

1992年中の対内外証券投資の動向

(目 次)

はじめに

1. 対内外証券投資（流通市場）の動向

- (1) 対内株式投資
- (2) 対内債券投資
- (3) 対外株式投資
- (4) 対外債券投資

2. 発行市場の動向

- (1) 非居住者による円建外債等の発行
- (2) 居住者による外債の発行

3. 主要国間の資金フローの変化について

4. わが国の資金還流を巡って(結びに代えて)

[付論] 国際収支統計上の国別・地域別分類の問題点

はじめに

92年のわが国の国際収支をみると、経常収支の黒字が引続き拡大し1,176億ドルと、既往ピークの87年(870億ドル)を大幅に上回る水準となった一方、長期資本収支は、前年に11年ぶりの黒字(371億ドル、既往最高)を記録したあと、再び285億ドルの赤字となった。もっとも、長期資本の赤字幅が経常収支の黒字幅を大きく下回ったため、金融勘定を含めた短期資本収支は91年に引続き大幅な赤字(786億ドル)となった(図表1)。

こうした資本フローの変化の主役となったのが内外の投資家による国境を越える債券や株式投資(対内外証券投資)の動向である。すなわち、対内外証券投資は91年中410億ドルの流入超(既往最高)となった後、92年には再び262億ドルの流出超に転化しており、これが91、92年中の長期資本収支の大幅な変化の主因となっている。92年中の動きを概観すると、まず流通市場では、対内証券投資、対外証券投資ともに前年を大きく下回ったが、とくに対内証券投資では株式投資の大幅減少、債券投資の処分超への転化から、わず

か5億ドルの流入超へ急減した。また、対外証券投資も、株式投資の処分超転化や債券投資の減少から、326億ドルの流出超と前年に比べほぼ半減した。この結果、全体の流出超幅(図表2の「A+B」)は、91年の38億ドルから321億ドルへとかなりの増加をみた。

一方、発行市場では、非居住者による円建外債の発行と居住者による外債の発行がともにかなりの高水準で推移した一方、既発債の償還も大幅に増加した。このため、発行市場全体では59億ドルの流入超となり、448億ドルの流入超となった前年を大きく下回った。

このように、92年中の対内外証券投資は全体として262億ドルの流出超に転じたが、その規模は80年代後半にみられた1,000億ドル程度に比べれば低いレベルにとどまっている。これをより長期的な観点からみると、証券投資の変化により、長期資本収支は80年代中央以降経常収支の大幅黒字を上回る赤字を続けたあと、90年代入り後は急速に赤字が縮小し、その裏側にある短期資本収支についても80年代中央以降の黒字から赤字へと大きく変化してきている。一方、こうしたわが国の資本収支の

(図表1)

国際収支の推移

(単位 億ドル、△は赤字または資本の流出超)

	経常収支		長期資本収支		その他の収支 項目 (C) <i+ii>	短期資本収支 <i>	金融勘定 <ii>		誤差脱漏 - (A+B+C)
	(A)	うち 貿易収支	(B)	うち対内外 証券投資			金融勘定 <ii>	うち為銀部門	
1980年	△107	21	23	94	115	31	84	131	△ 31
81	48	200	△ 97	44	44	23	21	64	5
82	69	181	△ 150	21	34	△ 16	50	0	47
83	208	315	△ 177	△ 19	△ 52	0	△ 52	△ 36	21
84	350	443	△ 497	△ 236	109	△ 43	152	176	37
85	492	560	△ 645	△ 430	114	△ 9	123	108	40
86	858	928	△1,315	△1,014	432	△ 16	448	585	25
87	870	964	△1,365	△ 938	534	239	295	718	△ 39
88	796	950	△1,309	△ 667	485	195	290	445	28
89	572	769	△ 892	△ 280	541	208	333	86	△220
90	358	635	△ 436	△ 50	287	215	72	△136	△209
91	729	1,030	371	410	△1,022	△258	△764	△935	△ 78
92	1,176	1,323	△ 285	△ 262	△ 786	△ 70	△716	△730	△105

(注) 海外との資本の流出入関係が見やすいように、公表ベースの国際収支統計を組替えて作成。「その他の収支項目」とは、短期資本収支+金融勘定を表わし、金融勘定における符号は公表計数と逆転している(本表上金融勘定の△は対外支払ポジションの好転<資産の増加および負債の減少>を示すが、通常はポジションの悪化を示す)。

