

「国際資金フローのグランドデザインに向けた試みと考察」

藤田 憲資(東京経済大学大学院博士後期課程修了)

1. はじめに～問題の設定、課題と方法

—本報告の課題は、およそ次の3つである。すなわち、2000年代、ないし2007年・2008年の危機時を対象にしながら、第1に、国際資金フローのグランドデザインにおける「方向」を提示すること¹、第2に、その作成プロセスにおいて直面する問題点を指摘すること、および、第3に、それに影響を及ぼしたと予想される幾つかの要因を検討することである。—かかる課題を選択した理由は、端的に言えば2つある。1つは、これまでの筆者の研究の延長であり、いま1つは、現状見られる幾つかの同デザインに対する批判である。—このうち、前者について言えば、これまで、筆者は、国際資金フローの「方向」について主に次の2つのアプローチを試みた。

—1つは、ネットの金融収支の黒字国と赤字国とに分類することによって、黒字国から赤字国へという、世界全体のおおよそその資金フローの「方向」を提示することであり、いま1つは、米国、日本およびドイツにおける、それぞれの地域別金融収支を考察することによって、主要先進国の対外資金フローの「方向」を提示することである。

—そこで、次なるステップは、それらを組み合わせて、国際資金フローのグランドデザインを提示することであると考えた。←補論1および補論2参照

—他方、後者について言えば、これは、以下、本報告で詳しく批判、検討するので、ここでは、さしあたり次の2点についてのみ触れておくことにする。

—1つは、国際資金フローの「方向」、「中身」および「規模」を示したグランドデザインにおいて、とくに、その「方向」を体系的に明示したものは多くないことである。それは、ここ数年の危機について論じている研究についても例外ではない。←補論3参照

—いま1つは、そうしたデザインにおいて、「方向」を提示していても、明解さを追求するあまり、それを作成する上で必要な手続きを明示せずに描いている研究もみられることである。←補論4参照

—そうして、本報告では、冒頭に示した3つの課題について、以下のごとくアプローチする。

—まず、第1の、国際資金フローのグランドデザインにおける「方向」の提示という課題については、データの存在する主要先進国の地域別金融収支を組み合わせることを試みる。

←補論5参照

—つづく、第2の、同デザインの作成プロセスで直面する問題点については、2国間資金フローの「方向」の「食い違い」に着目し²、さらに、第3の、それに影響を及ぼした要因については、国際資金フローの統計上の「不突合」、「中継地」との取引³、ならびに、危機時における資金フローの3点を取り上げる。

—かくして、本報告は、グランドデザインに基づいて考察するよりも、「方向」の提示、および作成プロセスにおいて捨象された箇所の検討という、いわば同デザインの根幹に重きを置くものである。このような視角からアプローチした研究は、その重要性に比してさほ

ど多くないと言ってよい。そして、その際、重視したことは、デザインの明瞭さを追求することではなく、そこで提示するグランドデザインの根本的な部分について正面から取り組むことによって、同デザインの信頼性に対する揺らぎを可能な限り減らすことである。—それでは、以下、かかる方針のもとに、考察を進めていくことにする。

注

1. 本報告において、グランドデザインとは、どの国からどの国へ、どのような資金が、どれくらい移動したのか、という具体的な資金の流れを示したものとする。
2. 本報告では次のようなケースを「方向」の「食い違い」と呼ぶ。すなわち、A と B の 2 国間の資金フローにおいて、たとえば、A 国の資料で、A 国が B 国に対して流出超過していれば、本来、B 国の資料においては、A 国からの流入超過になるはずである。しかし、B 国から A 国への流出超過になっているケースである。
3. 本報告では、英国ないしタックス・ヘブンの国・地域に代表されるように、ネットの資金フローの流出入がグロスのそれに比べて顕著に大きい国・地域を「中継地」と呼ぶ。

*補論 1：本報告と同様の視角からのアプローチ～定義

1-1. 本報告の国際資金フロー以外にも、グランドデザインを試みた先行研究として、さしあたり、国際資本移動、国際資金循環および銀行部門の資金フロー、といった 3 つの視角がある。ただし、このうち、最初の 3 つの視角については、研究者によって定義に多少の相違がある。したがって、最初に、本報告における、それぞれの定義を確認しておこう。

