

英国の対外投資ポジション

小林 襄 治

要 旨

1990年代末にイギリスの対外投資ポジションはマイナスとなった。言い換えれば、イギリスは対外債務国となっている。経常収支でも1980年代半ば以降に毎年ほぼ対 GDP 比2%程度の赤字を記録している。アメリカは80年代半ばに対外債務国化し、とくに21世紀になって経常収支赤字の拡大が続いている。かつての資本輸出大国の英米両国が資本輸入国に転じているのである。だが、債務国化し、資本輸入国となった両国の経済パフォーマンスは良好である。イギリスでは債務国化以後の投資所得の伸びも大きい。

このような状況は、一部に経常収支赤字や対外投資ポジション（資産・負債残高）の持続可能性の議論を引き起こしている。本稿では、世界の対外投資残高の歴史的推移を確認するとともに、イギリスに即して、近年における経常収支動向、対外投資ポジションの構成（直接投資、証券投資、銀行部門）を検討し、日米と比較した特徴を確認する。イギリスでは、経常収支赤字が継続する中で対外資産と対外負債はともに急増しているが、純負債額の増加は累積経常収支赤字の半分程度の増加にとどまっている。また、かつてのようにポンドが下落し続ける状況でなく、国際収支が問題とされることも少ない。『イングランド銀行四季報』に載る諸論文では、時に債務国化への懸念に対処するものもあったが、最近ではむしろ、イギリスの対外直接投資収益の高さと、為替相場（ポンドが下落すると対外投資の価値増加）や株式相場の変動による対外ポジションの調整効果を指摘し、現状（対 GDP 比2%程度の経常赤字、対 GDP 比各4倍程度の対外資産・負債、対 GDP 比20%程度の純負債）の持続可能性に楽観的な見方が強い。この論理を否定する必要はないが、対外直接投資や対外株式投資におけるキャピタルゲインへの依存が強まれば、時にバブルにともなう思わぬ打撃をこうむるかもしれないし、対外直接投資の収益性の高さがいつまでも続く保証はない。また、対外直接投資の収益性の強調は、21世紀になってからの対外直接投資の伸びの停滞やシティの国際金融業務を中核とする対外資産・負債構造と整合的でない。

目

はじめに

- I. グロスとネットの対外資産・負債、長期動向
- II. イギリス対外ポジションの国際（アメリカと日本）比較

次

- III. 経常収支・投資所得・対外純債務の持続可能性
- IV. キャピタルゲイン依存とエクイティ型投資の停滞

はじめに

対外投資ポジションとは一般に「対外資産・負債残高」といわれるものと同義である。国際収支がフローの概念であるのに対して、ストックで見た対外資産・負債の状況を示している。フローとストックの関係では、経常収支の赤字の累積がストックの対外純負債に、経常収支黒字の累積がストックの対外純資産につながるが、為替相場と資産価格の変動があるので、累積収支がそのまま対外純資産・負債になるわけではない。しかし、より重要な点は、近年における国際資本移動では、かつての先進国から後進国への資本輸出といった単純な構造ではなく、資本の輸出と輸入がともに顕著に拡大する傾向にある。経常収支動向の累積で見た純資産・負債はグロスの対外資産・負債額と比べてはるかに少なく、ネットの数字だけでは錯覚を与える。経常収支を貯蓄・投資バランスで説明してもフローの概念では資産・負債構造の持つ意味が捉えられないように思える。しかも、世界最大の経済大国アメリカは1980年代半ばに対外純債務国となり、イギリスも1990年代後半からは対外純債務国となっている。かつては対外債権国として、資本輸出額が大きかった英米両国が債務国となっているのである。だが、両国とも対外資産が減少しているわけではなくて増加しており、それ以上に対外負債の増加が著し

いのである。両国ともグロスの絶対額で見れば依然として他国を圧倒する規模の対外資産・負債を保有している。日本は、1980年代半ばに最大の対外純資産国になり、1991年末以降15年連続で世界最大の対外純資産を保有している。『通商白書2006』は「『投資立国』の実現」を主張している。英米と日本を、実質成長率や失業率、インフレ率などのファンダメンタルズからみた経済パフォーマンスを比較すると、1990年代以降では純債務国の英米の方が純資産国の日本より良い。「純資産国」や「純負債国」の意味を問う必要があるようだ。

かつて「国際収支の発展段階説」が提唱され¹⁾、『通商白書2006』ではこの議論が利用されている。貿易・サービス収支、所得収支、資本収支それぞれの赤字・黒字の判断から、経済発展の段階に応じて、未成熟債務国→成熟債務国→債務返済国→未成熟債権国→成熟債権国→債権取崩国といった過程の「発展」が想定されている。英米は成熟債権国から債権取崩国への移行過程にあり、日本は未成熟債権国から成熟債権国へ移行中と『通商白書2006』は主張している。この発展段階説については後に再度検討するが、ここで指摘しておけば、この議論はフロー中心に発展過程を見ている点に限界があるようだし、何よりも変動相場制以降の国際収支問題を理解していないようである。というのは、いわゆる国際収支問題が問題ではなくなりつつあるからである。イギリスでは1960、70年

代には国際収支問題や為替相場がつねに最大の経済問題と言え、新聞等の経済面のトップを飾っていた。しかし、1980年代半ば以降にはほぼ恒常的に対 GDP 比で2%の経常収支赤字を記録しているのに、国際収支が大きな問題となることはないし、ポンド相場が低下し続けているわけでもない。ポンドはかつてのように弱い通貨の代表とはいえず、イギリスはユーロに対して参加を拒否し、独自性を主張している²⁾。21世紀に入っては対外純負債にもかかわらず、所得収支の黒字が拡大する傾向すらみられる。アメリカでは、1980年代前半には「双子の赤字(経常収支赤字と財政赤字)」が問題視され、プラザ合意によるドル高是正がはかられたが、21世紀における経常収支赤字の拡大に関してはそのような動きはない。対中国で元安是正への圧力を強めているのかもしれないが、経常収支赤字を深刻に捉える動きは少ないようである。

まずは、経常収支であれ、対外ポジションであれ、赤字よりは黒字、あるいは債務国よりは債権国が良いとする常識を疑う必要がある。そして、ネットポジションにとらわれずにグロスの対外資産・負債残高の大きさとその歴史的推移を確認しておこう。次に、英米日の比較をとおしてそれぞれの対外ポジションの特徴を確認しよう。その上でイギリスの経常収支動向と累積赤字、投資ポジションの変動を確認する。そして、イギリスの対外投資ポジションの持続可能性について、『イングランド銀行四季報』の論文を紹介しつつ検討し、その意味するところを探ってみたい。

I. グロスとネットの対外資産・負債、長期動向

主要国の対外資産・負債残高は図表1のとおり

図表1 主要国の対外資産・負債残高

(兆円)

	年 末	対外資産	対外負債	対 外 純 資 産	対 名 目 GDP 比%	資 産・ 負 債 倍 率
日本	2005	506.2	325.5	180.7	35.9	1.56
	2004	433.9	248.1	185.8	36.8	1.75
スイス	2004	206.4	157.6	48.9	119.1	1.31
香港	2004	143.3	99.1	44.2	255.7	1.45
中国	2005	143.7	109.8	33.9	12.7	1.31
ドイツ	2004	482.5	454.5	28.0	8.9	1.06
フランス	2004	455.5	439.8	15.7	6.7	1.04
ベルギー	2004	156.2	144.5	11.7	28.7	1.08
ロシア	2004	40.9	40.5	0.4	0.7	1.01
イタリア	2004	188.3	201.2	-12.9	-6.7	0.94
カナダ	2005	101.7	119.5	-17.8	-12.9	0.85
英国	2005	977.0	1,020.8	-43.8	-17.8	0.96
豪州	2005	56.0	104.4	-48.4	-60.4	0.54
スペイン	2005	156.7	214.7	-58.0	-46.2	0.73
米国	2004	1,038.4	1,303.1	-264.7	-21.7	0.80