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

(図表2)

長期資本収支の推移

(単位 億ドル、△は資本の流出超)

	長期資本収支	対内証券投資				対外証券投資				(参 考)	
		流通市場経由 (A)		発行市場経由		流通市場経由 (B)		発行市場経由		対外直接投資	対外借款 円借款・中長期現地貸等
		株 式	債 券	外 債		株 式	債 券	円建外債等	(A+B)		
1985年	△ 645	△ 7	45	129	△ 10	△535	△ 53	△ 507	△ 65	△104	
86	△1,315	△158	△ 21	184	△ 70	△930	△ 19	△1,179	△145	△ 93	
87	△1,365	△428	67	301	△169	△729	20	△1,259	△195	△162	
88	△1,309	68	△216	351	△ 30	△858	19	△1,036	△342	△152	
89	△ 892	70	24	757	△179	△941	△ 12	△1,026	△441	△225	
85~89(年平均)	△1,105	△ 91	△ 20	344	△ 92	△799	△ 9	△1,002	△238	△147	
90	△ 436	△133	170	309	△ 63	△290	△ 45	△ 316	△480	△222	
91	371	468	212	473	△ 36	△682	△ 25	△ 38	△307	△131	
92	△ 285	87	△ 82	76	30	△356	△ 17	△ 321	△172	△ 76	
1~ 3月	134	75	35	31	40	△ 40	△ 11	110	△ 40	△ 41	
4~ 6	△ 136	3	△ 41	17	4	△141	19	△ 175	△ 29	△ 23	
7~ 9	△ 86	10	△ 52	△ 41	6	△ 40	△ 3	△ 76	△ 50	△ 4	
10~12	△ 197	0	△ 25	69	△ 20	△135	△ 23	△ 180	△ 52	△ 9	

(注) 資本収支において資本の流出(入)は資金の流れを示している。例えば、対内証券投資においては、処分超が資金の流出(△)超に対応し、取得超が資金の流入超に対応している。逆に、対外証券投資においては、取得超が資金の流出(△)超に対応し、処分超が資金の流入超に対応している。

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

動向は、この間の主要国の経常収支、資本収支、その裏にある金融市場の動向とも相まって、国際的な資金フローの変化をもたらしていると考えられる。

そこで本稿では、92年中の発行市場を含めた対内外証券投資動向とその背景を概観し、次にやや長い目でみた国際的な資金フローの動向についても日・米・独の3国間を中心に若干考察を試みた(注1)。また、[付論]において、国際的な資金の流れをみる場合に留意すべき事項として、国際収支統計上の国別・地域別分類の問題点を取りまとめた。

1. 対内外証券投資(流通市場)の動向

まず、流通市場においては、対外証券投資、対内証券投資ともに前年を大きく下回ったが、とくに対内証券投資が株式投資を中心に急減した。この基本的な要因としては、わが国の景気調整局面の持続やこれを背景とする株価の低迷が非居住者の日本株投資姿勢を慎重化させた一方、わが国投資家も為替リスク回避姿勢の強まりから外債投資を抑制したことが挙げられよう。以下この間の動きを投資対象・主体別にやや詳しくみていくこととする。

(1) 対内株式投資(図表2、3)

非居住者による対内株式投資は91年中、わが国の株式の割高感後退を背景に、年金ファンド等欧米機関投資家が過去の売り越し局面で低下した日本株ポートフォリオの復元を積極的に図ったことを主因に既往ピークの

取得超(468億ドル)を記録した。

92年入り後も、春先までは前年並みの高い取得ペースが続いたものの、その後は株価の低迷から海外機関投資家等が総じて買い控えの動きを強めたこと、先物の割高感解消から裁定取引絡みの現物買いも縮小したこと等から、取得ペースが急速に鈍化し、通年では87億ドルの取得超と前年を大きく下回った。

