高ベース)



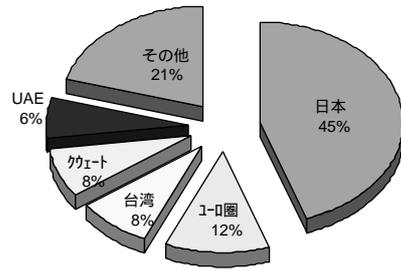
金利スワップ、金利オプション、通貨スワップの合計。  
(資料) ISDA、IMF

図表 - 4 世界の資本輸入国と資本輸出国の変化

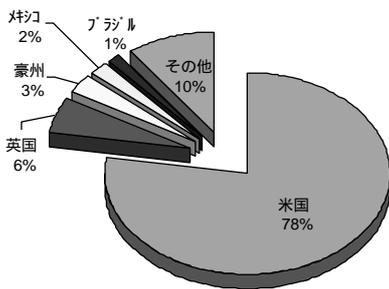
- a . 1980年代の主な資本輸入国



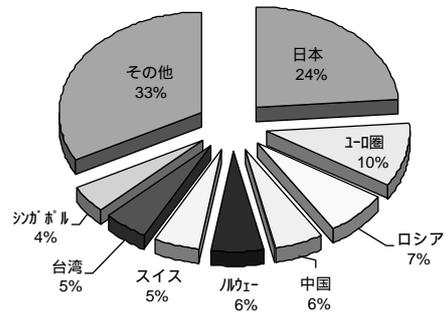
- b . 1980年代の主な資本輸出国



- a . 2000年以降の主な資本輸入国



- b . 2000年以降の主な資本輸出国



a . 世界の経常赤字全体に占める主な赤字国の割合、 b . 世界の経常黒字全体に占める主な黒字国の割合

(資料) IMF

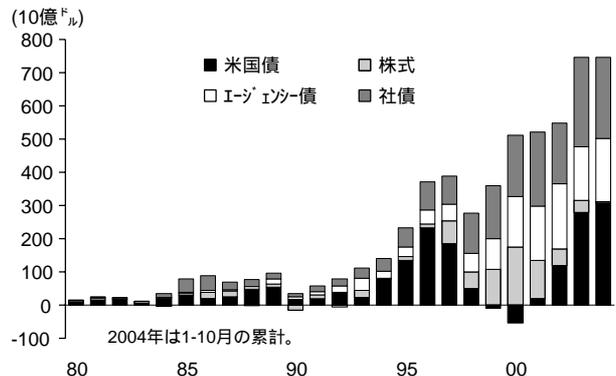
過度のインバランスが調整されることとなった。

こうした中、米国では大幅な調整を経験することなく、経常赤字の拡大と対外純債務の増加が続いている。一方、資本輸出国に目を向けると、1980年代は日本の存在が大きかったが、それ以降は徐々に複数の国に分散する傾向が強まっており、国際資本移動の構図が「世界 米国」の様相を呈していることが見てとれる (図表 - 4)

対米資金フローの内訳を見ると、1990年代半ばまでは、概ね海外の民間・公的資金が米国の財政赤字 (国債) をファイナンスする流れが支配的であった。その後、1990年代後半のITバブル期になると、民間部門の資本輸出が米国の民間部門の赤字を埋め合わせる構図が顕著になり、米財政収支も黒字に転じたことで、とりわけ株式投資が対米資本流入に寄与する割合が高まった。

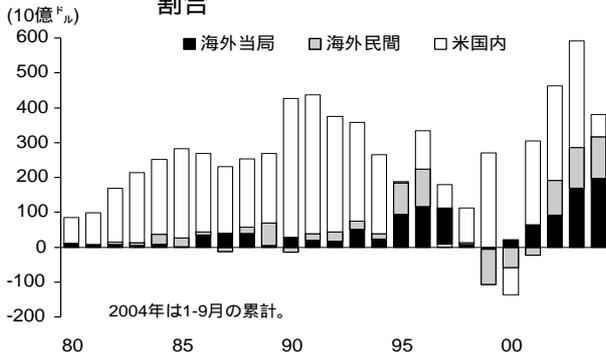
しかし、2001年以降、ITバブルが崩壊すると対米株式投資が細るとともに、米国では財政赤字が再び拡大し、それが米経常赤字の拡大に拍車をかけることとなった。こうした中、アジアの通貨当局を中心に、外貨準備を通じた米国債購入が増加したため、公的資金が対米資本流入に大きく寄与するようになった。(図表 - 5、6)