1-2. まず、本報告の主たる視角である、国際資金フローとは、国際的な資金の流れを、各国別・金融資産別に鳥瞰的にとらえたものであり、その対象は、国際収支統計の資本勘定[金融収支]に該当するものである(金融辞典編集委員会編、2002、206 頁)。これに対して、国際資本移動は、国際間の資金(購買力)移動のことであるが、主に国際収支表の経常移転収支と資本収支[金融収支]とに相当する取引である(金融辞典編集委員会編、2002、207 頁)。他方、国際資金循環とは、SNA[System of National Account:国民勘定体系]の資金循環勘定の国内部門全体の資金過不足は、国際収支と関連する海外部門(海外勘定)との間での金融取引によって調節されることから、両者の資金循環を国際資金循環と称する(金森・荒・森口編、2002、386 頁)。

—この限りで言えば、国際資本移動および国際資金フローの分析視角と、国際資金循環のそれとでは、国内の資金循環の取り扱い等を含め、多少性格が異なるとみてよい。本稿では、金融収支に焦点を当てて分析するので、上記の定義に沿って言えば、国際資金フローの分析、ないし国際資本移動の分析の一部に該当するものである。

*補論 2：本報告と同様の視角からのアプローチ～先行研究

2-1. 各分析視角の先行研究について、幾つか紹介しておく、以下のごとくである。

2-1-1. 資金循環勘定をベースにした先行研究としては、石田定夫、1993、『日本経済の資金循環』東洋経済新報社、および、近年では、張 南、2005、『国際資金循環分析の理論と展開』ミネルヴァ書房、ならびに辻村和佑・辻村雅子、2008、『国際資金循環分析—基礎技法と応用例』慶応義塾大学出版会などがある。

—これら先行研究は、概して、国内の資金循環と、他の国・地域も含めた対外バランスを併せて描いており、その点では評価できる。しかし、かかる成果に比べると、本報告で重視している、各国間の資金フローについての詳しい分析については、その主たる目的が異なることもあって研究の余地が残されていると考える。

2-1-2. 銀行部門を通じて世界のマネーフローを描こうとした先行研究としては、BIS, 2009, *Quarterly Review*, June, pp.24—25 を、他方、銀行取引の中心である英国ならびに米国に焦点を当てて描こうとした先行研究としては、多少古くなるが、中尾茂夫、1988、『世界マネーフロー』同文館出版をとりあえず挙げておく。

—ただし、前者の中には、BIS が公表していないデータを使って作成した図も含まれているため⁴、これと同様の方法でアプローチすることには限界がある。

2-1-3. 国際資本移動に焦点を当てた先行研究としては、古くは、瀬尾英巳子、1971、『現代資本主義の成長構造』日本評論社、平田喜彦、1997、「世界の経常・資本取引拡大と国際収支構造変化、1980～1993 年」『経済志林』第 65 巻 1 号、および、同、1997、「国際資金循環の構図、1984～1993 年」『経済志林』第 65 巻 2 号などに詳しい。また、比較的最近のものとしては、山本栄治、2002、『国際通貨と国際資金循環』日本評論社、および Brown, B., 2006, *What drives global capital flows ?*, Palgrave Macmillan(田村勝省訳、『ドルはどこへ行くのか』春秋社、2007 年)などがある。

—これらのうち、瀬尾と平田の研究は、IMF の国際収支マニュアル第 4 版に沿ったものであり、残る 2 つの研究は、本報告と同じ第 5 版に沿ったものである。

—他方、平田および山本の研究は、それぞれ題には国際資金循環とあるが、その中身を見ると、本報告の分類では国際資本移動ないし国際資金フローに焦点を当てた先行研究に該当するものとみてよい。

—このうち、ブラウンは、同著の中で、国別の資金フローはデータの制約によって難しいことから、主要通貨別の資金フローを明らかにすることを試みている。

2-1-4. 最後に、本報告と同じ、国際資金フローに焦点を当てた先行研究としては、たとえば、柴田徳太郎、1993、「国際金融市場の三極化」(平田喜彦編、1993、『現代国際金融の構図』法政大学出版局、第 3 章)、同、2003、「三大国際金融・資本市場の構造」(尾上修悟編、2003、『新版 国際金融論』ミネルヴァ書房、第 4 章)がある。これらは、それぞれ 1980 年代および 1990 年代を対象に、東京、ニューヨークおよびロンドンにおける資金フローを 3 極構造という枠組みから考察したものである。ただし、これらは主として各地域別に証券投資や銀行部門の取引に焦点を当てて考察したものであり、グランド・デザインを提示することが目的ではない。

—他方、国際資金フローのグランド・デザインを提示した研究のうち、ここで主たる検討の対象としたのは、日本の公的機関による以下の研究である。すなわち、経済産業省、2005、『通商白書 2005』ぎょうせい、47 頁、内閣府政策統括官室編、2008、『世界経済の潮流 2008 年 I』日経印刷株式会社、9 頁、および、日本銀行国際収支統計研究会、2000、『入門 国際収支』東洋経済新報社、206—207 頁である。