〔出所〕日本銀行国際局『2005年末の本邦対外資産負債残高』2006年6月(日銀ホームページより)。

資産・負債倍率は筆者の計算。元資料はIMF, *International Financial Statistics*, 各国政府統計など。

りである。ネットの数字、すなわち対外純資産や純負債で見れば、純資産では日本が最大であり、純負債ではアメリカが最大となるが、グロスの数字すなわち対外資産と対外負債をそれぞれでみると異なるイメージが得られる。アメリカ(2004年末)が資産(1,038兆円)・負債(1,031兆円)とも最大であり、イギリス(2005年末)がアメリカに次ぐ(資産977兆円, 負債1,021兆円)。日本(2005年末)の対外資産(506兆円)はアメリカやイギリスの半分程度であり、2004年末のデータではドイツやフランスよりもやや少ない水準である。日本の対外負債(326兆円)はイギリスの3分の1以下であり、2004年末のデータでみてドイツやフランスよりもはるかに少ない。資産と負債の割合をみれば、スイス、日本、香港、中国の負債に対する資産超過率(資産額÷負債額)が大きく、スイスとスペインを除くヨーロッパ諸国では資産と負債がほぼ拮抗している。オーストラリアとスペインの資産超過率は1を大きく下回り、両国は顕著な純債務国である。アメリカは資産超過率が0.8と負債超過だが、対外負債の10数%を占める公的準備を除けば、資産と負債の額は接近する。これらは絶対額で見た数字だが、対外資産・負債額を経済規模との関係でもみておく必要があろう。図表1の純資産・負債の対GDP比の数字からも推定できるが、以下ではオストフェルドとテイラーの研究によりつつ³⁾、歴史的展開を含めて見ておこう。

オストフェルドとテイラーは1825年以降の外国資本ストックの値とそのGDP比を示している。図表2に示す通りである。また、ここにはデータを示さないが、1980年(14カ国)、90年(29カ国)、2000年(63カ国)における国(地域)別データも提示している。外国資本ストックの

データの信憑性については議論の余地があり、また直接投資、証券投資、その他をすべて包含するデータの意味を問う必要があるかもしれない。これらを検討するだけの能力と時間にかかるので、これらの点は問わない。しかし、現在利用しうる最良のデータであり、長期的な傾向を見るには最も便利なデータと思われる。この図表2では、外国資本ストックがドル建て絶対額と対GDP比で示されているが、経済的には対GDP比の動きを見るのが妥当であろう。言い換えれば、経済規模との関連で見た対外資産・負債残高を見ることで、いわゆるグローバル化の進展・後退の指標とすることができよう。対外資産残高の対GDP比をグローバル化進展の指標とみなせば、グローバル化は歴史的に一直線に進んだのではなく、19世紀末から第一次大戦まで進展したが、戦間期と第二次大戦後の1960年まで後退・停滞した。そして、その後再びグローバル化が進展し、1980年には対世界GDP比で過去のピーク(1900年, 0.19)を上回り、1990年には対サンプル国GDP比でも過去のピーク(1900年, 0.55)を上回り、その後も急進展しているのである。G. ジョーンズは直接投資残高の世界GDP比を示している⁴⁾。これによれば直接投資残高の対世界産出高比は1913年の9%が1960年には4.4%にまで低下し、その後1980年4.8%、1990年8.5%、1997年11.8%と伸びている。そして、グローバル化のイメージ図を示しつつ、第一次グローバル経済(1880~1929)、解体(1930~80)、新グローバル経済の開始(1950~79)、新グローバル経済(1979~)といった時期区分を示している。ここで示した数値をグローバル化の指標とみなせば、グローバル化は一直線に進展したのではなく、1929年恐慌以後の大不況期と第二次大戦後

図表2 外国資本ストック(グロス)

(10億ドル)

	1825	1855	1870	1900	1914	1930	1938	1945	1960	1980	1985	1990	1995	2000
資産														
イギリス	0.5	0.7	4.9	12.1	19.5	18.2	22.9	14.2	26.4	551	857	1,760	2,490	4,450
フランス	0.1		2.5	5.2	8.6	3.5	3.9			268	428	736	1,100	2,430
ドイツ				4.8	6.7	1.1	0.7		1.2	257	342	1,100	1,670	2,600
オランダ	0.3	0.2	0.3	1.1	1.2	2.3	4.8	3.7	27.6	99	178	418	712	1,140
アメリカ	0.0	0.0	0.0	0.5	2.5	14.7	11.5	15.3	63.6	775	1,300	2,180	3,350	7,350
カナダ				0.1	0.2	1.3	1.9			92	129	227	302	546
日本							1.2			160	437	1,860	2,720	2,970
その他欧州							4.6			503	715	1,777	2,835	4,999
その他							6.0	2.0	5.9	94	123	214	337	2,499
全体	0.9	0.9	7.7	23.8	38.7	41.1	52.8	35.2	124.7	2,800	4,508	10,272	15,536	28,984
世界 GDP			111	128	221	491	491	722	1,942	11,118	12,455	21,141	25,110	31,499
サンプル GDP			16	43	76	149	182	273	671	7,806	9,705	17,250	21,956	25,785
サンプル数			4	7	7	7	7	7	7	26	26	26	26	63
資産/サンプル GDP			0.47	0.55	0.51	0.28	0.26	0.12	0.18	0.36	0.46	0.60	0.71	1.12
資産/世界 GDP			0.07	0.19	0.18	0.08	0.11	0.05	0.06	0.25	0.36	0.49	0.62	0.92
イギリス/全体	0.56	0.78	0.64	0.51	0.50	0.44	0.43	0.40	0.21	0.20	0.19	0.17	0.16	0.15
アメリカ/全体	0.00	0.00	0.00	0.02	0.06	0.36	0.22	0.43	0.51	0.28	0.29	0.21	0.22	0.25
負債														
ヨーロッパ				5.4	12.0		10.3		7.6	1,457	2,248	5,406	8,592	14,509
北アメリカ				2.6	11.4		13.7		12.5	684	1,412	2,830	4,681	9,611
豪州・NZ				1.6	2.0		4.5		2.2	71	118	216	318	494
日本				0.1	1.0		0.6		0.3	147	307	1,530	1,970	1,810
ラテンアメリカ				2.9	8.9		11.3		9.2	250		505	768	490
アジア(除く日本)				2.4	6.8		10.6		2.7	129		524	960	132
アフリカ				3.0	4.1		4.0		2.2	124		306	353	155
開発途上国				6.0	13.0		25.9		14.1	506		1,338	2,086	3,595
全体				18.0	45.5		55.0		39.9	3,368		12,655	19,728	30,020
世界 GDP			111	128	221	491	491	722	1,942	11,118	12,455	21,141	25,110	31,499
サンプル GDP										9,508		19,294	25,043	25,785
サンプル数										65		65	65	63
負債/サンプル GDP										0.35		0.66	0.79	1.16
負債/世界 GDP				0.14	0.21		0.11		0.02	0.30		0.60	0.79	0.95
開発途上国/全体				0.33	0.29		0.47		0.35	0.15		0.11	0.11	0.12

[出所] M.Obstfeld and A. M.Taylor, *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth*, Cambridge U. P. 2004. Table 2.1.