図表 - 5 証券種類別に見た対米証券投資



(資料) FRB、米財務省

図表 - 6 米国債純増減に占める内外投資家の割合



(資料) FRB、米財務省

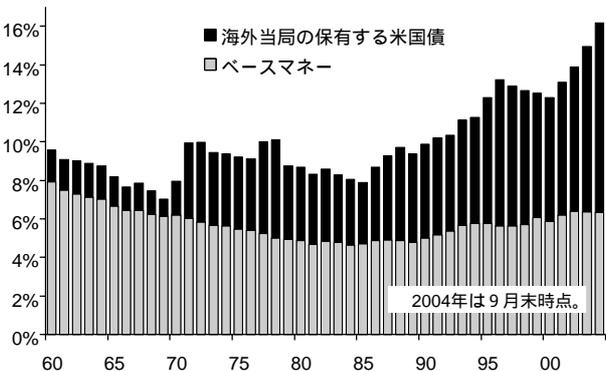
(2) ドルを中心とした流動性供給の増大

米国の経常赤字が累積的に増加し、対外不均衡が拡大する過程で、ドルを中心に資金の流動性供給<sup>(注4)</sup>が世界的に高まったことも、金融市場のグローバル化が進展する中で、1990年代以降に起きた構造的変化の事象のひとつとして捉えることができよう。

米国の経済規模に比べ、ドルの供給量が増加し始めたのは、国際的な資本取引が増加し、金融市場のグローバル化に拍車がかかった1990年前後からであり、その度合いは2000年以降、一段と強まった(図表-7)。ニクソンショック(1971年)直前の1960年代後半~1970年代初にも、国外流出の加速に伴うドルの過剰流動性が大きな問題となったが、米国の経済規模とドルの供給量を比較する限りにおいては、1990年代以降の度合いに比べれば、まだ相当に小さい方であった。

図表 - 7 ドル資金の流動性供給

(ベースマネーと海外当局が保有する米国債残高、名目GDP比)



(資料) FRB、米財務省、米商務省

1990年に前後するかたちで、日米両国はバブル経済を経験した。日本ではバブル崩壊後、内外から強まるデフレ圧力の軽減を目指すべく、緩和政策(ゼロ金利・量的金融緩和)が実施された。しかし、政策の国内経済に及ぼす波及効果がなかなか見られない中、日銀の資金供給は、過去に例を見ない大規模なものとなった。

こうした資金供給の一部は、為替市場における実質的な非不胎化介入<sup>(注5)</sup>を通じて行われた。そして、為替介入によって買い上げたドルを、日本の通貨当局が米国債の購入資金に回すことで、結果的に見れば、円資金が米国の財政赤字のファイナンスに大きく貢献する構図が出来上がったと見ることができよう。

同じく米国でも、2001年以降のITバブル崩壊を受け、財政・金融両面から大幅な緩和政策が実施されたが、潤沢な円資金が為替介入などを通じて米国にも流れることで、米国の緩和政策に必要なドル資金を日本が間接的に提供したものと考えられる。

また、中国でも、ドルペッグ制の維持と経常黒字を背景に積み上がった外貨準備が米国債に向かった。このように、世界的な緩和政策のもと、アジア各国が対米資金の主な供給源となり、ドルの流動性が高まるとともに、こうしたアジア資金が経常赤字拡大下での米金融市場安定に寄与する一因となった。