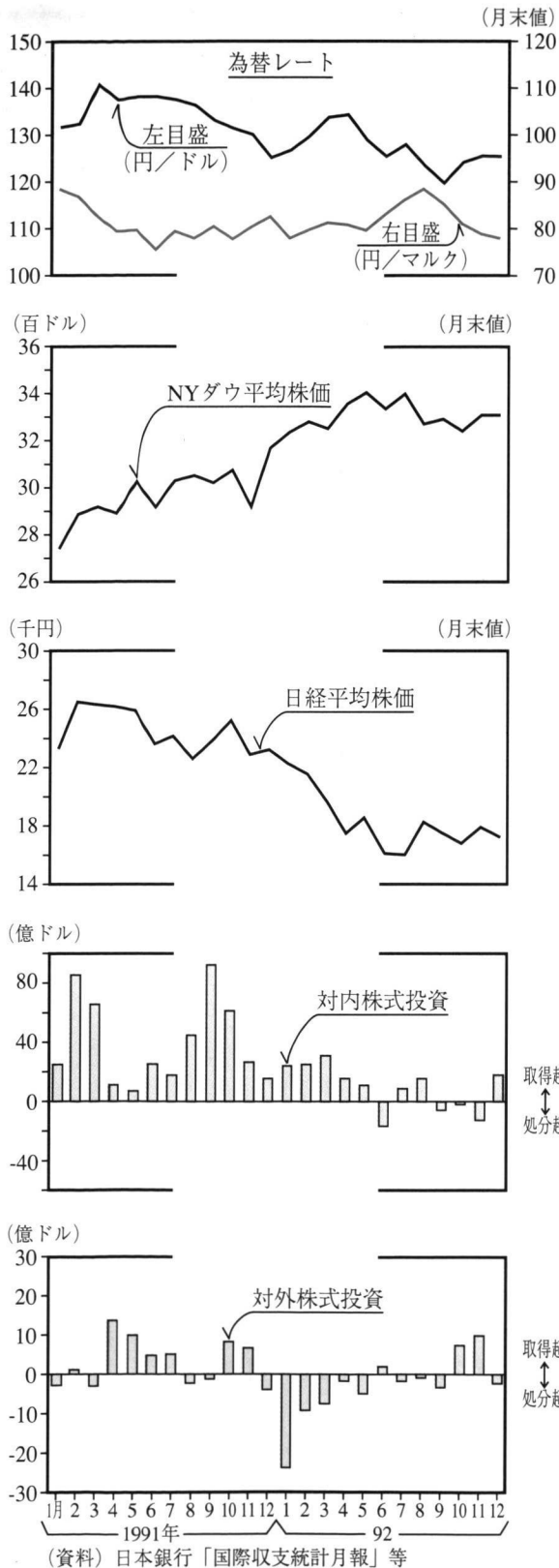
この間の動きをアウトライイト(買切り)の投資が主体とされる海外の機関投資家と、裁定取引絡みのインデックス売買中心の外国証券会社(非居住者)とに分けてやや詳しくみると以下のとおり。

①海外機関投資家筋では、わが国の株価が年初から4月にかけて大幅に下落し、その後も総じて低迷する中で、模様眺め機運が強まり、下落局面で一部優良銘柄の下値拾いに徹する等慎重な投資姿勢に終始した。こうした慎重な投資姿勢の背景としては、わが国における景気、企業業績等の悪化に加え、前年中に株式を大量に取得した先では、90年までの売り越し局面で減少させた日本株式のポートフォリオをかなり復元していたとみられることも一因であろう。

