

わが国の長期資本移動 — 最近の動向と今後の展望

高木 信二*

大阪大学経済学部助教授（大蔵省財政金融研究所研究部併任）

要 約

わが国の経常収支の黒字基調は今後もしばらく続くであろうというのが大方の予想であるが、それに関して、経常収支黒字の還流メカニズム（特に、長期資本輸出）に関心がもたれている。本論文は、近年における日本の長期資本移動の構造変化をまとめ、その将来を展望する。

通貨当局による外為市場介入がなければ、経常収支の黒字額は資本収支の赤字額に等しくなるが、資本収支の内訳である長期資本収支の赤字額に等しくする必要はない。事実、1991年には、経常収支が大幅の黒字であったにもかかわらず、長期資本収支は11年ぶりに黒字を計上した。1992年には長期資本収支は赤字に戻ったものの、その額は経常収支の黒字額を大きく下回り、1991年同様基礎収支は大幅な黒字であった。

四半期データに基づく因果関係分析によると、経常取引から長期資本取引（特に、証券取引）への因果関係は見出だせず、長期資本取引の経常取引に対する自律性が高まっていることを示していると解釈される。この長期資本取引の自律性の高まりは恐らく、近年における資本移動規制の自由化、それも機関投資家による外国証券取得に関わる規制緩和を主たる要因としていと考えられる。これは今後、経常収支の黒字額に見合うだけの長期資本流出が生じる必然性がないことを意味している。

長期資本移動は資産、負債の両面で活発化しており、長期資産が必ずしも長期取引の目的で売買されていない可能性が指摘されている。この意味で、統計上の長短の区別自体が意図された意味を失っているのかもしれない。いずれにせよ、わが国の基礎収支の黒字を所与とした場合、ユーロ通貨市場を含む国際銀行市場を通しての金融仲介が、今後の経常収支黒字の還流メカニズムにおいて重要な役割を果たすことになる。それと同時に、ネットベースでの長期外貨資産への需要低下は、ポートフォリオ・バランスの視点から見ると、本邦投資家の円建て総資産における外国資産の相対価値を低下させるべく、円がさらに増価する可能性をも示唆している。

* 本論文の作成に当たっては、吉田祐司氏にご協力いただいた。また、北浦修敏氏からは膚益なコメントをいただいた。

．はじめに

わが国の経常収支黒字は今後もしばらく続くであろうというのが大方の予想であるが、それに関して、経常収支黒字の環流メカニズム（特に、長期資本輸出）に関心がもたれている。現時点での統計上の慣習によると、資本取引における長短の区別は、背後にある証券（あるいは金融契約）の満期に基づいている。すなわち、証券の満期が1年以上であれば、その証券に関わる資本取引は長期と見なされるのに対し、その満期が1年未満であれば、それに関わる資本取引は短期と見なさねるのである。このように資本取引の長短を区別することの意図は、長期資本は概ね安定的な資金であり、短期資本は一時的、あるいは投機的要素が強い資金であるという暗黙の考えにあるのであろう。

もちろん、証券の満期に基づいた長短の区別には惑意的な側面もある。例えば、5年満期の外国政府債券を購入し、それを3か月後に売った場合、その取引は統計上は長期資本取引と見なさねるのであるが、その経済的性質は明らかに短期である。この長短の区別に関わる問題は、金融活動が著しく活発化した近津において特に重要視されており、この問題を解決すべく、各国当局者がIMFの場で新しい統計件成上の指針を現在協議していると報告されている〔大蔵省（1992）、日本銀行（1993）を参照〕。

これら統計上の問題点はさておき、本論文では現行の統計慣習における長期資本取引に焦点を当てる。仮に現行の長期資本収支が経済的意味での短期取引を含んでいるとしても、安定資金の取引としての狭義の長期資本取引を含む勘定は現行の長期資本収支以外にはない。また、現行の統計慣習を所与として、比較的長い期間