元資料は IMF と IBRD の他、Madison, Angus, *Monitoring the World Economy*. Paris, OECD 1995. 等の研究による。
Table 2.1. には数字のすべてに出所が付されているが、ここでは省略した。

の逆転・停滞の時期を経験し、1980年ごろから再び進展しているのである。

さらに確認しておきたい点は次のことである。対外資産の保有国という点では、第一次大

戦まではイギリスが過半を占めて圧倒的であったが、その後にアメリカが台頭する。イギリスとアメリカを合わせると1960年には対外資産全体の70%を占め、1985年でも50%弱を占める。

その後でも大きなシェアを占め2000年では40%に達している。言い換えれば、対外資産保有国としてイギリス、アメリカ両国が圧倒的であり、近年分散しつつあるが、それでも両国ウェイトが大きいということである。あるいは、19世紀のグローバル化はイギリスが主導したが、20世紀末のグローバル化はアメリカが主導しているともいえそうである。負債についてみると、一貫してヨーロッパと北アメリカが過半のシェアを占め、負債すなわち資本受入れ国の中心になっている。しかし、第二次大戦までは発展途上国が対外負債の30%以上を占めていたが、1980年以降では10%程度とわずかなシェアを占めるにすぎない。かつてのように、先進国が資本輸出を行い途上国の経済発展や資源開発をはかる構図は後景に退き、先進国間での資本移動が対外資産・負債残高の主要部分を占めているのである。なお、G. ジョーンズは直接投資残高の主要国・地域別構成比の歴史的推移を示している。これによれば、投資国としては1914年にはイギリスが半分近くを占め、1938年にはイギリスが約40%、アメリカが約30%であるが、1980年にはアメリカが約40%で最大となり、他の大半はヨーロッパ諸国が占める。2002年にはアメリカのシェアは25%程度に下がるが、西ヨーロッパ諸国を合わせると75%程度である。受入れ側では、1914年と1938年ではラテンアメリカ（約30%）とアジア（約20%）であった。1980年と2002年では北米と西ヨーロッパが約60%を占めるようになり、受入国としても先進国中心の構造になっている。

ところで、対外投資残高の長期的変化の要因について、オストフェルドとテイラーはイメージ図を描いて説明するとともに、変動の要因や資本移動の経済効果についても分析している。

まず、金利格差の分析をつうじて、格差が大きければ裁定取引の機会が増えて資本移動が活発化するはずなのに、戦間期や第二次大戦後の時期にはそうならなかった。この時期には資本移動が規制によって抑えられたからである。そして、経済構造の変化というより大不況の危機の中で各国の経済政策が変化した点を重視し、政治的・制度的歴史の変化を見る必要性を指摘して「資本移動の政治経済学」を展開する。ここでは、資本市場のグローバル化を次のような時期区分にしたがって特徴づける。まず、金為替の安定が金融政策の至上目標とされ、国内目標は後景に置かれ、資本移動に制約がなかった金本位制の時代（1870～1931）である。次は、金本位制への不信が強まり、多くの国が為替管理を導入して資本移動を制約した大不況後の危機と妥協の時代（1931～1945）である。第三に、いわゆるブレトン・ウッズ体制ないしIMF体制の時代（1946～1972）であり、固定為替相場制の下で多角的貿易・經常収支取引の交換性による世界貿易の拡大がめざされたが、国際資本移動には制約が課された。最後は、1973年以降の変動相場制の時代であり、「危機と妥協の時代Ⅱ」として特徴づけられる。ここでは、為替相場、国内金融政策、国際資本移動（金融市場の開放）の間にはトリレンマの関係があるとして捉えつつも、1970年代になって変動相場制のもとで先進工業国は資本取引制限を撤廃し始め、後進国でも管理フロート制となり、金融開放が進展したことが指摘される。そして、ヨーロッパでの単一通貨導入の動き、固定相場制を維持する多くの国の存在に注意しつつも（言い換えれば世界のすべての国が変動相場制というわけでない）、資本移動の自由化で国内金融規制は必然的に緩和されたこと、政

策担当者はトリレンマに直面しており、グローバルな資本移動が選択の限界を示すことを指摘する。そして、変動相場制の下で金融政策の独立が達成されて資本移動規制の必要がなくなったことを確認し、かつては金本位制の採用が信頼を与え資本市場利用の条件であったが、戦間期以後には債務の持続可能性や交易条件、政治的要因（英帝国の一員か否か）なども貸し手が問題にするようになったことを指摘している。さらに、先進国と途上国の関係に注目し、途上国にとってグローバルな金融統合の進展には困難があり、貧困国への資本の流れは20世紀初頭の水準に達していないことを指摘する。そして、資本市場の統合あるいは金融市場の開放のコストとベネフィットについて、歴史的経験からは多様な判断が可能であり、経済的・制度的条件の多様性を考慮すれば、すべてに通用するような勧奨を行うことは適切でなく、コスト・ベネフィットの判断は環境によるとしている。

証券市場史の研究者ミキは『グローバル証券市場の歴史』を著し、独自の視点で証券市場の動向を分析している⁵⁾。彼は金融や金融史における証券と証券市場の役割を強調する点に特徴があるが、同時に証券市場の発展を各国ごとの発展というより、世界の中心と周辺ないし地方という枠組みないし関係を重視し、さらに各国内でも中心と地方の関係を重視する。そして、この枠組み・関係を重層的・補完的・競争的關係として把握する。したがって、証券市場は元来グローバルに発展してきたものと捉え、上記著書では以下のような章構成となっている。第1章 起原・トレンド・逆転：1100～1720年。第2章 前進と後退：1720～1815年。第3章 新たな始まりと新たな発展：1815～1850年。第4章 取引所とネットワーク 1850～1900年。

第5章 市場の勝利：1900～1914年。第6章 危機・崩壊・管理：1914～1939年。第7章 抑圧・規制・回避：1939～1970年。第8章 大西洋横断革命：1970～1990年。第9章 世界的革命：1990年以降。オストフェルドやテイラーとは視点も対象範囲も異なるが、19世紀後半以降のグローバル化にかかわる時期区分の認識では共通点も多い。すなわち、第一次大戦後の危機の中で崩壊し、抑圧・規制されるようになった

図表3 対外資産・負債残高の対GDP比（2000年）
（単位：％）

対外資産		対外負債	
バーレーン	12.21	バーレーン	11.56
香港	6.91	香港	5.58
スイス	5.67	スイス	4.42
ベルギー	3.34	パナマ	3.21
オランダ	3.09	オランダ	3.19
イギリス	3.09	イギリス	3.13
マルタ	3.00	マルタ	2.97
パナマ	2.40	フィンランド	2.76
フランス	1.87	ベルギー	2.71
スウェーデン	1.59	スウェーデン	1.84
ドイツ	1.40	フランス	1.81
デンマーク	1.39	ポルトガル	1.72
参考			
アメリカ	0.75	アメリカ	0.91
ユーロ圏	1.07	ユーロ圏	1.12
日本	0.62	日本	0.38
対外純資産		対外純負債	
香港	1.33	フィンランド	1.52
スイス	1.25	エクアドル	1.44
バーレーン	0.65	コートディボアール	1.41
ベルギー	0.63	トーゴ	1.15
ロシア	0.31	モルドヴァ	1.11
日本	0.24	チュニジア	1.06
スワジランド	0.11	ボリビア	0.93
フランス	0.06	パナマ	0.81
イタリア	0.05	ニュージーランド	0.78
ドイツ	0.04	キルギス	0.69

〔出所〕 Maurice Obstfeld/Alan M. Taylor, *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth*, Cambridge U. P. 2004. Table 7.1より上位の国を抽出。

証券市場や国際資本移動が1970年以降に復活、再度発展しつつあるのである。ミキが70年代以降にグローバル化を推し進めた力として指摘しているのは以下の3点である。まず、英米の規制緩和といえる金融革命であり、とくにアメリカのメーデー（手数料自由化）とイギリスのビッグバンを重視する。そして為替管理の廃止が各国で進み、自由な国際資金移動が可能になり、各国の国内市場が海外市場と競争するようになったことを重視する。第二に、通信技術とコンピュータの発達である。これにともなって既存の証券取引の制度的枠組みの権威は揺らぎ、規制された証券取引所に代わる電子的市場が可能になり、グローバル・ベースの取引の成長に貢献した。第三に、あらゆるレベルでのグローバル化である。各国経済の統合が進み、財・サービスや資本、労働は国際的需給にしたがって動くようになり、英米によって開始された規制緩和やグローバル化が1990年代にはアングロサクソン以外の国々にも浸透するようになった。

やや長々とオストフェルドとテイラー、ミキの議論を紹介したが、グローバル化を単一の尺度で測る限界、一直線に進むものでないこと、多様な要因と時期区分、コスト・ベネフィットの評価の難しさを確認しておきたい。ここではもう一点、2000年のデータとして、対外資本ストックの対GDP比を示して、いくつかの特徴を確認しておこう。図表3は原表を対GDP比で見た対外資産・負債、純資産・純負債を高い国順に並べ替え、上位を抽出したものである。対外資産・負債とも、バーレーン、香港、スイスの3国が特に高い値を示し、かつ純資産国である。それぞれの性格は異なるが、国際金融センターの特徴を有する小国である。これらの3