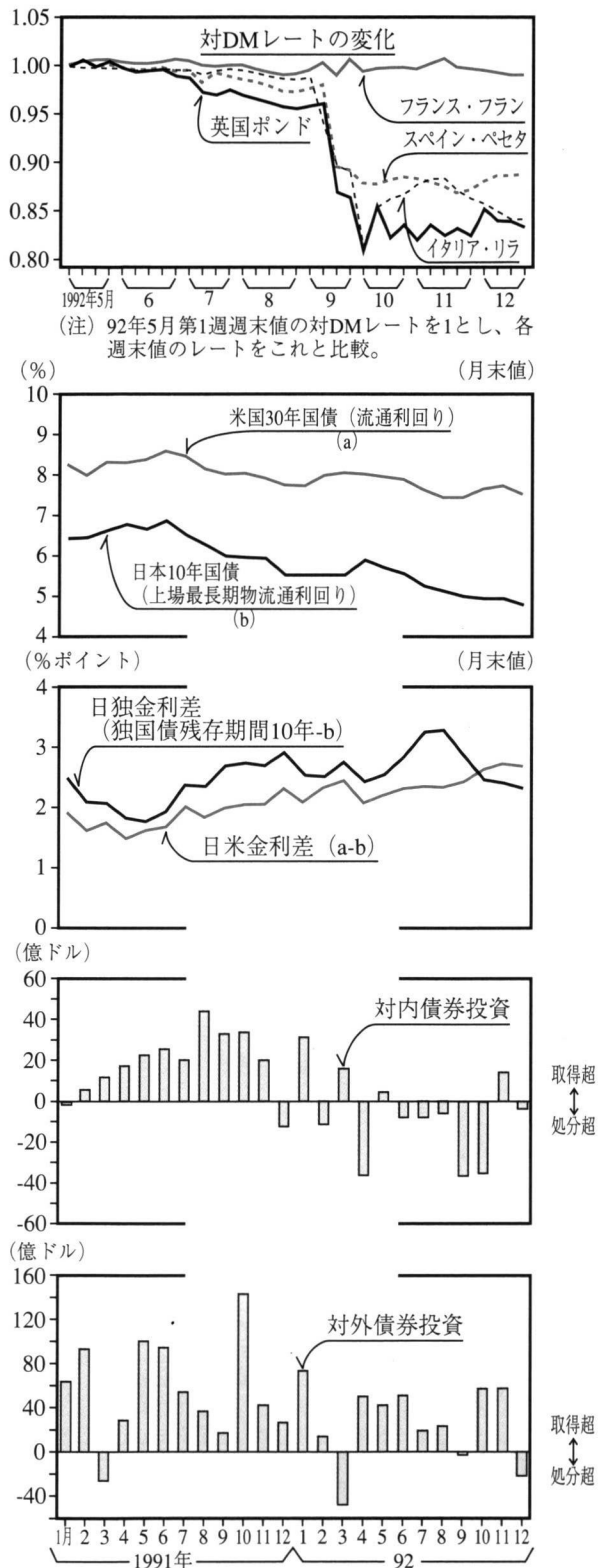
この間、株式のネット売買高を地域別にみると、いずれの地域も取得超幅が減少する中で米国の落込みが比較的小幅にとどまった。この点については、長期的な観点から投資を行うとされる米国年金ファンド等が、ポートフォリオに占める

(注1) 対内外証券投資は一般的には流通市場を経由した取引(既発債、株式の売買)のみを指すことが多いが、国際収支統計上では発行市場における居住者の外債および非居住者の円建外債等の発行・償還等の計数が含まれる。

(図表3) 対内・対外株式投資の推移



(図表4) 対内・対外債券投資の推移



日本株のウェイトを維持するため、取得を継続したとみる事が可能であろう（図表5、注2）。

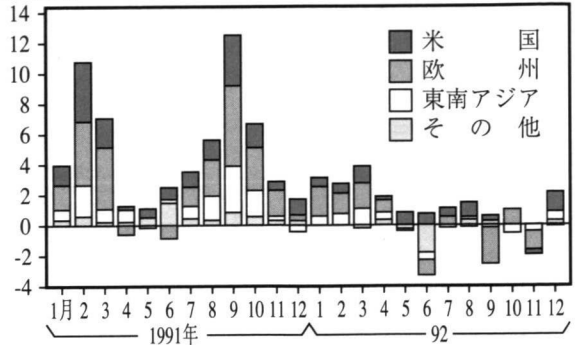
②一方、外国証券会社では、91年中は先物価格がその理論値を上回る局面が多かったことから現物買い・先物売りの裁定取引を活発に行ったが、参加業者の拡大等により裁定取引の裾野が広がる中で、92年に入ると、こうした一方的な乖離がみられなくなったことから裁定取引絡みの現物買いを圧縮したとみられる（図表6、注3）。また、年央以降は、オプションと先物の売買を組合わせた裁定取引が増加し、これらに係る現物株の売買が集中するオプション・先物のSQ算出日には、現物株のまとまった処分が行われる場面も散見された（注4）。こうした裁定取引は、その性格上ある程度の期間をとってみればネットの対内株式投資の水準を大きく左右するものではないが、月々のフレを大きくしたと考えられる。4月以降対内の株式投資は小幅な買い越しと売り越しが交錯する展開となったが、これは上記のように機関投資家のアウトライトの買