(3) 市場参加者の内外一体化

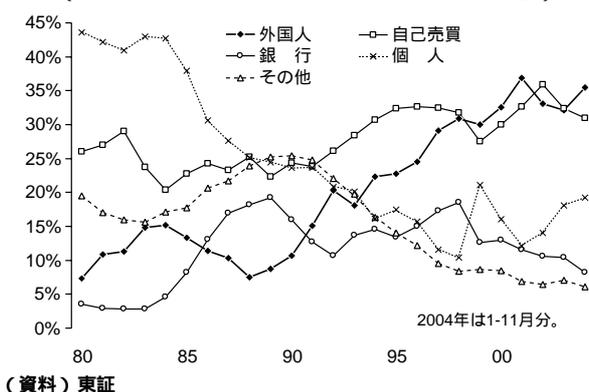
対ドルでの自国通貨高を緩和すべく、日本をはじめとするアジア通貨当局による為替介入資金・外貨準備を通じたドル資産購入が増加する中、米国債市場では、2000年以降に純増した額のほぼ半分が、海外投資家によって購入されることとなった(前掲図表-6)。このように、各国における市場参加者の主体が必ずしも国内投資家ではなくなったことも、「市場の一体化」

「相互依存の高まり」の側面から、金融市場のグローバル化を捉える事象として見出すことが可能だろう。

ちなみに日本でも、例えば、株式市場における取引主体を見た場合（東証ベース）1990年代以降は外国人投資家の売買比率が高まっており、最近数年間で見れば、外国人投資家の売買が証券会社の自己売買を概ね上回っていることが見てとれる（図表 - 8）

すなわち、たとえ対外資本の流入に依存する必要がない国の市場でも、グローバル化の進展によって、取引主体が必ずしも国内参加者中心とならなくなってきた点を、日本の株式市場からも確認することができるのである。

図表 - 8 国内株式市場の取引主体  
（東証一部の月間売買金額の主要部門別割合）



#### 4. 世界金融市場が直面する課題

第2章では、国際的な資本取引拡大の流れを振り返ることで、規模的側面から金融市場がグローバル化に至るまでの経緯を簡単に整理した。また、第3章では、「市場の一体化」「対外依存度の高まり」の側面から金融市場のグローバル化として捉えることが可能な事象が、構造的変化として1990年代以降に見られるようになった点を確認した。

ここまで見てきた事象から、世界金融市場が将来どういった課題に直面し得るかについて考

えた場合、大きくは次の3点が挙げられよう。

1点目は、一極化・規模拡大の続く米国の対外不均衡が、はたしてどこまで維持可能かという点である。これは、ドル基軸通貨体制の行方、すなわちその持続可能性と絡んでくる問題でもある。2点目は、1990年代以降の各国の緩和政策によって世界的に流動性供給が高まり、实体经济と金融市場のバランスが崩れつつあるという点である。とりわけ、ドル切り下げ（1971年、1985年）を2度行ったものの、基軸通貨としての強みを背景に、過剰貯蓄体質の改善などのような大きな内部調整を行わないまま、米国が対外債務を取り込み続けた結果、対外債務の増大とともに、ドル資金の流動性が1990年代前後から増加の一途を辿ってきた。最後に、こうして高まったドルの流動性供給を、今後いかにして米当局が金融・財政両面からコントロールしていくかが、3点目の課題として考えられよう。

#### （1）ドル基軸通貨体制の行方

まず、対外不均衡の米国一極化に焦点を当てた場合、ドルの基軸通貨体制の行方が問われるところであり、準備通貨・取引通貨としてのドル需要が減少することで、海外から米国に向けた資金流入の減少が、将来的なドル安・米金利高につながる点が懸念される。この問題については、米国の対外不均衡の悪化がどの程度まで進行するか、および、対米資金供給がどこまで安定的に確保できるか、の2点がポイントであるのは言うまでもない。

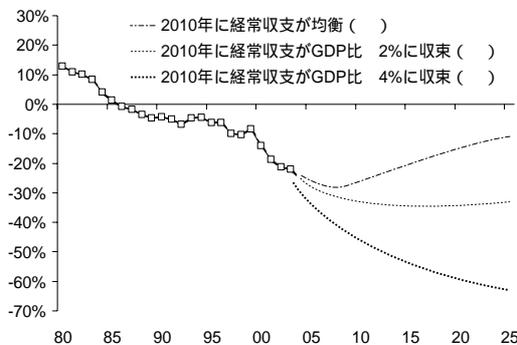
について考えた場合、米国の経常赤字は現在、名目GDP比で5%を超えており、赤字幅が多少是正された程度（例えば4%前後）では、米国の対外純債務が名目GDP比ベースで安定化に向かうことはない。米国の対外純債務が経済規模に比べて現状程度に落ち着き、それ以上増やさないようにするためには、経常赤字が名目