国以外では、対外資産、対外負債ともヨーロッパ諸国が高い値を示している。とくにオランダとイギリスが対外資産・負債とも高い数値を示している。そして主要ヨーロッパ諸国ではフランス、イタリア、ドイツの純資産対GDP比は0.06~0.04、イギリスは-0.03（純負債国）とほぼ均衡した値である。純資産国として登場している国では上記3国以外ではベルギーの0.63がやや高いといえるが、ロシア0.33と日本0.24は高い数字とはいえそうもない。ロシアと日本は対外負債の特に低い国であり、結果として「大きな」純資産国になっているにすぎない。純負債では値が0.5以上に達する国が18カ国あるが、表に示した上位10カ国から窺えるように、大半は発展途上国であり、小国である。

II. イギリス対外ポジションの国際（アメリカと日本）比較

対外資産・負債の中身は直接投資、証券投資、銀行預金・貸付などからなるが、それぞれで経済的役割は異なる。必ずしも同一基準でデータが得られるわけでないが、イギリスの対外ポジションを日本、アメリカと比較することでその特徴を確認しておこう。EUの一員としてフランスやドイツとの比較も必要かもしれないが、資料への馴染から日本、アメリカとの比較とした。

イギリス、アメリカ、日本の対外ポジションは図表4~図表6に示す通りである。アメリカのデータは直接投資が取得コスト（簿価）と時価評価の2通りで示され、時に直接投資の額では時価評価が取得コストの2倍に達する。対外資産・負債の合計額でも10%程度の相違をもたらすが、ここでのイギリスや日本との比較には取

図表4 イギリスの対外ポジション
(10億ポンド, %)

年末	1995		2000		2005	
		構成比		構成比		構成比
資産						
直接投資	213	13.7	619	20.8	753	15.6
証券投資	499	32.1	906	30.4	1,332	27.5
株式	217	14.0	429	14.4	577	11.9
負債証券	282	18.2	477	16.0	755	15.6
その他投資	808	52.0	1,428	47.9	2,727	56.4
準備資産	32	2.1	29	1.0	25	0.5
資産合計	1,553	100.0	2,981	100.0	4,837	100.0
負債						
直接投資	146	9.3	310	10.3	472	9.4
証券投資	406	25.9	998	33.2	1,418	28.3
株式	173	11.0	604	20.1	613	12.2
負債証券	234	14.9	394	13.1	805	16.1
その他投資	1,013	64.7	1,696	56.4	3,116	62.2
負債合計	1,566	100.0	3,005	100.0	5,006	100.0

〔出所〕 The Pink Book 2006 edition より。

得コストの数字を利用する。資産・負債の分類では、3国間に相違が見られるが、直接投資、証券投資(債券と株式)、銀行預金・貸付、公的準備資産を中心とする点では基本的には同じである。いくつかの点で差があり、アメリカでは海外通貨当局の外貨準備資産を表す「外国の公的資産」が負債で独自の重要項目として分類されている。国際通貨としてのドルの役割によるアメリカの特殊性を反映したものである。また、負債の証券では債券、株式とは別に財務省証券が独自に分類され、英日では「その他投資」に含まれる「非銀行企業の系列外債権・債務」も独自に分類されている(系列債権・債務は直接投資に含まれる)。英日の「その他投資」は大半が銀行の債権・債務、すなわち銀行の預金と貸付である。したがって、公的準備資産を別にすれば、対外資産・負債は直接投資、証券投資、銀行預金(債務)・貸付(債権)の3種類に

図表5 アメリカの対外ポジション
(10億ドル, %)

年末	1995		2000		2005	
		構成比		構成比		構成比
資産						
直接投資(取得コスト)	886	25.7	1,532	24.6	2,454	24.5
直接投資(時価)	1,364		2,694		3,525	
証券投資	1,170	33.9	2,426	38.9	4,074	40.7
債券	393	11.4	573	9.2	988	9.9
株式	777	22.5	1,853	29.7	3,087	30.8
非銀行企業の系列外債権	368	10.7	837	13.4	785	7.8
米国銀行の債権	768	22.2	1,232	19.7	2,431	24.3
公的準備資産	176	5.1	128	2.1	188	1.9
政府信用等(準備資産外)	85	2.5	85	1.4	78	0.8
資産合計	3,452	100	6,239	100	10,009	100
直接投資(取得コスト)	886		1,532		2,454	
直接投資時価	3,930		7,401		11,079	
負債						
直接投資(取得コスト)	680	17.2	1,421	18.6	1,874	14.8
直接投資(時価)	1,006		2,783		2,797	
財務省証券	330	8.4	382	5.0	705	5.5
その他証券	970	24.6	2,623	34.4	4,931	38.8
債券等	459	11.6	1,069	14.0	2,275	17.9
株式	511	12.9	1,554	20.4	2,116	16.7
米国通貨	170	4.3	256	3.4	352	2.8
非銀行企業の系列外債務	300	7.6	739	9.7	564	4.4
米国銀行の債務	815	20.6	1,169	15.3	2,601	20.5
外国の公的資産	683	17.3	1,031	13.5	2,216	17.4
政府証券	508	12.9	756	9.9	1,649	13.0
負債合計	3,948	100	7,620	100	12,703	100
直接投資取得コスト	886		1,532		2,454	
直接投資時価	4,274		8,982		13,625	

〔出所〕 Economic Report of the President 2007 and 2004, TableB-107.

大きくは分類されているのである。

規模の直接比較や対GDP比はすでに見た通りであるが、再度確認しておこう。絶対的規模ではアメリカが最大だが、イギリスが資産、負債とも僅差で続き、日本は資産でイギリスの半分、負債で3分の1程度である。対GDP比で見ると、2005年にはイギリスは資産、負債とも約400%と大きいのが、アメリカでは負債は100%を超すが、資産は90%程度、日本では資

図表6 日本の対外ポジション (兆円, %)

年末	1996		2000		2005	
		構成比		構成比		構成比
資産						
直接投資	30	9.9	32	9.4	46	9.1
証券投資	111	36.8	150	44.0	249	49.2
株式	18	6.0	30	8.8	48	9.5
債券	93	30.8	120	35.2	201	39.7
金融派生商品	0	0.0	0	0.0	3	0.6
その他投資	135	44.7	117	34.3	109	21.5
貸付	94	31.1	75	22.0	79	15.6
現・預金	16	5.3	22	6.5	9	1.8
外貨準備	25	8.3	41	12.0	99	19.6
総資産	302	100	341	100	506	100
負債						
直接投資	3	1.5	6	2.9	12	3.7
証券投資	66	33.2	102	49.0	182	56.0
株式	36	18.1	63	30.3	133	40.9
債券	30	15.1	38	18.3	49	15.1
金融派生商品	0	0.0	0	0.0	4	1.2
その他投資	129	64.8	100	48.1	128	39.4
借入	96	48.2	76	36.5	95	29.2
現・預金	25	12.6	10	4.8	11	3.4
総負債	199	100	208	100	325	100

〔出所〕日本銀行国際局『2001年末の本邦対外資産負債残高』、『2005年末の本邦対外資産負債残高』（日本銀行ホームページより）。

資産は100%程度だが、負債は60%程度である。イギリスの対外資産・負債が同国の経済にとってとくに重要なこと、あるいは対外ポジションの大きさから見た対外経済開放度が大きいことはこの対GDP比の数字から明らかである。このような差が3国の間に見られるが、いずれの国も近年における対外ポジションの規模の拡大が著しい。2005年末のデータを2000年末のデータと比較すれば、資産、負債とも合計額で50～70%伸びている。1995年末(日本は96年末)と比較すれば、イギリスでは資産、負債とも3倍以上、アメリカでは負債は3倍強、資産は3倍近くと伸びが著しいが、日本は90年代後半には資