における長期資本取引の動向をまとめ、経験的規則性あるいは構造的変化を分析することは、資本輸出国としてのわが国の将来を展望する上で有益であると考えられる。

この観点から、本論文は、近年のわが国の長期資本移動の経験的規則性と構造変化を概観し、経常取引と長期資本取引との統計的関係を分析する。本論文では、近年における資本取引の自由化を主因として資本取引の規模が巨大化したと同時に、四半期データを使った因果関係分析に基づいて、長期資本取引（特に、証券取引）と経常取引との因果関係が弱くなったことが示される。これは長期資本取引の経常取引に対する自律性が高まったことを示していると解釈されるが、長期資本取引の自律性の高まりは、今後、経常収支の黒字額に見合う長期資本流出が生じる必然性が一層弱まることを意味している。特に本邦機関投資家のポートフォリオの国際的多様化が進んだ現在、経常収支の大幅な黒字にもかかわらず、ネットベースでの対外長期資産の蓄積ペースが、相対的あるいは絶対的に鈍化する可能性が否定できなくなっている。

本論文は以下のように構成されている。まず、第1節では、1961年から1992年までのやや長期的な視野から、日本の国際収支構造を概観する。第2節では、より近年に的を絞り、1975年から1991年までの長期資本収支の動きをまとめる。第3節では、四半期データを使い、経常取引と長期資本取引との因果関係検定を行う。最後に、第4節では、本論文の要旨をまとめ、日本からの長期資本輸出の将来を概観し、それに伴う問題点を提起する。

．わが国の国際収支構造の概観

経常収支の慢性的黒字がわが国の国際収支構造の顕著な特徴となったのは、1960年代の後半であった(第1表)。暦年ベースで見ると、1968-92年の25年間に、わが国の経常収支が赤字を記録したのは、1973-75年、1979-80年の2回にわたる石油危機に伴う時期だけであった。この25年間の経常収支の内訳を見ると、主に発展途上国への公的贈与(無償資金協力、経済協力、国際機関への出資拠出を含む)を反映し

て、移転収支は常に赤字を計上した。1991年に計上された120億ドルを上回る多額の移転収支赤字は、湾岸戦争に伴うわが国の金融支援策(厳密には、「湾岸平和基金」への拠出金)を主要因としている。しかし、移転収支の赤字額は貿易・貿易外収支の黒字額に比べて極めて小さいものであった。

この25年間のほとんどの時期で見られた経常収支の黒字を背景に、わが国の長期資本収支は

第1表 わが国の国際収支の内訳(1961-92年;百万米ドル)

	貿易・貿易外 収支	移転 収支	経常 収支	長期資本 収支	基礎 収支
1961	-941	-41	-982	-11	-993
1962	-29	-29	-48	172	124
1963	-735	-45	-780	467	-313
1964	-407	-73	-480	107	-373
1965	1,017	-85	932	-415	517
1966	1,389	-135	1,254	-808	446
1967	-12	-178	-190	-812	-1,002
1968	1,223	-175	1,048	-239	809
1969	2,300	-181	2,119	-155	1,964
1970	2,178	-208	1,970	-1,591	379
1971	6,049	-252	5,797	-1,082	4,715
1972	7,088	-414	6,624	-4,487	2,137
1973	178	-314	-136	-9,750	-9,886
1974	-4,406	-287	-4,693	-3,881	-8,574
1975	-326	-356	-682	-272	-954
1976	4,020	-340	3,680	-984	2,696
1977	11,307	-389	10,918	-3,184	7,734
1978	17,209	-675	16,534	-12,389	4,145
1979	-7,627	-1,127	-8,754	-12,976	-21,730
1980	-9,218	-1,528	-10,746	2,324	-8,422
1981	6,394	-1,624	4,770	-9,672	-4,902
1982	8,231	-1,381	6,850	-14,969	-8,119
1983	22,348	-1,549	20,799	-17,700	3,099
1984	36,510	-1,507	35,003	-49,651	-14,648
1985	50,821	-1,652	49,169	-64,542	-15,373
1986	87,895	-2,050	85,845	-131,461	-45,616
1987	90,684	-3,669	87,015	-136,532	-49,517
1988	83,749	-4,118	79,631	-130,930	-51,299
1989	61,391	-4,234	57,157	-89,246	-32,089
1990	41,236	-5,475	35,761	-43,586	-7,825
1991	85,384	-12,483	72,901	37,057	109,958
1992	122,303	-4,688	117,615	-28,071	89,544