GDP比で2%程度まで縮小する必要がある(図表-9)

一方、 について考えた場合、外国為替市場の約半分が対ドル取引(注6)となっているように、国際取引における主要決済通貨あるいは表示通貨としてのドル利用の高さに加え、世界の外貨準備に占めるドルの比率が6割前後を常に維持するなど、米国はこれまで世界の基軸通貨としてドルの圧倒的優位を維持してきた(図表-10)

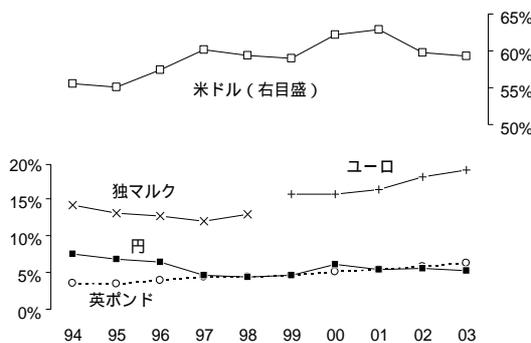
米国の対外純債務は、名目GDP比で見れば2割超と、世界的に突出しているわけではないし、投資収支も依然黒字を維持するなど、早急に不均衡の調整が必要な状況にあるわけではない。しかし、今後、例えば基軸通貨としてユーロの存在が高まった場合、これまでドルのみが持っていた基軸通貨としての絶対的優位が揺らぐことになる。その結果、各国の外貨準備がドルからユーロにシフトすることで、たとえ米国の対

図表-9 米対外純債務の将来イメージ  
(米経済が名目5.5%成長を続けると想定; 名目GDP比)



(資料) 米商務省より試算

図表-10 世界の外貨準備の通貨構成比率



(資料) BIS

外収支がこれ以上悪化しなかったとしても、対米資金供給が減少し、投資家がドルや米金利に要求するリスクプレミアムが高まる可能性はあろう。

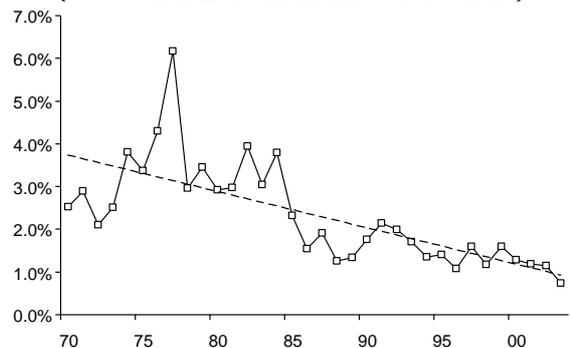
特に、これまで最大の対米資金供給国であった日本が、いずれISバランスの赤字化に伴い経常赤字国(=資本輸入国)に転じることで、資本輸出国の構成に変化が起きれば(例えば、将来的に世界経済における中心的な位置付けに立つ可能性がある中国やインドが、金融市場における最大の資金供給国となれば)、これまでのように世界の資本が米国に優先的に配分されるという保証はなくなる。

## (2) 金融市場の不安定化

実体経済と金融市場の関係について考えた場合、本来的には実体経済の動きを金融市場が反映するかたちで適正価格が形成されるべきだろう。しかし、近年ではドルを中心に資金の流動性が高まる中において、資金フローの一体化も進み、資金の偏在などが起こりやすくなっており、金融市場の価格形成が不安定化してきた可能性がある。

グローバル化を定義する「市場の一体化」は、各市場の効率性を高める効果が期待できるとともに、市場参加者の国際化が進み、各国市場の分断が捨象されることで、金融市場全体の連動性を高めるといった側面も兼ね備えている。事実、図表-11が示すように、OECDベースで見

図表-11 収束を続ける世界の実質金  
(OECD主要国の実質長期金利の標準偏差)