産、負債とも伸びが非常に小さかったので、資産で1.7倍、負債で1.6倍の伸びに終わっている。90年代後半の銀行危機にともなう銀行の海外業務縮小の影響が大きかったようである(「その他投資」における貸付と借入は縮小している)。一般に、経済成長率(GDPの伸び率)より貿易の伸び率が高く、さらに貿易の伸び率よりも直接投資の伸び率が高らかに高いといわれるが、3国の投資ポジションからもこの点は裏付けられる。同時に、いずれの国も対外資産と対外負債がともに伸びているのが特徴であり、現代の資本移動は一方的な資本の輸入とか輸出ではないのである。

対外純資産額について見ると、イギリスではほぼ資産と負債が均衡しているが、日本では負債は資産の約60%にすぎず、既述のように(図表1)絶対額で世界最大の対外純資産国となる。アメリカでは負債が資産を30%近く上回り、絶対額で世界最大の対外純負債国となる。しかし、アメリカの数字の中身を検討してみると、負債の14～17%は政府証券保有を中心とする外国の公的資産、すなわち外国通貨当局の準備資産である。ドルが国際通貨として使用され、それともなって準備が保有されているのである。これを国際通貨供給国の宿命としての負債と見なして除いてみると、アメリカの資産と負債はほぼ均衡する。

資産と負債の中身についてそれぞれの特徴を確認しておこう。イギリスでは「その他投資」が資産の約50%、負債の約60%を占め対外ポジションの過半を構成する。「その他投資」は既述のように、ほとんどが銀行の債権・債務である。2005年末のデータでこの点を確認しておく⁶⁾と、「その他投資」の資産総額2兆7271億ポンドの中身は、銀行の外貨建て短期貸付5756

億ポンド、銀行の外貨建て預金1兆531億ポンド、証券ディーラーによる預金4974億ポンド、その他居住者（銀行、住宅金融組合、証券ディーラー以外）預金3743億ポンドが主なものである。「その他投資」の負債総額3兆1156億ポンドの中身は、証券ディーラー向け短期貸付6106億ポンド、その他居住者（銀行・住宅金融組合以外、政府部門を除く）向け短期貸付2869億ポンド、銀行への外貨建て預金1兆8615億ポンド、ポンド預金3313億ポンドが主なものである。これらから明らかなように、「その他投資」とは銀行の外貨建て預金・貸出が大半であり、これに証券ディーラーの預金・借入がかなりの規模で存在する。これらはシティの国際金融センターとしてのユーロカレンシー業務と証券取引業務にかかわるものである。したがって、イギリスの対外投資ポジションは主としてシティの国際金融・資本市場業務を反映したものと見てよいであろう。

「その他投資」以外では、直接投資が資産の約15%、負債の10%弱を占める。直接投資だけに限れば顕著な資産超過である。とくに2000年には資産超過が著しいが、2000年前後はEUの共通通貨ユーロ誕生もあってユーロ圏を中心に英米企業も参加して合併・買収が活発化した時期である。英国企業による合併や買収をとともなう直接投資の場合、英国企業の株式で対価が払われることが多いので、対外直接投資が増えるのと対内株式投資も増えるといわれ、2000年のデータにはこの影響が強くでているようである。証券投資は資産、負債それぞれ30%程度である。対外証券投資では株式より債券（負債証券）がやや多い。投資家別にみれば、2005年のデータでは対外株式投資総額5767億ポンドのうち、保険会社・年金基金2884億ポンド、投資信

託（ユニットとインベストメント・トラスト）1230億ポンドで機関投資家中心の投資である。債券とノートへの投資では総額6936億ポンドのうち、銀行・住宅金融組合が4091億ポンド、保険・年金1772億ポンド、証券ディーラー827億ポンドであり、銀行の比重が高い。なお、債券・ノート以外にコマーシャル・ペーパー、CDなど金融市場証券が別個に分類されているが、その合計618億ポンドで、銀行・住宅金融組合の投資が398億ポンドである。株式投資は機関投資家、債券投資は銀行という構造がみられる。対内（英）証券投資は投資家別には把握できないが、2000年ごろを例外として（厳密には1997～2001年）には株式投資（2005年6133億ポンド）より負債証券投資（同年8050億ポンド）が大きい。2000年前後を直接投資にともなう一時的要因で対英株式投資が増えたと思えば、通常は負債証券が中心の構造である。債券の内訳では政府発行証券（国債）が1114億ポンド（外国中央銀行による投資額は210億ポンド）、銀行・住宅金融組合の債券・ノート2019億ポンド、事業会社（非銀行・住宅金融組合、政府部門以外）3311億ポンドであり、CDとコマーシャル・ペーパー（最近では銀行発行が過半）など金融市場証券が1605億ポンドある。対英投資対象の負債証券の約半分は銀行の発行（資金調達）によるものであり、先に見た対外債券投資でも銀行・住宅金融組合の割合が高かった。「その他投資」と「証券投資」を合わせてみれば、銀行の果たす役割の大きさが一段と高くなる。

アメリカの対外ポジションの構成（直接投資は取得コストベースを利用）を2005年で見ると、資産では株式投資の割合が約30%と高く、直接投資と銀行債権がともに約25%である。

1995年と比べて株式投資の比重が顕著に増えており、英日と対比してみれば株式投資と直接投資中心の構造といえよう。あるいは、株式投資中心の対外証券投資の割合が高く、対外直接投資の割合も英日と比べて高い。負債では、2000年の数字で株式のウェイトが一段と高く、トレンドを見にくくしているが、これはおそらくアメリカ企業のヨーロッパでの株式による企業買収を反映した一時的なものであろう。これを無視すれば、2005年と1995年の構成比数字では似ているものが多い。この点はともかく、2005年の数字に注目してみよう。財務省証券と債券をまとめて負債証券としてみれば、負債証券の割合が23.4%と最大であり、次いで米銀債務20.5%、外国の公的資産17.4%、株式16.7%、直接投資14.8%の順である。外国通貨当局の対外準備資産を意味する「外国の公的資産」が10数%を占めており、国際通貨ドルを有するアメリカの特徴となっている。外国の公的資産を別にすれば、債券投資の割合が高いといえるが、英日と比べて対内直接投資の割合も高い。

日本は、既述のように、資産に比べて負債が少ない、したがって純資産が大きいのが特徴である。そして、資産の中身では、この10年間にかなりの変化があり、銀行部門が中心の「その他投資」における貸付から債券を中心とする「証券投資」に重点が移っている。2005年のデータでは「証券投資」が約50%（債券で40%）を占めて最大であり、貸付が16%である。債券投資の比重が高いのは、国内の低金利を回避すべく海外投資に向かうからと思われるが、海外株式投資が少ないのは機関投資家や資産運用業者の投資能力や経験不足によるのか、リスク回避志向が強いためであろう。また、外貨準備が構成比でもこの間に倍増し、20%を占

める状況である。直接投資は比率としては増えておらず、10%以下であり、株式投資は比率として増える傾向にあるが2005年でも10%以下である。負債では、この10年間に銀行部門が中心の「借入」を最大とする構造から株式投資を最大とする構造への変化が見られ、2005年では「株式」が41%を占めて最大であり、次いで「借入」の29%、「債券」15%である。おそらく低金利の日本債券の魅力は乏しい（日本国債の格下げ問題も影響したかもしれない）が、魅力のある日本企業は少なくないのであろう。直接投資は増えつつあるが、2005年で4%と著しく少ない。

以上見てきた3国の対外投資ポジションの特徴を単純化して比較して見ると次のようにいえるであろう。イギリスは国際金融・資本市場としての性格を反映した銀行部門の割合が大きい。アメリカは国際通貨ドルの存在を反映して負債としての「外国の公的資産」が負債としてかなりの割合を占めるが、これを除けば財務省証券を含めて対米債券投資を受け入れ、対外資産としては株式投資と直接投資が大きい。日本は外貨準備が資産のなかでかなりのウェイトを占めるが、資産では債券のウェイトが高く、負債では株式と借入のウェイトが高い。