1/ 速報値。

(出所) 日本銀行、『国際収支統計月報』, 月刊。

おおむね赤字であった。事実、1968年から1990年まで、1980年を唯一の例外として、長期資本収支は経常収支が赤字であった年（1973 - 75年、1979年）にも赤字であった。さらに、1981年から1990年までの毎年、1983年を唯一の例外として、長期資本収支の赤字額が経常収支の黒字額を上回っていたため、基礎収支は赤字であった。この1980年代の現象は、長期資本輸出による経常収支黒字の「オーバーファイナンス」とも呼ばれている（Koo, 1993）。こうして、1990年までの10年間にわが国の国際収支は、経常収支の黒字（移転収支は小額の赤字）とその額を上回る長期資本収支の赤字によって特徴づけられていたと言っても良い。

しかし1991年に入ると、それまで10年間に見られた経常収支と長期資本収支との関係に大

きな変化が生じた。すなわち、経常収支は730億ドルの黒字を示したにもかかわらず、長期資本収支は多額の赤字から一転して、870億ドルという過去最大の黒字を計上したのである。1992年には、経常収支の黒字額が1180億ドル近くまで大幅に拡大したのに伴い、長期資本収支は再び赤字を記録した。しかし、赤字額は280億ドルに止まり、経常収支の黒字額のうち長期資本輸出によってファイナンスされた分は四分の一にすぎなかった。したがって、基礎収支を見ると、1991年と1992年の両年とも、それぞれ1100億ドルと900億ドルと、大幅の黒字を計上したのである。基礎収支の黒字基調は1993年に入っても続いており、現行の統計慣習における経常収支黒字の長期資本輸出による「アンダーファイナンス」は、わが国の国際収支の新たな構造的特徴になった感がある。

・ 近年における長期資本収支の動き

（ ）資本移動規制と長期資本取引

第二次世界大戦終結後から1964年ごろまで、「外国為替及び外国貿易管理法」（1949年制定、いわゆる「外為法」）の下にわが国の対外取引には広範囲の規制が課せられていた。この間、世界銀行からの融資（1953年開始）や発展途上国への円借款（1958年開始）などの公的資本移動はあったものの、民間部門による資本移動は皆無に等しかった。しかし、1964年の国際通貨基金（IMF）、経済協力開発機構（OECD）加盟を契機に、経常取引に対する規制を原則撤廃したのみならず、資本取引に関する規制も次第に自由化され始めた[詳しくは、大蔵省（1992、82 - 89頁）、植田・藤井（1986）、深尾（1989）を参照]。これら10数年にわたる自由化措置は1980年12月施行の「外国為替及び外国貿易管理法の一部を改正する法律」（いわゆる、「新外為法」）として集大成され、これによって対外資本取引は原則禁止から原則自由に

移行した。

新外為法の施行後も、その対象外である生命保険会社（生保）、損害保険会社（損保）、信託銀行など機関投資家による外国証券取得に関する規制が次第に緩和されていった[深尾(1989)、Koo (1993)を参照]。例えば、1983年5月には簡易保険が初めて外貨証券を総資産の10%まで購入することが認められ、1987年4月には資金運用部も初めて外貨証券を総資産の10%まで購入することが認可された。また、生保の外貨資産残高に対する上限規制は、当初の総資産の10%から、1986年4月には25%、同年8月には30%まで引き上げられた。同様の規制緩和は他の業態に対しても適用され、現在では外貨資産残高に対する上限規制は機関投資家の投資行動を事実上制約していないと言われている[Fukao and Okina (1989)]。