—これらのうち、『通商白書』では、基本的に毎年、国際資金フローのグランドデザインが提示されることもあり⁵、同著の図を引用して論じている研究もみられる。

注

4. BIS は、報告国の所在銀行の対外取引について、国・地域別のデータを公表していないが、同分析ではそれを利用している。ちなみに、銀行の国籍別には国・地域別の対外取引を公表している。

5. 参考までに、ここ数年（2007、2009、2010 年）の『通商白書』は、主として米国のデータを使い、米国を中心にした資金フローを描いている。このうち、2009・2010 年については、英国所在の銀行部門の取引と組み合わせて描いている。この限りで言えば、そうした試みは、2005 年ないし 2008 年の同『白書』においてみられたような、米国および日本の地域別金融収支から国際資金フローを描くというスタンスとは若干異なるものである。

＊補論 3：国際資金フローのグランドデザインにおいて、「方向」を提示することが容易でない理由

3-1. 国際資金フローのグランドデザインにおいて、各国間の資金フローの「方向」を体系的に明示したものが多くない、ということは、すなわち、それを提示することが容易でないことを意味していると言ってよい。

—その理由として、ここでは、データの制約に着目し、それについて、さしあたり、データの「枠組み」および「把握」という 2つの観点からみていくことにしよう。

3-1-1. まず、前者のデータの「枠組み」について述べる上で、最初に確認しておかなければならないことは、貿易と異なり、各国間の資金フローを総括したデータが公表されていないことである。

—その結果、各国における地域別金融収支のデータを使ってアプローチすることになるが、残念ながら、そのデータでさえも公表している国は管見の限り数少ないと言ってよい。

—たとえば、先進国であっても、米国、日本、およびドイツは、それぞれ取引相手国・地域との間に四半期ベースのデータが存在するものの、ユーロ圏は年ベース、また、英国は所在銀行ベースのデータに限られる。

—さらに、そのデータが存在するそれら 3 国でさえも、取引相手の分類は地域別が基礎にあり、また、国別の分類は徐々に増えているとはいえ、その中心は主要先進国である。

3-1-2. 他方、後者のデータの「把握」について、ここで注目したいのは、考察の対象となる国・地域の拡大、ならびに取引の多様化・高速化・大規模化により、データを把握することの難しさが増したことである。それは、たとえば、ユーロ・ドル市場の発生と拡大、NIEs ならびに ASEAN といった新興国の台頭、カリブ海諸国および香港等のタックス・ヘブンを通じた取引の活発化、さらにはデリバティブズ取引の規模の拡大と複雑化などに見ることができる。

—かくして、国際機関ないし各国におけるデータの「枠組み」が十分に整備されていないこと、ならびに、考察の対象の拡大と、取引の多様化・高速化・大規模化によってデータの「把握」の難しさが増したことが、国際資金フローのグランドデザインにおいて、「方向」を提示することを容易でないものになっていると 1つの要因と言ってよい。

＊補論 4：国際資金フローのグランドデザインを示す上で必要でありながら明示されてい

ない手続き

—ここでは、上記の先行研究を手がかりにして、同デザインを作成する上で捨象された手続きとして、さしあたり次の5つを挙げておくことにする。

—すなわち、第1に、出所の資料をどの2国間資金フローに使用したのか明示されていないことであり、第2に、それとも関連するが、日本と米国など、両国がともにデータを保有している場合に、いずれか一方のデータを選択した理由について明らかにしていないことである。加えて、第3に、主として米国以外の資料を使う際に、ドル建てへの換算に関する情報が示されていないことであり、第4に、米国の2国間資金フローを示す際に使用されることの多い米国商務省のデータについてである。米国への投資のうち財務省証券などは銀行部門の負債項目に含まれ、かつその規模が特定されていないため、構成項目別にネットの資金フローを提示することは難しいが、これについて触れないままそれを提示している。および、第5に、日本および米国と同様にドイツも地域別金融収支を公表しているが、先の2国に比べるとドイツのデータを使用した研究はあまり多くないことである。そうしたこともあって、取引相手国の分類が国別ではなく、「EU」ないし「欧州」という地域別に提示されることも少なくない。←図A、図B、および表A参照

＊補論5：各国の地域別金融収支を組み合わせるというアプローチが直面する2つの問題と、それへの対応。

—第1の問題は、上記のように、地域別金融収支を公表しているのは、一部の国・地域に限られる、というデータの制約である。

—第2の問題は、各国の地域別金融収支どうしでデータの「食い違い」がみられることである。たしかに、より多くの国々の地域別金融収支を利用することは、国際資金フローの「方向」を提示する上で手助けになることは確かであるが、その一方で、データが重複し、場合によっては、「食い違い」も増えてしまう。