Ⅲ. 経常収支・投資所得・対外純債務の持続可能性

第一次大戦前のイギリスの国際収支構造について復習しておく、周知のように、貿易収支の赤字を海運所得と投資所得の黒字で埋めて経常収支が黒字となり、膨大な資本輸出を支える構造であった。念のためにデータを示すと、図表7のとおりである。1881～85年平均と1911～

図表7 英国の国際収支 (1816~1914)

(100万ポンド)

年平均	商品	貿易・サービス利潤	海運	貿易・サービス収支	利子・配当	経常収支	累積対外信用残高
1816~20	-8.98	5.96	9.92	5.48	1.74	7.22	46.10
1821~25	-8.08	4.94	8.96	6.10	4.24	10.34	97.80
1826~30	-12.82	4.88	8.06	-2.02	4.60	2.58	110.70
1831~35	-13.12	5.46	8.84	1.00	5.38	6.38	142.60
1836~40	-23.96	7.16	10.90	-5.36	7.98	2.62	155.70
1841~45	-17.04	7.14	11.70	-1.60	7.50	5.90	185.20
1846~50	-26.82	8.50	14.34	-4.78	9.48	4.70	208.70
1851~55	-27.54	11.90	18.68	-3.74	11.72	7.98	248.60
1856~60	-33.84	16.60	26.06	9.70	16.52	26.22	379.70
1861~65	-56.82	21.94	34.12	0.24	21.78	22.02	489.80
1866~70	-58.12	26.36	44.50	9.68	30.82	40.50	692.30
1871~75	-62.50	32.90	50.84	24.62	49.98	74.60	1,065.30
1876~80	-124.56	31.32	54.16	-31.32	56.34	25.02	1,190.40
1881~85	-104.28	31.28	60.32	-3.40	64.76	61.36	1,497.20
1886~90	-91.10	30.96	57.12	3.42	84.16	87.58	1,935.10
1891~95	-130.30	29.68	57.28	-41.94	93.98	52.04	2,195.30
1896~00	-160.60	31.52	62.44	-59.88	100.20	40.32	2,396.90
1901~05	-174.58	36.36	71.24	-64.14	112.94	48.80	2,640.90
1906~10	-142.10	44.72	88.78	-5.58	151.42	145.84	3,370.14
1911~13	-134.30	53.10	100.33	18.17	187.93	206.10	3,988.40

(注) この表では、金銀、船舶売却、保険・手数料等、移民送金、旅行等のマイナーな項目は省略した。信用残高は年平均末年の数字。

(出所) Mario Tiberi, *The Accounts of the British Empire*, Ashgate, 2005 Table 1.10 より。

元資料は Imlah, A. H., *Economic Elements in the "Pax Britannica"* Harvard U. P. 1958.

13年平均の数字で30年間の変化を確認すれば、約1億ポンドの貿易収支赤字は1.34億ポンドへの拡大に過ぎないが、海運所得は6000万ポンドから1億ポンドへ、利子・配当は6500万ポンドから1億9000万ポンドへと3倍にも伸び、経常収支の大幅黒字をもたらした。この結果、資本輸出も増えて対外信用（投資）残高は15億ポンドから40億ポンドへと伸びた。利子・配当の増大がこのような対外投資（資本輸出）を支えたと見るのも当然であった。この利子・配当所得は当時の国民所得の10%にも達する規模であった。このような経験もあって、投資所得の重要性が意識されるのであろう。そして、経常収支累積黒字額は対外投資残高と同一視され、ある

いは別の方法での対外投資の推計（基本的にはロンドン市場における非居住者による新規証券発行額の累計）も結果として経常収支黒字累積額とほぼ等しくなった。

スティブン・ニッケルは第二次大戦後の経常収支動向を長期的に提示し、対外投資ポジションの持続可能性を議論している⁷⁾。経常収支動向は図表8に示すとおりである。貿易収支は1980~84年の不況期を除いて赤字であるが、とくに21世紀に入って赤字幅を拡大し、2004、2005年には対GDP比5%を超す規模の赤字になっている。サービス収支は1970年代以降で平均して1.4%の黒字である。1970年代に貿易収支の赤字拡大とサービス収支の黒字拡大が進ん

図表8 イギリスの経常収支の対GDP比 (1955~2005)

(%)

年平均	財貿易	サービス貿易	純所得収入	経常移転	経常収支
1955~59	-0.3	0.4	0.8	0.0	0.9
1960~64	-0.9	0.1	0.9	-0.1	-0.1
1965~69	-0.9	0.4	0.8	-0.3	0.1
1970~74	-2.5	1.1	1.0	-0.3	-0.7
1975~79	-1.9	2.0	0.1	-0.7	-0.4
1980~84	0.0	1.4	-0.2	-0.5	0.6
1985~89	-3.3	1.3	0.1	-0.8	-2.7
1990~94	-2.2	0.9	-0.1	-0.7	-2.1
1995~99	-2.2	1.5	0.4	-0.8	-1.1
2000~04	-4.3	1.5	1.7	-0.9	-2.0
2005	-5.4	1.5	2.3	-1.0	-2.6

(出所) Stephen Nickell, 'The UK current account deficit and that all', *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer 2006. Table C.

だが、これはイギリスのEC加入に伴う影響といわれる。イギリスは財の生産よりもサービスの生産に比較優位を持つからである。投資収支は1970年代半ばまで1%程度の黒字だったが、その後1975~1994年までの20年間は黒字も赤字もほぼゼロに近い値であった。しかし、1995年以降に投資収支黒字が拡大し、とくに2002~05年には2.3%もの黒字を記録している。経常収支は1985年までは小幅な(1%程度)赤字と黒字を繰り返していたが、1985年以降では平均して2%程度の赤字を記録している。投資収支の黒字の拡大が経常収支の赤字をこの水準にとどめていることは確かだが、同時に経常収支赤字の継続にかかわらず、国際収支が問題となったり、ポンドの下落が継続する状況にはなっていない。

ところで、既述の国際収支発展段階説では貿易・サービス収支の黒字・赤字とともに投資収支の黒字・赤字が段階を画す重要な指標となっている。佐々波の紹介するクローサーの議論を復習すると⁸⁾、経済発展の過程における国際収支の構造は以下のような6段階になる。①買

易・サービス収支の赤字を資本流入でまかない、投資収支は利払い等で赤字となる(未成熟債務国)。②経済成長の成果によって輸出が伸びて貿易・サービス収支は黒字になるが、投資収支の赤字が大きく、資本流入が続く(成熟債務国)。③貿易・サービス収支の黒字が一段と大きくなって投資収支の赤字を上回り、経常収支は黒字化して資本輸出が始まる(債務返済国)。④貿易・サービス収支の黒字に加えて、投資収支も黒字化し、資本輸出が続く(未成熟債権国)。⑤貿易・サービス収支は赤字化するが、投資収支の黒字が大きく、資本輸出が続く(成熟債権国)。⑥貿易・サービス収支の赤字が投資収支の黒字を上回り、経常収支は赤字化して資本が流入する(債権取崩し国)。この図式化で投資収支に重要な役割が与えられていることは明らかだし、一見もってもらしい。佐々波はこの仮説を検証し、若干の修正の必要性を提起し、英米の歴史的比較では両国のかんりの相違を指摘している。佐々波の主張や指摘は正当と思うが、これは1971年までのデータを利用した研究である。資本移動が活発化し、グローバ