これらの自由化措置の結果、1980年代におけるわが国の国際長期資本移動は急速に増加し

第2表 わが国の対外長期資産・負債残高（十億米ドル；パーセント）

	資産				負債				純資産
	総額	民間 部門	（うち、 直接投資）	公共 部門	総額	民間 部門	（うち、 直接投資）	公共 部門	総額 （％GNP）
1976	37	28	（10）	9	18	15	（2）	3	19（3.4）
1977	42	31	（12）	11	20	16	（2）	4	22（3.2）
1978	63	46	（14）	17	29	23	（3）	6	34（3.5）
1979	84	62	（17）	22	36	28	（3）	8	48（4.8）
1980	88	67	（20）	21	47	35	（3）	12	41（4.0）
1981	117	89	（25）	28	70	50	（4）	20	47（4.2）
1982	139	110	（29）	29	78	53	（4）	25	61（5.7）
1983	171	138	（32）	33	103	77	（4）	26	68（5.9）
1984	229	192	（38）	37	113	84	（5）	29	116（9.2）
1985	301	264	（44）	37	122	92	（5）	30	179（13.5）
1986	476	425	（58）	51	192	152	（7）	40	284（14.5）
1987	646	565	（77）	81	236	179	（9）	57	410（17.2）
1988	833	728	（111）	105	311	268	（10）	43	522（18.3）
1989	1,019	902	（154）	117	447	405	（9）	42	572（20.2）
1990	1,096	974	（201）	122	464	408	（10）	56	632（21.4）
1991	1,248	1,090	（232）	158	647	565	（12）	82	601（17.7）

（出所）日本銀行、『国際収支統計月報』，月刊。

た。対外長期資産と対外長期負債それぞれの年末残高の変化を見ると（第2表），^{注1} 2つの顕著な特徴が読み取れる。第一に，経常収支黒字に伴う対外純資産の増加を反映して，資産の増加が負債の増加を圧倒的に上回ったが，負債の増加も着実であった。例えば，1980年末から1991年末までの期間，民間部門保有の対外長期資産残高は670億ドルから1兆900億ドルまで増加したのに対し，対外長期負債残高は350億ドルから5650億ドル（資産の約半額）まで増加している。

第二に，対外総資産，対外総負債の増加率に比べて，政府部門保有の資産，負債の増加率は極めて鈍化している。例えば，資産を見ると，1980年末から1991年末まで，民間資産が670億ドルから1兆900億ドルまで10数倍も増加したのに対し，政府資産は210億ドルから1580億ドルまで，増加したに過ぎない。また負債につい

ても，民間負債が350億ドルから5650億ドルまで増えたのに対し，政府負債は120億ドルから820億ドルまで増加したに過ぎない。この結果資産負債総額に占める政府部門の比率は，1970年後半の20％以上から1990年代始めには10％弱まで低下している（パーセンテージ比率は直接的には報告されていない）。

これら資産負債両面での長期資本取引の活発化を反映して，わが国の対外長期資産および対外長期負債の残額は，GNP比で見ても急速に増加している（パーセンテージ比率は直接的には報告されていない）。すなわち，1976年末から1991年末まで，対外資産残高のGNP比は6.6％から36.8％まで，対外負債残高のそれは3.4％から21.4％まで増えた。ネットベースでの対外純資産総額は，1976年末の190億ドル（GNPの3.4％）から1990年末の6320億ドル（同21.4％）と大きな増加を示している。ただ