—本報告では、そうした各国間におけるデータの「食い違い」をそのまま提示し、それに影響を及ぼした要因を探るというスタンスでアプローチする。たしかに、こうした試みは、明瞭さを重視したアプローチとは、ある意味正反対の動きではあるが、かかる試みを通じて、作成プロセスについてしっかりと検討することは、明瞭なグランドデザインを読み解く上でも有用ではないかと考えた。

2. 考察の結果

—まず、本稿では、米国、日本およびドイツの地域別金融収支を結合することを通じて、2000年代ないし危機時の国際資金フローのグランドデザインを試みた。

(1)その結果、これら3国の間の資金フローにおいて、「金額」の違いのみならず、「方向」の「食い違い」がみられた。

(1-1)2001年から2008年における、米国、日本およびドイツの地域別金融収支の結合←表1、表2参照

—この時期における、米国、日本およびドイツの間の資金フローを結合したところ、同じ、2国間の資金フローにもかかわらず、当該国の間で、「金額」の違いのみならず、「方向」の

違いがみられたことは注目される。そして、その「方向」の違いは、これら 3 国の間では、日本に関連した取引において比較的多くみられる。そのうち、日本とドイツの間の資金フローについて⁶、その構成項目をみると、「直接投資」と「証券投資」は対象期間の約半分で「方向」の「食い違い」がみられる⁷。

(1-2) 2007・2008 年の各四半期における、米国、日本およびドイツの地域別金融収支の結合←表 3、表 4 参照

—この時期における、米国、日本およびドイツの地域別金融収支を結合したところ、年ベースの際と同様に、「金額」のみならず「方向」についても「食い違い」がみられた。なかでも、リーマン・ショックの前後に当たる、2008 年 3 Q・4 Q においては、日本と米国、日本とドイツの双方で「方向」の「食い違い」がみられ、さらに、2008 年 4 Q における、日本とドイツとの間の資金フローにおいては、全ての構成項目で「方向」の「食い違い」がみられた点は注目される。

—以上のごとく、地域別金融収支の結合を通じて、国際資金フローのグランドデザインを試みる場合、日本の地域別金融収支は、米国およびドイツのそれと比べて、他の 2 国との「方向」の「食い違い」がより大きい。したがって、これを 1 つの理由として、米国とドイツの地域別金融収支を選択することには、いくらかの説得力があるといつて大過ない。

(2)そして、かかる「方向」の違いに影響を及ぼした要因として、本稿では、次の 3 つの点に注目した。

(2-A)第 1 は、国際資金フローの統計上の「不突合」による影響である⁸。

(2-A-1)最初に、このような「不突合」が発生する理由について、簡単に確認しておこう。IMF 国際収支統計委員会によれば、それは、様々な要因から生じるが、たとえば、取引のカバレッジが不完全であること、データの編集者や報告者による取引の記録が不完全で一貫していないこと、分類方法の違い、および対象期間の違い等にみられる。さらに、データを編集する機関の制約もあり、各国は政策形成に重要と考えた項目や取引、ならびに財の取引のような、これまで継続して行ってきた分野について、データの編集の努力を集中する傾向にある(IMF Committee on Balance of Payments Statistics, 2010, pp.5—6)。

—そして、こうした「不突合」は多くの国々にとってデータソースにギャップのある金融収支において最も顕著にみられる傾向がある。そこで、IMF 加盟国の金融収支およびその構成項目における、「不突合」の規模をみると、2001 年から 2006 年の平均では「証券投資」のそれが最も大きかった⁹。←表 5 参照

(2-A-2)このような、「証券投資」の「不突合」を減らすべく、IMF は「CPIS(証券投資残高共同サーベイ)データ」の整備に努めた¹⁰。そもそも、日本のみならず多くの国々が、地域別金融収支における証券投資の「負債項目」において、直接の取引相手で分類した「取引者ベース」のデータを使用しているが、この CPIS は、最終的な購入者で分類した「債務者・債権者ベース」のデータである。

—そこで、米国、日本およびドイツへの証券投資について、直接の取引相手を対象にした「各国データ」と、最終的な購入者を対象にした IMF の「CPIS データ」とを比較したところ、およそ確かに言えることは次の 2 つである。←表 6 参照

—1 つは、英国から、米国、日本およびドイツへの証券投資は、いずれにおいても、「取引者ベース」が「債権者ベース」よりも顕著に大きいことである。これは、英国の居住者だけでなく、非居住者が、英国を通じてそれら 3 国に証券投資していることを示している。