（図表5） 本邦株式に係る外国人投資家の地域別売買動向

（単位 億円、△は処分超）

	米 国	欧 州	東南アジア	その他
1991年	17,418	22,279	11,970	5,241
92年	6,961	1,862	1,378	△1,044

（千億円）



（資料）東京証券取引所「海外投資家地域別株券売買集計表」

いが細ったため、裁定絡みのインデックス取引が短期的な動向を左右するようになったことを示唆するものといえよう。

（2）対内債券投資（図表2、4）

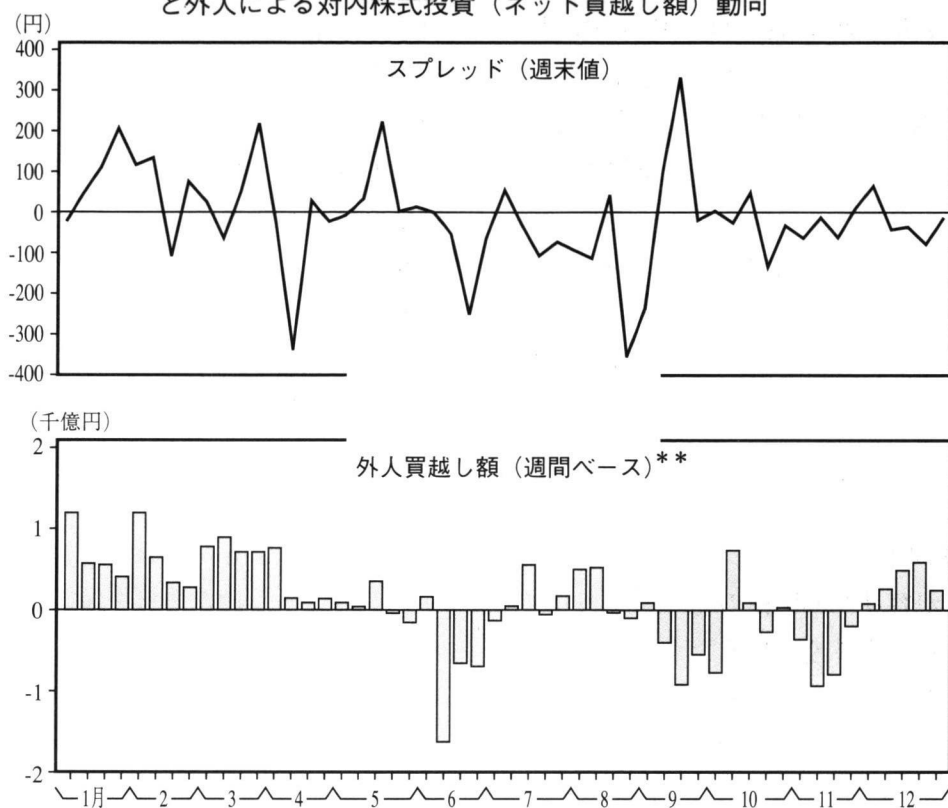
92年中の非居住者による対内債券（中・長期債）投資は、既往ピークの取得超を示した前年（取得超212億ドル）から一転して4年ぶりの処分超（82億ドル）となった。すなわち、外国証券会社、海外ファンド筋、一部国

（注2）証券投資の地域別内訳については多くの統計的問題が存在することに留意する必要があるが（〔付論〕参照）、一般に英国（ロンドン市場）からの投資の背後には米国、中東等さまざまな地域の投資家が存在する反面、米国からの投資については年金等米国内の資金が大宗を占めるといわれている。

（注3）実際の先物価格が現物の株価をベースに算出する先物価格の理論値より高い場合に、割安な現物を取得すると同時に割高な先物を処分し、その後反対売買等により決済することにより収益を生む手法が裁定取引である。裁定取引の実行や解消は日中頻繁に行われているが、先物の決済のための特別清算指数（SQ）算出日（3、6、9、12月の第2金曜日）には裁定取引に係る現物株の売買が集中する（詳しくは日本銀行月報93年1月号資料「わが国株式先物市場の機能と問題点」参照）。

（注4）株式オプション取引とは、株式を一定の価格（権利行使価格）で売付けないし買付けることのできる権利の売買。現在わが国では日経平均、TOPIXなどによるオプション取引が行われており、このうち日経平均を用いたオプション取引については92年6月以降、毎月1回（第2金曜日）のSQ算出日が設定されている。