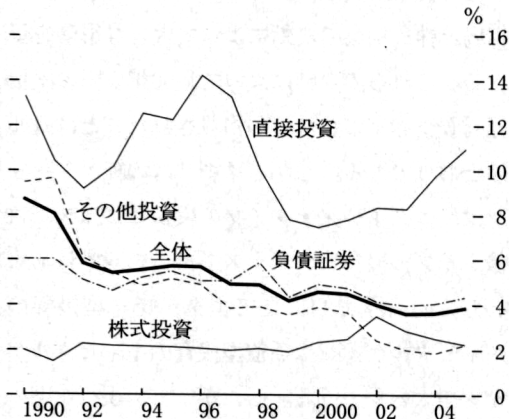
ル化が一段と進むのは変動相場制以降の世界である。19世紀のイギリスが「成熟債権国」であったとしても、いつから「債権取崩し国」へ移行したかの検証は容易でないであろう。1970年代半ば以前には黒字であった投資収支が、その後20年間は均衡し、1995年以降に黒字が拡大するのを「発展段階」に当てはめるのには苦労しよう。1972年のECへの加入・変動相場制への移行、1979年の為替管理廃止による資本移動の自由化、1990年代におけるEU市場統合の進展とユーロの導入など制度的変化に伴う影響も少なくない。純債務国化にかかわらず投資収支の黒字が拡大するのは、何らかの特殊要因が存在するか、国際収支や投資ポジションの構造上の特性によるのでなかろうか。

ところで、年平均2%の経常収支赤字は、単純に計算すれば、20年間で対GDP比で40%もの対外負債を増やすことになる。しかし、実際にはそのようにはなっていない。対GDPのみた対外資産・負債の規模は1990年には資産・負債とも1.5倍に満たなかったが、2005年には資産・負債ともGDPの4倍と急増している。そ

して、1980～84年平均におけるイギリスの対GDP比13.6%の対外純資産ポジションは2000～05年平均には8.6%の純負債ポジションに下がったに過ぎない（数字は注8のニッケル論文より）。為替相場の変化や資産価格の変動が影響するからである。そして、資産はすべて外貨建て、負債はすべてポンド建てと仮定すれば（実際には外貨建ての負債も多い）、ポンドの2%の下落でGDP比8%もの純資産ポジションの改善が見込まれる。イギリスでは対外ポジションの規模が大きいため、為替相場変動の影響も大きく出るようである。

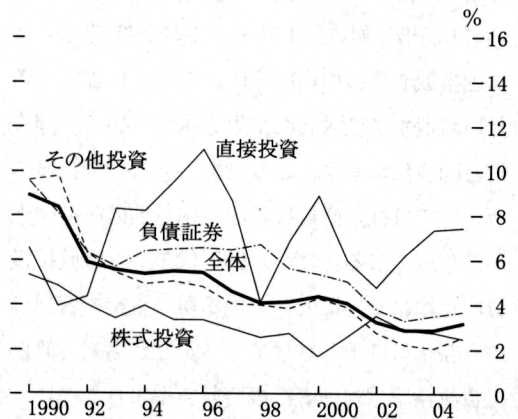
株式相場の変動、直接投資の時価評価も投資ポジションに大きな影響を与える。イギリスでは直接投資と株式投資を合わせたエクイティ型投資が対外資産の25%、対外負債の20%を占めている。純ポジションでは直接投資は大幅な黒字だが株式投資では小幅な赤字である。これらは図表4で見たとおりである。1990年代後半からの純債務国化にかかわらず、投資収支の黒字が拡大している点に関連して、各資産・負債ごとの収益率の相違が問題になる。対外資産・負

図表9 対外資産推定収益率



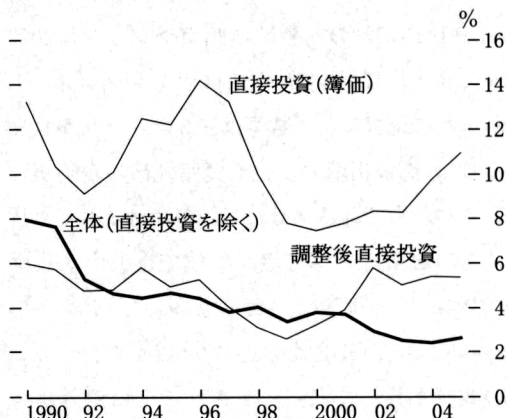
〔出所〕 Stephen Nickell, 'The UK current account deficit and that all', *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer 2006.

図表10 対外負債推定収益率



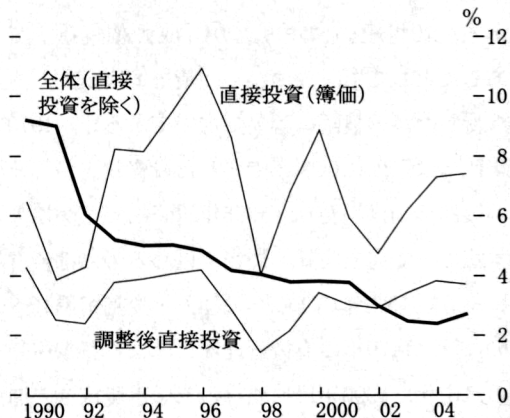
〔出所〕 Stephen Nickell, 'The UK current account deficit and that all', *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer 2006.

図表11 調整後対外資産推定収益率



(出所) Stephen Nickell, 'The UK current account deficit and that all', *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer 2006.

図表12 調整後対外負債推定収益率



(出所) Stephen Nickell, 'The UK current account deficit and that all', *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer 2006.

債の種類ごとの推定 (implied) 収益率は図表9と図表10に示すとおりである。インフレ率と金利の低下傾向の中ですべての資産・負債の収益率は低下傾向にあるが、直接投資の収益率は資産・負債ともかなり高い。この要因のひとつは直接投資の分母が簿価による計算だからである。ニックルは簿価を時価に換算する方法としてプラッテンの研究⁹⁾を紹介し(非銀行対外直接投資の77%を占める167社と非銀行対英直接投資の51%を占める173社のデータから推計。時価の簿価に対する割合は慎重に判断すれば対外で1.75倍、対内で1.5倍)、この研究をさらに株価指数や為替相場その後の動きによって新しい時点まで拡大した結果を示している。図表11と図表12に示すとおりである。この調整後のデータでは推定直接投資収益率は他の収益率とかなり近くなる。だが、90年代末からは直接投資収益率は上昇に転じているが、直接投資以外の収益率は低下し続けている。しかも対外直接投資収益率は対内直接投資収益率よりも高い。そして、時価評価した調整後の数字を使えば対外投資ポジションは黒字に、言い換えればイギ

リスは依然として純資産国になるのである。

ニックルはこのようなデータを提示しつつ、現在の投資ポジションの持続可能性を次のように議論する。最初に、現在の経常収支動向、とくに貿易収支赤字のいっそうの悪化の可能性が問題である。短期的には悪化の可能性が高いが、長期的には不確実である。悪化したとして、直ちに脅威となるか否かは投資ポジションの状態にかかっている。したがって第二に、投資ポジションが問題となるが、純ポジションは巨額の資産・負債に比べてわずかであり、為替相場と株式相場の変動によって大きな影響を受ける。これらの変動によって1990年以降の累積経常収支赤字のかなりが相殺されたことは既述のとおりである。しかもイギリスの純ポジションは、エクイティ・タイプの投資でプラス、負債タイプの投資でマイナスである。変動はあるとしても、歴史的に見てエクイティ型投資のキャピタルゲインは負債型投資のキャピタルゲインを大きく上回る。したがって、現行水準の経常収支赤字は、大幅なポンドの上昇がない限り(起きそうもない)、資産・負債の再評価に

よって相殺され続け、と期待できる。第三に、この対外投資ポジションが投資所得を生み続けられるか、が問題となる。投資ポジション全体では資産と負債がほぼ均衡しているが、収益率の高い直接投資で大幅な黒字である。エクイティ型の投資の収益率が低下する可能性はある。しかし、マーラとプレスコットの研究¹⁰⁾によれば、20世紀にエクイティと負債の収益率格差は10年ごとに大きく変化したが、プラスを維持する傾向にあった。対外直接投資ポジションがマイナスになる可能性は、イギリス企業の買収コストから考えて小さい。したがって、投資所得収支の黒字は続くと思われる。要するに、現在の投資ポジションと投資所得を持続することが可能と主張しているのである。ただし、貿易収支の予想以上の悪化、負債型投資と比べたエクイティ型投資の収益性の低下、対内直接投資が対外直接投資を上回る可能性、ポンドの大幅な上昇がリスク要因である。