（注1）ただし，資産あるいは負債の年末残高の変化は，為替レート変動に伴う評価額の変動により，フローベースでの資本移動額と厳密には一致しない。

第3表 わが国長期資本収支の構成要因（1975 - 91年；百万米ドル）

長期資本 収支	うち、直接投資			延払信用			借款			証券			(参考) 借款と証券		
	資産	負債	純資産	資産	負債	純資産	資産	負債	純資産	資産	負債	純資産	流出	流入	
1975	-272	-1,763	226	-1,537	-29	-29	-58	-1,295	166	-1,129	-24	2,753	2,729	-5,497	7,097
1976	-984	-1,991	113	-1,878	-571	-5	-576	-1,525	326	-1,199	-146	3,104	2,958	-8,076	9,835
1977	-3,184	-1,645	21	-1,624	-1,388	-13	-1,401	-472	-324	-796	-1,718	2,355	637	-11,963	11,804
1978	-12,389	-2,371	8	-2,363	-142	-22	-164	-6,299	-7	-6,306	-5,300	2,487	2,813	-30,328	21,209
1979	-12,976	-2,898	239	-2,659	1,288	-33	1,255	-8,102	-169	-8,271	-5,865	4,282	-1,583	-38,775	28,921
1980	2,324	-2,385	278	-2,107	-717	-16	-733	-2,553	-231	-2,784	-3,753	13,113	9,360	-41,547	48,123
1981	-9,672	-4,894	189	-4,705	-2,731	-15	-2,746	-5,083	-186	-5,269	-8,777	13,220	4,443	-64,573	63,747
1982	-14,969	-4,540	439	-4,101	-3,239	-6	-3,245	-7,902	-181	-8,083	-9,743	11,860	2,117	-75,550	69,584
1983	-17,700	-3,612	416	-3,196	-2,589	8	-2,581	-8,425	-37	-8,462	-16,024	14,148	-1,376	-108,213	97,875
1984	-49,651	-5,965	-10	-5,975	-4,937	3	-4,934	-11,922	-77	-11,999	-30,795	7,184	-23,601	-187,509	151,909
1985	-64,542	-6,452	642	-5,810	-2,817	29	-2,788	-10,427	-75	-10,502	-59,773	16,741	-43,032	-466,435	408,377
1986	-131,461	-14,480	226	-14,254	-1,836	-40	-1,876	-9,281	-34	-9,315	-101,977	545	-101,432	-1,702,277	1,591,530
1987	-136,532	-19,519	1,165	-18,354	-535	-1	-536	-16,190	-119	-16,309	-87,757	-6,081	-93,838	-1,866,183	1,756,036
1988	-130,930	-34,210	-485	-34,695	-6,939	-18	-6,957	-15,211	-82	-15,293	-86,949	20,298	-66,651	-1,949,078	1,867,134
1989	-89,246	-44,130	-1,054	-45,184	-4,002	-9	-4,011	-22,495	17,813	-4,682	-113,178	85,144	-28,034	-2,333,689	2,300,973
1990	-43,586	-48,024	1,753	-46,271	680	-10	670	-22,182	39,112	16,930	-39,681	34,653	-5,028	-1,844,011	1,855,913
1991	37,057	-30,726	1,368	-29,358	3,928	-2	3,926	-13,097	38,124	25,027	-74,306	115,284	40,978	-1,617,476	1,683,481

負の値は資本の流出，正の値は資本の流入を示す。

（出所）日本銀行、『国際収支統計月報』，月間；筆者による推計。

し，1991年になると，資産の増加を上回る負債の増加があったために，対外純資産は年間で300億ドル（GNP比で4%弱）ほど減少した。

（ ）長期資本収支の取引形態別内訳

次に，長期資本収支の構造を理解するために，大まかな取引形態（直接投資，延払信用，借款，証券投資）別に作成された収支統計を見てみよう（第3表）。この表から，少なくともわが国長期資本収支の構造的特徴が幾つか明らかにされる。

まず第一に取引の方向を見てみると，長期資本移動が全体として概ね純輸出を示していたことを反映して，長期資本取引の各勘定も概ね赤字であった。1975年から89年まで，直接投資と借款が赤字を示さなかった年はなく，延払信用も石油危機の1979年を除いては毎年赤字であった。しかし，証券投資は1983年以降は大幅の赤字であったものの，1982年までは1978年と1979年の2年間を除き黒字を示していた。1990年代に入ると，借款，延払信用，証券投資が黒字を示し始めたのに対し，直接投資は引き続き首尾一貫して大きな赤字を示した。

次に取引の絶対量を見ると，1980年代の初めから証券取引が他の取引形態を圧倒的に上回ってきたことがわかる。例えば，1986年をとると，証券の資産取引の取引総額は1000億ドルを越え，借款の資産取引（93億ドル）の10倍以上，直接投資の資産取引（145億ドル）の約7倍、延払信用の資産取引（18億ドル）の50倍以上に達した。また1980年代後半に入ると，直接投資（ほとんどが資産取引）の増加が顕著になり，証券取引を大きく下回るものの他の長期資本取引形態を絶対額で着実に上回るようになった。

最後に取引形態ごとの資産と負債の動きを見ると，ほぼ1980年代を通して，長期資本輸出のうち，直接投資延払信用，借款のほとんどが対外資産の一方的な増加という形をとったのに対し，証券投資は資産の増加と負債の増加が並行して進んだ。第3表の一番右の欄には，長期資本取引のうち，借款と証券投資の合計額が，資本流入と資本流出ごとに推計されているが，長期資本収支が概ね赤字であったにもかかわらず，実際には両方向の長期資本移動が活発であったことが示されている。