(資料) OECD、IMF

た主要国の実質長期金利の1970年代以降の推移を見ると、趨勢として収束に向かっていることが確認できる。時折、生産性上昇によって米国の実質期待成長率（＝実質期待収益率）が相対的に高まっている可能性が指摘される。しかし、各国の実質期待成長率が実質金利に反映されると考えれば、図表 - 11で見られる実質金利の収束を見る限り、米国の優位性は必ずしも他国を圧倒するほどのものとはなっていない模様だ。

市場全体の連動性が高まり、実質金利（期待収益率）の収束が進行した結果、少しでも期待収益が相対的に高い投資対象が見つければ、投資資金がそこに集中するといった事象が増えることも想定される。既に、1998年の為替市場におけるグローバル・キャリートレードや、2003年の各国債券市場における長短金利差獲得を狙ったキャリートレードなどは、投資家が同じような行動を一斉に起こし、資金の流れがある特定の市場に集中することによってもたらされたと推測される代表的事例であろう。また、1990年代後半のNASDAQ指数や最近の原油価格の高騰なども、投資資金が一極に集中することによって引き起こされた要素が、大なり小なり含まれているものと思われる。

1990年代以降のドルを中心に高まった資金の流動性は、未だ回収されていないことから、今後とも資金の一極集中と解消の繰り返しが起こる可能性がある。そのため、投資家は、これまで以上に市場価格の適正水準を念頭に置きながら、運用環境を策定する必要があるだろう。目先の方向性にとらわれ過ぎると、市場価格の乱高下に振り回されかねない。

### （3）難しい米当局の政策運営

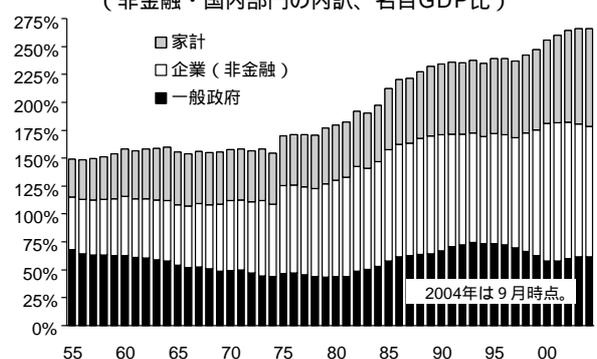
米国経済は、これまで基軸通貨としてドルの優位性を保持することで、大きな調整を強いら

れることなく経常赤字を出し続けてきた。とりわけ、経常赤字が増加した1990年代後半以降、対外債務が増え続ける中、米国では経済規模に対する負債の度合い、すなわち一国ベースで見たレバレッジが一段と高まった。米国内の負債残高を主要部門ごとに見た場合、1980～90年代は、政府部門・企業部門による負債の取り込みが大きかった。しかし、2000年以降で見ると、企業部門がバランスシートの調整を進める一方、住宅ローンの増加などを背景に家計部門の負債が増えてきている。1990年代後半の財政黒字を背景に、一旦は負債の度合いを落とした政府部門も、財政赤字拡大を背景に再び残高が増えつつある（図表 - 12）。

これまでは、アジア通貨当局の安定的な資金流入（米国債購入）が米金利の安定に寄与していた。しかし、今後、基軸通貨としてのドルの役割が低下し、十分な資金流入が確保できなくなると、米金利が大幅に上昇する恐れがある。米国経済が高水準の負債によって成り立っている分、家計消費へのマイナスの影響<sup>(注7)</sup>など、金利上昇によって受けるダメージは大きいだろう。また、仮に金利上昇を抑えるべく財政赤字削減を目指した場合でも（財政面からの引締め）、やはり個人消費などに対するダメージは避けられない。

このように、米当局が政策を引締め方向に舵

図表 - 12 主な部門別に見た米国の負債残高  
（非金融・国内部門の内訳、名目GDP比）



（資料）FRB、米商務省

を取りすぎてしまうと、金利の急上昇およびそれに伴う負債コストの上昇などによって、米国経済が大幅な調整を強いられることにもつながりかねない。さらに、米金利の安定を前提に均衡が保たれていた米国の株式・債券市場や世界金融市場が混乱に陥るといった危険性も否定できない。米国経済が表面的には底堅い回復局面にあるにもかかわらず、2004年春以降、FRBが0.25%ずつ慎重に政策金利を引き上げてきたように、米当局は今後とも引締め政策に対し、慎重なスタンスをとり続けざるを得ないだろう。