—いま 1 つは、ドイツへの証券投資において、日本、ならびにルクセンブルグは「債権者ベース」の方が大きいことである。これは、両国に所在する投資家の多くが、それぞれ自国よりも他国を通じてドイツに証券投資していることを示している。

—なお、これらに比べると、さほど明確ではないが、日本およびドイツへの証券投資において、米国は概ね「債権者ベース」の方が大きい。これは、米国に所在する投資家の多くが、自国よりも他国を通じて両国に証券投資していることを示している。

—もちろん、同表は幾つかのデータ・ソースから作成されたものであり、その読み取りには注意を要するが、その限りでかかる結果を考え合わせてみると、日本およびルクセンブルグに所在する投資家のある部分は、英国を経由してドイツへ、また、米国に所在する投資家のある部分は、英国を経由して日本およびドイツへ、それぞれ証券投資をした、と類推しても大過ないであろう。

—そして、このような、英国を経由した「証券投資」は、次のごとく計上される。たとえば、日本に所在する投資家によるドイツへの証券投資は、ドイツの統計において、英国からドイツへの証券投資となり、同じく、米国に所在する投資家による日本への証券投資は、日本の統計において、英国から日本への証券投資となる。

—もっとも、これら国々の証券取引が、英国を経由していることについては、以前から推測されていたものの、本報告の試みは、国際資金フローのグランドデザインの「方向」を提示するという枠組みの中で明らかにしたものであり、その点で違いがある。

(2・B)第 2 は、米国、日本およびドイツの地域別金融収支において、いわゆる「中継地」との取引が大きかったことによる影響である。

—これは、すなわち、上記の 3 カ国の間で、「中継地」を経由した取引があった場合、統計上、それら 3 カ国はそれぞれの方式で「中継地」との取引を記録することになるが、その結果、同プロセスにおける「誤差・脱漏」、ならびに、それら取引のデータを結合した際の「食い違い」を生み出す可能性があることに注目したものである。

(2-B-1)2001 年から 2008 年における、米国、日本およびドイツの地域別金融収支←図 1～3 参照

—この時期における、これら 3 国の地域別金融収支をみると、まず、それら 3 国間および英国との取引が大きいことに気づくが、これは、ある程度、予想されたことであった。しかし、その一方で、米国は、中国および「ラテンアメリカ・西半球」(カリブ海諸国)と、日本は「中南米地域」(ケイマン諸島)および「非分類」と、そして、ドイツは、ベルギーおよびルクセンブルグというように、中国を除けば、これら 3 国はいずれも「中継地」との取引が大きかったことを確認しておこう。←図 1～図 3 参照

(2-B-2) 2007・2008 年の各四半期における、米国、日本およびドイツの地域別金融収支←図 4・図 5、表 7 参照

—この時期における、米国、日本およびドイツの地域別金融収支を概観したところ、その

主たる相手国は、先進国および「中継地」であり、基本的には、年ベースで概観した際と同様の資金フローのパターンであった。しかし、そのなかでも、サブプライム問題やリーマンショックに伴う混乱が激しさを増した際に、米国、日本およびドイツが、それぞれ、カリブ海諸国、「非分類」、および、ベルギーとルクセンブルグといった、「中継地」との取引が増加したことは、同時期の国際資金フローを理解する上で重要な点である。

—加えて、日本と「非分類」との取引が無視できない規模にあることはあまり指摘されないとはいえ、この「非分類」は、「証券投資、その他投資などにおいて地域別に分類できない額を表す」(内村・田中・岡本、1998、112 頁)ものである。したがって、本来であれば、同項目における巨額の流出入は、いずれかの地域に向けられたものであり、このことから、日本の地域別金融収支が他の 2 国に比べて「方向」の「食い違い」が大きい 1 つの理由とすることもできよう。

(2・C)そして、第 3 は、危機時における資金フローを把握することが難しいことによる影響である。その難しさとは、危機時において資金フローがより活発化し逆流する局面もみられたこと¹¹、および、そうした資金フローがデータの比較的少ない危機国や「中継地」を経由すること、に伴うデータの把握の難しさである。

—同時期についての詳しい考察は他の機会に譲り、ここでは、次の 2 点にのみ触れることにする。

—第 1 に、2007 年から 2008 年にかけての、危機時に焦点を当てたところ、2008 年 2 Q および 4 Q において、先進国の資金フローに大きな逆流がみられたことである。←表 8 参照—これは、大まかに言えば、表中の 4 カ国・地域の居住者が海外投資を引き揚げると同時に、非居住者もそれら国々から資金を引き揚げていることを示している。その 1 つの理由としては、それぞれ、ベアスターンズの救済買収およびリーマンブラザーズの破綻に代表される、いわゆる「3 月危機」および「9 月危機」直後の混乱が考えられる。