． 経常取引と長期資本取引

() 長期資本取引の自律性

長期資本移動の規模と方向は、金利差、資産ストックの変化、為替レート期待などの経済的要因によって影響されるものであるから（植田・藤井（1986）を参照）、近年におけるわが国の長期資本移動のすべてを規制緩和という一つの環境変化だけによって説明することは賢明ではない。しかし、1980年代に入ってから資本移動の自由化と同時期に起こった驚異的な長期資本取引（特に証券投資に関わる取引）の拡大を鑑みると、最近における長期資本取引の活発化の主要な部分が、本邦機関投資家による外国証券取得の自由化に帰することは確かであろう。

ともあれ、長期資本移動の経常取引に対する相対的規模は近年になって極めて大きくなって

いる。例えば1975年には、550億ドルの輸出に対し、証券毎借款による長期資本輸出は55億ドルと輸出の10分の1に過ぎなかったが、1985年には、それぞれ1740億ドル、4664億ドルと規模が逆転している。さらに、1990年には、2800億ドルの輸出に対し、証券毎借款による長期資本輸出は1兆8440億ドルと輸出額の数倍に達した。特に長期資本取引のうちの証券投資は資産と負債の両建てで活発化しているから、同様のことは貿易額と資本流入との関係についても言える。

資本取引の拡大が両建てで起こったこと、またその拡大が経常取引の規模に対して著しく大きくなったことは、長期資本取引の経常取引に対する自律的要素が増してきたことを示唆して

第4表 単位根検定

		1974 : Q 1 - 1980 : Q 4	1981 : Q 1 - 1992 : Q 2
経常受取	DF	-0.779	-0.010
	ADF (1)	0.325	0.408
	ADF (2)	0.925	0.201
経常支払	DF	0.989	0.288
	ADF (1)	1.765	-0.260
	ADF (2)	0.573	-0.292
借款貸出	DF	-1.200	-1.581
	ADF (1)	-1.359	-1.263
	ADF (2)	-1.098	-1.255
証券購入	DF	0.089	-2.031
	ADF (1)	-0.498	-1.781
	ADF (2)	-0.585	-1.733
借款借入	DF	-2.984*	-0.359
	ADF (1)	-1.538	-0.034
	ADF (2)	-1.694	0.201
証券売却	DF	-0.993	-1.696
	ADF (1)	-1.054	-1.569
	ADF (2)	-1.701	-1.551

*は、統計値が5%で有意であることを示す。

いる。国際収支上の意味で長期資本取引の自律性が高まったことは、長期資本取引を經常取引に付随する調整的取引と見なすことが適切ではないことを意味する〔国際収支における「自立的取引」と「調整的取引」については高木（1992）、1章を参照〕。つまり、1980年代のように長期資本収支は經常収支の黒字を大きく上回る程の赤字を示すかもしれないし、1991年以降のように經常収支が黒字であるのにもかかわらず、長期資本収支も黒字を示すかもしれないのである。以下では、近年における長期資本取引がおおむね自律的であったという仮説を、グレンジャーの因果関係検定によって調べることにする。

グレンジャーの因果関係検定の結果は、ラグを何期に設定するか、右辺にどの変数をいれるのかなど検定式の特定化によって左右されることが知られているが、ここでは、四半期データを使い、長期資本取引と經常取引との2変数間の時間的関係を8期のラグ（2年間）をとって調べることにする。ほとんどの変数の場合、単位根検定は単位根の存在を示唆したので（第4

表）、検定式は対数値の一次階差をとることによって特定化することにした。

使用する変数は、經常取引の変数として、經常受取（輸出と貿易外受取の計）と經常支払（輸入と貿易外支払の計）の2変数、長期資本取引の変数として、借款貸出、証券購入（以上、資本流出）、借款借入、証券売却（以上、資本流入）の4変数である。因果関係の検定は、貸方項目（經常受取、または資本流入）と借方項目（經常支払、または資本流出）との間で行われる。例えば、もし資本取引が經常取引の調整的取引であれば、經常受取に伴って資本流出があるはずであるから、經常受取と借款貸出、証券購入との間に因果関係があるか否かが検定されるわけである。もし資本取引が自律的取引であれば、グレンジャーの意味で、經常取引から資本取引への因果関係はないはずである。