IV. キャピタルゲイン依存とエクイティ型投資の停滞

イングランド銀行は『四季報』において年に1度は英国の対外バランスシートについて小論文を発表してきた。2001年冬には「英国の対外バランスシート：金融的安定にとっての意味」と題し、債務国化への懸念を表し、直接投資を正しく計れば債務国でないことを主張していた¹¹⁾。また2003年冬には「金融的安定と英国の対外バランスシート」と題し、巨額になった対外資産・負債の存在への注意を喚起していた¹²⁾。いずれの論文も金融的安定が巨額の対外資産・負債によって損なわれるものでないことを主張しているが、この時期に「金融的安定」

が語られたのは、急速な対外資産・負債の拡大と債務国化への危惧を抱くもの達がいたからであろう。これらに比べて、既に紹介したニッケルの議論は現状肯定的であり、債務国化しても何も心配する必要のないことを主張している。ウィットテーカーは、ニッケルより3ヵ月後の『四季報』で資産価格の変動が純負債ポジションに与える影響が強まっていることを強調し、「キャピタルゲインは貿易赤字の継続に直面しても対外純債務ポジションを安定させることができ、潜在的には為替レート調整の程度を減らすことができる」と主張している¹³⁾。ニッケルやウィットテーカーの議論は、資産価値の変動で負債ポジションを相殺できることを根拠に、現行の経常収支赤字が継続しても心配することはないことを主張するものである。金融の論理とは「安く借りて高く貸す」ことで利益を上げることであるから、ここでの主張を否定することは難しい。だが、キャピタルゲインによって累積赤字を相殺できるとしても、キャピタルゲインへの依存が強まれば時に思わぬ打撃を受けるかもしれない。いうまでもなく、エクイティ型投資がキャピタルゲインを獲得するのが正当としても、株式市場は時にバブルを生み出し、後に大きな打撃を残すからである。程度の問題でもあるが、株式の投機性に依存する程度が強まれば、将来大きな問題が生じるかもしれない。また、為替相場の下落で純負債を相殺するとすれば、程度にもよるが、長期的な為替相場の低落は、国力の低下につながり、好ましいこととは言えないであろう。

だが同時に、これらの議論には実際の投資ポジションの数字が示すものと違和感がある。というのは本文で確認したように、イギリスの対外投資ポジションの過半を構成するのはシティ

の国際金融業務であり、その大半は外貨建ての預貸業務である。シティが国際金融センターとして存続し続けているのはシティの金融機関が利益を上げているからのはずである。負債型（債券と預金・貸付）の投資ポジションはマイナス（2005年の対GDP比で30%）であり、投資収支もマイナス（対GDP比1%）である。しかし、金融機関は投資収支に現れない部分で、利益を挙げていると見るべきであろう。キャピタルゲイン重視の議論は一面的である。

直接投資の収益性が高いので、所得収支の黒字が拡大しているとしても、これが今後も続くという保証はない。もっとも、金利上昇で企業収益の低下・株価下落が生じる可能性は高いとすれば、エクイティ型投資の大きい対外資産の縮小につながろう。だが、対外ポジションへの影響は別にしても、図表4で見た近年における対外ポジションの拡大からは奇妙な結果も得られる。対外資産・負債を、直接投資、株式投資、債券投資、その他投資（銀行部門）に分け、それぞれの95年から00年と00年から05年の伸び率を比較してみよう。すると、対外直接投資と対外株式投資は95年から00年にかけて約3倍、2倍の伸びであるが、00年から05年には20%から30%の伸びである。ところがその他投資（銀行部門）はどちらの期間も同じように2倍増近い伸びである。対外負債でも同じように、直接投資と株式投資は95年から00年に大きく伸びたが、00年から05年には伸びが鈍化している。1990年代末からの投資所得収支の黒字拡大を直接投資が支えているとすれば、00年以降の対外直接投資の停滞は何を意味するのであるか。2000年前後のITバブルによる株価上昇、ユーロ導入過程でのM&Aの活発化などの事件の影響が大きく現れているだけかもしれ

ないのである。

最後に、蛇足ながら、イギリスの対外ポジションが日米両国の分析にどのような示唆を与えるかを考えてみよう。日本については、負債の少なさが資産価格変動の影響を大きくするかもしれないし、円の上昇で資産が減少する点に注意しておこう。また、対外的には債券投資を進め、対内的には株式投資を受入れる構造は、投資家が未熟なのか、リスク回避志向が強いのか、バブル崩壊後の一時的現象なのか、吟味する必要がある。だが、いずれにせよ、対外資産・負債の経済規模という点ではイギリスよりはるかに小さい。アメリカについてはまず、経常収支赤字の拡大と純債務の拡大が特徴である。それでも、国際収支問題が生じない点はイギリスと同じといえるが、要因は異なる。国際通貨ドルの供給国として準備を提供しているからであり、これを除いて直接投資の時価評価を行えば、対外投資ポジションはプラスになる。この意味で、経常収支赤字が続いたとしても、すぐに問題は生じないであろう。とはいえ、海外諸国がドル準備をどこまで保有するかは慎重に検討してみる必要がある。これまでは準備をほとんど保有できなかった中国など新興諸国が準備保有を増加させてきたが、これがいつまでも続くとは思われないからである。つぎに、アメリカでより顕著な特徴は債券投資を受け入れ、株式投資を進める資産・負債構造である。アメリカが、世界における資産需要と資産選好の相違を利用して国際的金融仲介を営んでいるとみる向きもある¹⁴⁾ようである。だが、国際的資金の流れと言う意味ではそうだとすると、金融仲介の意味を問う必要はあろう。アメリカの抱える発達した金融・資本市場の規模の大きさが世界の投資需要や投資選好に対応しているこ

とと、言い換えればアメリカは他国にない独自の金融商品を輸出していることと、アメリカの企業や投資家が海外の直接投資や株式投資を愛好していることに直接の因果関係はないように思える。このような状況がいつまで続くのかも検討の要はあろうし、非米諸国の投資家の成熟とともに変わるかもしれない。

注

- 1) ここで「国際収支発展段階説」というのは経済発展の段階による国際収支構造の変化を区分したクローサーの議論をさすが、これについては、佐々波楊子「国際収支構造の国際比較」(館・建元・渡辺・渡部編『国際金融講座 II 国際収支』東洋経済新報社1975年)によっている。経済産業省『通商白書2006』はこの議論を「経常収支発展段階説」として紹介している(第3章第4節)。
- 2) 拙稿「ポンドとユーロ: イギリスのユーロ参加見送りとマクロ経済政策」『証券経済研究』第50号, 2005年6月。拙稿「ポンドとユーロポンドの『復権』とEUの行方」『証券レビュー』第46巻2月号。
- 3) M. Obstfeld and A.M.Taylor, *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth*, Cambridge U.P. 2004.
- 4) G. Jones, *Multinationals and Global Capitalism*, Oxford U.P. 2005.
- 5) Randal C.Miche, *The Global Securities Market: A History*, Oxford U.P. 2006
- 6) 以下の表に示されていない数字は *The Pink Book 2006* による。
- 7) Stephen Nickell, 'The UK current account deficit and that all', *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer 2006.
- 8) 佐々波楊子, 前掲論文。
- 9) Pratten, C(1996), *The valuation of outward and inward direct investment*, Cambridge University.
- 10) Mehra, R and Prescott, EC(1985), 'The equity premium: a puzzle', *Journal of Monetary Economics*, Vol.15, March.
- 11) Stephen Senior and Robert Westwood, 'The external balance sheet of the United Kingdom: implications for financial stability', *Bank of England Quarterly Bulletin*, Winter 2001.
- 12) Mhairi Burnett and Mark Manning, 'financial stability and the United Kingdom's external balance sheet', *Bank of England Quarterly Bulletin*, Winter 2003.
- 13) Simon Whitaker, 'The UK international investment position', *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2006 Q3.
- 14) 立石剛・星野郁・津守貴之『現代世界経済システム』(八千代出版2004年)は、IMF等の国際金融仲介論を紹介・批判している。

(専修大学教授・当研究所客員研究員)