—なかでも、2008 年 4 Q において、そうした逆流の規模が大きかったが、その中心は英国所在の銀行部門の取引であった¹²。←表 9 参照

—他方、危機国のうちハンガリーを取り上げて、危機時における、同国を巡る 2 国間資金フローを明示することを試みた場合、そのデータを有するドイツについては、図 6 にあるように、2007 年 1 Q から 2008 年 4 Q において、その期間中に危機が発生しているにもかかわらず概してネットの流入超過にあったこと、また、その一方で、ハンガリーから証券を引き揚げた投資家の所在国の 1 つとしてドイツが含まれていたことを示すことができる。しかし、米国および日本については、ハンガリーとの地域別金融収支のデータが管見の限り欠如していることもあって、それらの間の資金フローを明示できない。

—かくして、危機時の混乱によって、ならびに、危機の当該国のデータが少ないことによって、危機時における、危機国を巡る資金フローを十分に明示することはできないと言ってい

注

6. 米国については、補論 4 でも触れたように、「証券投資」の流入において、在米銀行の負債など他の項目を含んでいるため、直接比較することは難しいと考え、ここでは、取り

上げなかった。

7. 「証券投資」の「不突合」については、以下で触れるので、ここでは、「直接投資」のそれについて触れておこう。「直接投資」の「不突合」は、その構成項目をみると、「再投資収益」の「不突合」が大きく、この点については、1990年代からすでにIMF国際収支統計委員会の『年報』において度々指摘されてきた。その後、2000年代に入っても、たとえば、2004年の『年報』では、「再投資収益」の項目が「直接投資」から取り除かれれば、不突合はゼロに近づくとしている(IMF Committee on Balance of Payments Statistics, 2006, p.16)。

この「再投資収益」は、「子会社や関連会社によって、配当として分配されない収益のうち、(出資の割合に比例した)直接投資家の持分、および直接投資家に送金されない支店の収益から成る」(IMF, 2000, p.33)。わかりやすく言えば、「対内外直接投資先の収益のうち未配分のまま内部留保されている部分である」(日本銀行国際収支統計研究会、1996、32頁)。そして、この「再投資収益」は、直接投資を行った主体である直接投資家に「投資収益」として一旦分配された後、その投資先である直接投資企業に再度「直接投資」されたものとして、経常収支の「投資収益」と、金融収支の「直接投資」に計上される(日本銀行国際収支統計研究会、1996、32頁)。たとえば、海外の子会社の内部留保が100増加した場合、「投資収益」の「受取」に100、「直接投資」の「資産」に－100計上される(日本銀行国際収支統計研究会、1996、100頁)。しかし、このような統計上の想定とは異なり、日本の例で言えば、輸出型の企業は、本国ではなくタックス・ヘイブンなど税率が軽減される国へ利益を移すケースが多いことから(『株式新聞』2008年8月19日)、結果として、日本と相手国との間で「直接投資」の「方向」に「食い違い」をもたらしたかもしれない。

8. 国際資金フローの統計上の「不突合」について総括的に検討したものとしては、以前、IMF, 1992, *Final Report of the Working Party on the Measurement of International Capital Flows* があった。しかし、その後、1993年にIMFの国際収支マニュアルが第5版に改訂されてからは、IMF国際収支統計委員会による『年報』が、この点について、最も詳しい資料であると考え、これを利用することとした。

9. 参考までに、IMF国際収支統計委員会による『年報』で「証券投資」の不突合について、その中身を確認しておこう。まず、1990年代のそれについては次のような記述がみられた。すなわち、第1は、レポのクロスボーダー取引の記録における各国間の違いによるものである。これは、ある国々はそれらを証券取引として「証券投資」に分類する一方、他の国々は担保付き貸付として「その他投資」に分類して報告しているためである。第2は、「証券投資」の一部である短期金融市場商品の取引が、個別データを持つ国々によって報告されなかったことによるものであり、これは、これらの国々がまだ国際収支マニュアル第5版の分類に移行していなかったためである。第3は、海外当局の準備を構成する負債[LFCAR]の推計における不正確さに関連したものであり、それはいくつかの重要な準備保有国が、外貨準備のそれぞれの取引に関する証券(instrument)の構成についてIMFに情報を報告しないためである。そして、第4は、その他のケースにおいて、報告された証券のデータが国際収支データに沿っていないことによるものである。

つづく2000年代においては、たとえば、2005・2006年について、中東の主要な石油輸

出国が CPIS に参加することへの期待とともに、「証券投資」の「不突合」の原因として、中・長期債が最も大きなシェアを占めたことが報告されている。かかる報告から判断する限り、少なくとも両年において、中東の主要な石油輸出国による中・長期債投資を把握できなかったことが、「証券投資」の不突合を生み出す 1 つの要因であったとみてよい。