（ ）実証結果

經常取引と長期資本取引との間に因果関係が無いという帰無仮説は、1974年第1四半期から1992年第2四半期までの全期間と、1981年

第5表 グレンジャー因果関係検定

	1974 : Q 1 - 1992 : Q 2		1981 : 1 - 1992 : Q 2	
	説明変数の現在値		説明変数の現在値	
	含まない F (8, 48)	含む F (9, 47)	含まない F (8, 21)	含む F (9, 20)
x : 經常受取				
y : 借款貸出				
x → y	2.29*	1.99	2.27	2.77*
x ← y	1.14	0.99	1.13	1.61
y : 証券購入				
x → y	0.50	0.83	0.62	0.81
x ← y	2.88*	3.04*	1.28	1.43
x : 經常支払				
y : 借款借入				
x → y	0.80	0.88	1.28	1.29
x ← y	0.89	0.96	1.01	1.05
y : 証券売却				
x → y	1.10	0.96	0.69	0.62
x ← y	0.97	0.85	2.11	1.83

ラグは8に設定。*は、統計値が5%で有意であることを示す。

第1四半期から1992年第2四半期までの後半期間との二つの標本期間について検定された。各期間とも、説明変数の現在値を含めた場合と含めない場合の二通りの特定化がされ、それぞれ8通りの組合わせについて帰無仮説が検定された。合計32 ($8 \times 2 \times 2$) 通りの組合わせについて計算されたF値は、第5表にまとめられている。

まず経常受取と資本流出との関係を見ると、借款貸出から経常受取への因果関係が無かったという帰無仮説は、借款貸出の現在値を右辺に含めた場合と含めない場合の二通りの特定化において、両標本期間について棄却されなかった。しかし、経常受取から借款貸出への因果関係が無かったという帰無仮説は、全標本期間では経常受取の現在値を右辺に含めない特定化において、後半期間では経常受取の現在値を右辺に含める特定化において棄却された。すなわち、4ケース中2ケースで、経常受取から借款貸出への因果関係が支持されたということである。これは借款の供与が輸出取引に伴って行われていた可能性を示唆している。

次に、証券購入から経常受取への因果関係が無かったという帰無仮説は、証券購入の現在値を右辺に含めた場合と含めない場合の二通りの特定化において、全標本期間について棄却された。しかし帰無仮説は、後半期間に関しては棄却さ訂なかった。また両標本期間について、いずれの特定化の場合でも、経常受取から証券購

入への因果関係が無かったという帰無仮説は棄却されなかった。すなわち、もし因果関係があるとすれば、証券購入から経常受取の方向であり、経常受取から証券購入への方向ではない。また前者に関しても、1981年以降の後半期間だけをとったときには因果関係は見出だせなかった。

最後に経常支払と資本流入（借款借入、証券売却）との間では、因果関係が無かったという帰無仮説は、両標本期間についていずれの方向に関しても棄却されなかった。すなわち、例えば、輸入をファイナンスするために海外借入をする、あるいは海外借入を行った結果輸入が可能となるといった形の経常取引と長期資本取引との時間的關係は、少なくとも四半期データを使った二変数に基づく特定化では支持されないということである。

これらの結果を全体的に見ると、長期資本取引はおおむね経常取引に対して自律的であったという結論が支持されると思われる。ある特定化においては、経常受取から借款貸出への因果関係が示唆されたが、証券取引は取引高の規模において借款取引よりも桁違いに大きかったことを考えると、長期資本取引の経常取引に対する自律性は極めて高かったと結論できるであろう。もちろん長期資本移動は多くの要因に左右されるが、ここでの特定化を受け入れる限り、少なくともその主要な部分は経常取引から独立した取引であったといえよう。

．おわりに

過去四半世紀の慢性的な経常収支黒字を背景に、わが国の長期資本収支はいくつかの構造変化を経験した。まず1970年代では為替規制が次第に緩和されたものの、長期資本移動の規模は比較的限定されており、長期資本収支の赤字額は経常収支の黒字額を大きく下回っていた。すなわち、石油危機の時期を除くと、1970年