逆に、米国内でインフレ圧力が高まった場合、流動性回収が金融市場に及ぼす悪影響を考慮するあまり、实体经济に対する米当局の政策対応が遅れてしまう可能性も否定できない。20世紀末にかけて、冷戦構造終焉を機に自由経済圏が拡大し、世界経済の供給力が高まったことで、デスインフレ的な世界が続いてきた。しかし、仮に世界的なインフレ局面が到来した時、例えば、FRBが「Behind the Curve」状態に陥ってしまい、インフレをコントロールしきれなくなってしまうといった可能性がある点にも、注意が必要だろう。

## おわりに

金融市場のグローバル化は、ほとんどの場合、国際経済にとって望ましいとされている。資本移動の自由化が促進されれば、投資家にとって魅力的な投資機会が増えるとともに、マーケットメカニズムを通じて、世界経済の効率的な資源配分を可能にする有効な機会が提供されると考えられるためである。

反面、世界金融市場が直面し得る課題に目を向けると、米国の対外不均衡拡大やドルを中心とした流動性供給増大に加え、資金の偏在が实体经济と必ずしも整合性の取れない市場価格形

成に結び付きやすくなっている可能性などを指摘することができよう。

情報化の進展や世界の自由経済圏拡大によって、国境の壁が限りなく低くなった現状では、今後とも金融市場の世界的な結びつきが一段と強まるのは、間違いないだろう。こうした状況下、投資家は、投資機会のグローバル化を最大限活用することで、効率的な資産運用を目指し、収益の極大化を狙うことが可能になる。しかし、その一方で、金融市場のグローバル化に潜むリスク要因についても、これまで以上に目を配る必要があることを忘れてはならないだろう。

(参考文献)

- ・ 経済企画庁「年次世界経済報告」
- ・ 中尾茂夫(1983)「世界マネーフロー」同文館出版
- ・ 翁邦雄、白川方明、白塚重典(1999)「金融市場のグローバル化：現状と将来展望」金融研究、1999年8月、日本銀行金融経済研究所
- ・ 国際協力銀行(2003)「日本輸出入銀行史」
- ・ Matthew Higgins, Thomas Klitgaard (2004), "Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets" Current Issues in Economic and Finance 2004/10, Federal Reserve Bank of New York

- 
- (注1) グローバル運用を行う場合、同一リスクに対し、より高い期待収益を確保するには、ポートフォリオを分散させることが合理的であるとされているが、現実には投資家の多くが国内資産への投資に配分上偏りがあるとされる現象。
- (注2) 米国以外の銀行に預けられたドル建預金。米国から流出したドルが米国を介さずに取引される国際市場として1950年代後半に出現した後、1970年代に入りオイルマネーの流入によって急速に発達した。
- (注3) 例えば、日本では、1980年に外為法改正に伴う対外証券投資の原則自由化、1984年に外為実需原則の撤廃が実施された。また、英国では「ビッグバン」が1986年に行われた。
- (注4) 一国の流動性供給について見る場合、一般的には各国のベースマネーを見ることが多い。しかし、ドルについては世界的な準備通貨としての機能を兼ね備えている分、米国内のベースマネーに、各国中銀が保有するドル資産も加えたものを、「ドル資金の流動性供給」と捉えるケースが多く見受けられる。本稿でも同様の考え方をとることとした。
- (注5) 例えば、政府・日銀が円売り為替介入を行った場合、民間に供給された円を中央銀行が公開市場操作などで相殺せず、資金を市中に放置したままにすること。
- (注6) 参考：BIS "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity"
- (注7) 2003年以降、低金利下にもかかわらず変動金利の住宅ローンが増えているのに加え、借入金利の上昇はリファイナンス(借換)、ホームエクイティローン、自動車ローンの減退につながり、負債を取り込みながら消費を続けるといった構造が成立しなくなる。