以上の指摘のうち、1990 年代は、IMF Committee on Balance of Payments Statistics, 1997, *Annual Report*, p. 5、また、2005・2006 年は、*ibid*, 2007, p. 7、および *ibid*, 2008, p. 8 による。

10. この CPIS とは、IMF の後援の下で、クロスボーダーの証券保有残高に関する情報の収集を目的としたものであるが、参加は自発的なものであり、2009 年 7 月現在でおよそ 75 の国・地域が参加している。データは、2001 年以降、年次ベースで利用でき、また、幾つかのデータについては、1997 年についても利用可能である。その成果は、証券の保有者によって報告された債権者の情報と、そこから派生した、証券を発行している国・地域の負債項目における 2 国間データにみることができる。すなわち、債権者もしくは債務者の見地からのグローバルなデータベースである。以上の指摘は、主に、
(<http://www.imf.org/external/np/sta/pi/datarsl.htm>、
<http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>、および
<http://www.imf.org/external/np/sta/pi/notes.htm>)による。

11. 本報告で使用する逆流とは、金融収支において、通常は、「資産項目」がマイナス、「負債項目」がプラスとなるが、「資産項目」がプラス、「負債項目」がマイナスとなっているケースを指す。これは、大まかに言えば、ある国・地域の居住者が海外投資を引き揚げると同時に、非居住者もそれら国々から資金を引き揚げていることを示している。

12. このように、およそ 2008 年において、英国所在銀行の対外貸出が逆流した理由として、たとえば、英国の中央銀行は、次の 3 つを指摘している。すなわち、第 1 に、世界経済の収縮に伴い世界中でファイナンスに対する需要が減ったこと、第 2 に、借り手のデフォルトの可能性が広く認識されるようになり、銀行に貸出をためらわせたこと、および第 3 に、銀行が自らの流動性ならびに資本のポジションを改善する必要に迫られたことである (Bank of England, 2009, p.19)。

3. まとめと若干の展望

以上のごとく、国際資金フローのグランドデザインを正確に提示することは、比較的データの揃っている米国、日本およびドイツを軸にしても容易でないとわかった。とはいえ、国際資金フローのグランドデザインを提示するためには、その総括表が無い現時点において、地域別金融収支の組み合わせに依存することになる。

そこで、最後に、今後、国際資金フローのグランドデザインを提示する場合の留意点として、本報告での試みからおよそ明らかになった諸点を改めて整理しておくことにしよう。

第 1 に、地域別金融収支を結合して国際資金フローのグランドデザインを示す場合、日本の地域別金融収支は、米国およびドイツとの「方向」の「食い違い」が比較的大きいため注意を要することである。この限りで言えば、今後、グランドデザインを試みる場合、米国とドイツの地域別金融収支をベースにして描くことには、いくらかの説得力があると

言ってよい。

第2に、そうした「方向」の「食い違い」に影響を及ぼした要因として、本報告では以下の3つを検討した。これらのうち、最初の2つは、米国、日本およびドイツの間の直接の取引のうち、ある部分が、統計上、他の国を経由して取引していると計上されることに着目したものである。そのねらいは、そうした「経由国」と取引を行った上記の3国が、各々の独自の方式で同取引を計上する結果、データの収集過程で「誤差・脱漏」を生むだけでなく、それら取引のデータを結合した際に、3国間で「食い違い」をもたらすのではないかと考えたことによるものである。

そのような結果が、たとえば、国際収支の統計上の「不突合」として一部表面化するのであろうが、本報告では、とくに、それが最大であった「証券投資」に焦点を当てた。各国の地域別金融収支における「証券投資」の「負債項目」には、直接の取引相手が第3国から受けた注文も含まれるが、本報告の試みを通じて、とりわけ英国からの「証券投資」には、それが少なからず含まれていることが類推できた。このことから、米国、日本ないしドイツの間の「証券投資」のうち英国を経由した部分は、結果として、これら3国間の資金フローにおける「方向」の「食い違い」に影響を及ぼした可能性があることを指摘した。

つづいては、米国、日本およびドイツの地域別金融収支において、いわゆる「中継地」との取引が大きかったことによる影響である。これら「中継地」との取引は、概して、第3国との取引を含むものであり、もちろん、その第3国にそれら3国が含まれるケースもある。その結果、先の証券取引のケースと同様に、それら3国は「中継地」との取引を各々独自の方法で計上するため、その過程での「誤差・脱漏」や、それら取引のデータを結合した際の「方向」の「食い違い」を生じる可能性があることを指摘した。