代の基礎収支は概ね黒字であった。しかし、1980年代初頭から機関投資家による外国証券取得の自由化が進み、長期資本取引の規模が急速に拡大した。特に外国証券取得を主にする長期資本流出は経常収支の黒字額を上回る水準で推移し、1980年代を通して基礎収支は赤字であった。これが長期資本輸出による経常収支黒

字の「オーバーファイナンス」である。

次に1991年になると、多額の経常収支黒字にもかかわらず、わが国の長期資本収支は11年ぶりに黒字を計上した。1992年の第2四半期に入ると長期資本収支は再び赤字に転じたものの、通年ベースでの長期資本収支の赤字額は、経常収支の黒字額の四分の一にも満たなかった。このため、1991年と1992年の両年とも、基礎収支はそれぞれ1100億ドル、900億ドルと多額の黒字を示したのである。この傾向は1993年に入っても続いているが、長期資本輸出による経常収支の「アンダーファイナンス」がわが国の国際収支の当面の構造的特徴となったのかもしれない。

グレンジャーの因果関係検定によれば、近年において長期資本取引（特に、証券取引）は経常取引に対して概ね自律的であったことを示唆している。したがって、一部の議論にあるように、わが国経常収支の黒字額をもって日本からの安定的資金供給の額にほぼ等しいとする暗黙の仮定は成立しない。多額の経常収支黒字にもかかわらず近年における基礎収支が一転して黒

字になったことは、1980年代を通して進んだ対外長期資産の蓄積が無制限に続くことが不可能であることを示唆しているのかもしれない。この意味で、対外資産のストック自体は絶対値でみて増加し続けることは有り得ても、邦人投資家のポートフォリオにおける対外長期資産のシェアが増加し続けると考えるのは難しい。

このように邦人投資家が（絶対的あるいは相対的に）対外長期資産への投資を下方修正しているのであれば、大方の予想である今後の経常収支黒字は、二つの政策的インプリケーションを提起している。第一に、ポートフォリオ・バランスの観点から見ると、対外証券への需要の低下は、邦人投資家の持つ対外資産の円建て価値を下げるべく、円を一層増価させるであろう。第二に、基礎収支が黒字であることは、わが国の貯蓄の多くが短期資産に投資されることを意味する。したがって、わが国の貯蓄がどのような形態をとって世界各地に還流されるかを予想するためには、邦人投資家の投資行動を分析するよりも、ユーロ通貨市場の金融仲介的役割を分析する方が有益であると言えよう。

参 考 文 献

日本語文献

植田和男，藤井真理子，「最近におけるわが国の資本流出について」，『フィナンシャル・レビュー』，3号，大蔵省財政金融研究所，1986年12月，9 - 53頁。

大蔵省，『国際金融局年報』，年刊。

大蔵省『財政金融統計月報』，月刊。

大蔵省，「国際収支統計をめぐるIMFでの議論 - 国際資本フロー作業部会の報告について」，『財政金融統計月報』，No. 484，1992年8月，1 - 9頁。

小宮隆太郎，須田美矢子，『現代国際金融論』，歴史・政策編，日本経済新聞社，

1983年。

高木信二，『入門・国際金融』，日本評論社，1992年。

日本銀行，『国際収支統計月報』，月刊。

日本銀行，「1991年中の対内外証券投資の動向」，『日本銀行月報』，1992年3月，1 - 16頁。

日本銀行，「1992年中の対内外証券投資の動向」，『日本銀行月報』，1993年4月，1 - 20頁。

深尾光洋，「日本の為替管理の自由化と国際収支構造の変化」，『金融研究』，第8巻，第4号，日本銀行金融研究所，1989年12月，1 - 64頁。

英語文献

Fukao, Mitsuhiro and Kunio Okina, "Internationalization of Financial Markets and Balance of Payments Imbalances : A Japanese Perspective. " *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 30, 1989, 167 - 230.

Koo, Richard C., "International Capital Flows and an Open Economy: the Japanese Experience", Shinji Takagi (ed.), *Japanese Capital Markets : New Developments in Regulations and Institutions*, Oxford : Basil Blackwell, 1993, 78 - 129.