さらに、ここでの考察に際して、併せて、日本と「非分類」との取引額が無視できない規模にあることに注目した。これは、同時期における、日本の直接の取引相手国を特定できない部分が少なくないことを示すものであり、このことから、日本と他国との地域別金融収支の「方向」の「食い違い」が相対的に大きいことを説明する1つの原因とみてよいのではないかと指摘した。

そして、「方向」の「食い違い」に影響を及ぼした要因として検討したもののうち、残る1つは、危機時における資金フローの動向を把握することが容易でないことに着目したものである。このことは、本報告において、現に、危機の際に「方向」の「食い違い」がみられたことからその一端を伺うことができた。こうしたデータの把握の難しさは、同時期における、資金フローの活発な動きと、当該国のデータの制約によるものであり、とりわけ、危機国を巡る資金フローのデータを把握し、それをデザインすることは難しいことを述べた。

もっとも、かかるデザインの難しさは、データの不足に少なからず起因するものである。となると、これからのデータ整備に対する期待も高まるが、実際、そのような動きは幾つかの面で認められる。たとえば、これをデータの「枠組み」と「把握」という2つの観点から述べると、まず、データの「枠組み」に関連して言えば、IMFは、「不突合」の大きい「証券投資」や「直接投資」に対して新たなサーベイを実施することや、国際収支マニュアルの改正を視野に入れること等を通じて、「不突合」を小さくするように努めている¹³。

ただし、かかるデータの「枠組み」ができたとしても、データを手に入れない限り進展がない。そこで、もう1つの柱であるデータの「把握」に関連して言えば、先進国を中心にタックス・ヘブンの国・地域の情報を入手しようとする取り組みは継続して行われており¹⁴、リヒテンシュタイン等、成果を上げているケースもある¹⁵。

注

13. IMF は、「証券投資」と同様に、この「直接投資」についてもデータの精度を向上すべく2007年5月以来、直接投資残高共同サーベイ(CDIS: Coordinated Direct Investment Survey)に取り組み、2010年に、2009年末のデータを参考にしたサーベイを実施する予定である(IMF Committee on Balance of Payments Statistics, 2010, p.19)。また、IMF は、2007年に、暫定的ではあるが、2012年もしくは2013年に、国際収支マニュアル第6版へ移行することを決めた(IMF Committee on Balance of Payments Statistics, 2010, p.19)。

14. タックス・ヘブン、ならびにタックス・ヘブンに対する先進国の取り組みについて、比較的最近の状況まで体系的に整理しているものとしては、さしあたり、Chavagneux, C. et Palan, R., 2006, *Les paradis fiscaux*, La Découverte, Paris(杉村昌昭訳、『タックスヘブン』作品社、2007年)を参考にされたい。

15. ここでは、最近のかかる動きの中から、リヒテンシュタインおよびスイスに関連した動きについて、少し触れておこう。

まず、リヒテンシュタインならびにアンドラは、OECD が作成したリストに、非協力的として分類されていたが、2009年3月に情報の公開に転じることを発表した(*Japan Times*, 13 Mar. 2009)。とりわけ、リヒテンシュタインは、この後、税の違反に関して協力していくことを決めた2国間協定の数が12に達し、結果、同年11月にはタックス・ヘブンのリストから除外された(*Japan Times*, 13 Nov. 2009)。

しかし、このような情報公開に転じた国ばかりではない。たとえば、2009年8月に米国はスイスとの間で、UBS に口座を持ち、脱税の疑いがある約4450人の顧客情報を提供することで合意したものの、その後、スイスの行政裁判所は、2010年1月23日に情報の提供を禁止する判決を下した(『東京新聞』2010年1月24日)。スイスは、世界で10兆ドル以上とされる脱税目的資産の約3割が集中しているとされるが(『東京新聞』2010年2月19日)、かかる態度をみると、スイスは依然として銀行の口座情報の秘密保持に努めているとみてよい。

その一方で、ドイツは、様々な批判を浴びながらも、2008年にはリヒテンシュタインの銀行から、そして、2010年2月にはスイスの銀行から、それぞれ盗み出された口座情報を購入したとされる(*Japan Times*, 28 Feb. 2010)。ちなみに、前者の情報は、ドイツポスト元会長による脱税の摘発につながり(『読売新聞』2010年2月3日)、また、後者の情報は、脱税容疑を恐れた800人以上が期限を過ぎて申告した結果、延滞税は数億ユーロに上り、250万ユーロとされる購入価格をはるかに上回る税金をもたらしたとの報道がある(『東京新聞』2010年2月19日)。