(図表6) 1992年中における日経平均株価指数先物スプレッド^{*}の推移
と外人による対内株式投資（ネット買越し額）動向



(注) * 日経225 (大証) 先物価格 (直近限月) — 同先物理論価格 (現物価格 + 資金調達コスト
〈利息…新発CD金利〉 — 配当利回り)。

** 総合証券会社経由 (東証第1部) の外人買越し額。

(資料) 東証統計月報

際機関等では、91年から92年初めにかけて短期の利鞘獲得を狙って積極的に買いを進めていたが、4月の市況下落時には大量の処分を行ったとみられる。その後国債市況がほぼ一本調子で上昇する中で売買が交錯したが、総じて利食い売りが勝る展開となった。この間、年央以降に欧州通貨が混乱をみる中で、とくに9月前後には債券が大幅な処分超となったが、これについては、一部欧州中央銀行等が手元流動性確保のため長期債の処分を進めたことが一因とみられる。

ただ、こうした長期債の処分資金の中には、わが国のTB、ユーロ円預金といった短期の

円資産に運用されたものもあったとみられる。これらの取引はわが国の国際収支表上は金融勘定公的部門 (TBの場合)、為銀部門 (ユーロ円の場合) に計上され、資本収支には含まれない。しかし、海外投資家が金利観等に応じて円資産ポートフォリオの中味を頻繁に変更している現状に照らせば、これらに対内証券投資と明確に区別する根拠が乏しくなっているとの見方も可能であろう。このように、株式も含めて対内証券投資の処分超への動きが直ちにわが国からの資本逃避や為替市場での円安圧力を意味するわけではない点には留意する必要がある。

(3) 対外株式投資 (図表2、3)

居住者による対外株式投資は、92年中では、30億ドルと12年ぶりに処分超に転化した(91年中は36億ドルの取得超)。これは、ニューヨーク株価が91年末から92年初めにかけて急騰し、その後も高値圏でもみ合う中、生保、信託銀行(信託勘定)、投信等がウエイトの大きい米国株の利食い売りを進めたほか、欧州株についても、秋口の欧州通貨情勢混乱時に処分を進める動きが優勢であったことが要因とみられる。また、これら機関投資家では国内の金利低下、株価低迷を背景に、運用利回り向上を企図してキャピタル・ゲインの獲得が容易な外国株の売却を積極化させたとみられ、決算期を控えた1～3月期は大幅な処分超となった。もっとも、10月以降は欧州通貨情勢が落ち着きを取戻したこともあって、こうした処分の動きは一段落し、欧米株の買戻しがみられた。また、株価が好伸する香港株等アジア株を取得する動きが年を通してみられた。

この間、対外株式投資のグロスの売買額は、91年中前年比4割の大幅減少をみた後、92年もかなりの減少(取得額3割減、処分額2割減)となった。こうした取引規模の減少は、対内外証券投資全般にみられており、主要国の景気停滞を背景に内外の投資家の対外投資意欲がひとところに比べ減退していることを示すものと考えられる。

(4) 対外債券投資 (図表2、4、7)

居住者による対外債券投資は、国内資金需要の低迷、内外金利差の拡大等外債投資を巡る環境の好転にもかかわらず、わが国投資家が総じて慎重な投資姿勢を続けたことから、年間の取得超額が356億ドルと前年(682億ドル)比ほぼ半減した。

92年中の動向を投資家別にみると、「円投先」(注5)では、国内運用難から米・ドイツ国債等の取得が進んだ反面、ドイツマルク圏以外の欧州通貨、カナダ・ドル、豪ドル建の高利回り債について、91年の積極的な投資姿

(図表7) 機関投資家による外国証券投資 (総資産に占めるシェア)

(単位 %)

	1980～85年平均	86年末	87年末	88年末	89年末	90年末	91年末	92年末
生保	6.35	11.70	13.73	14.15	15.43	13.53	12.50	11.35
投信	3.55	12.50	9.25	9.08	8.23	7.88	13.03	9.85
信託	2.14	7.53	7.94	7.14	7.48	7.51	8.97	8.38
銀行	1.00	2.24	2.23	2.10	2.30	2.62	2.26	2.14

(注) 信託は銀行勘定および信託勘定の合計。

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(注5) 対外債券投資については、投資主体を投資原資の調達方法により「円投先」と「外貨調達先」に分類することが可能である。前者には生・損保、信託銀行の信託勘定、投信、政府機関(簡保、郵貯)、一般事業法人が含まれ、後者には銀行(信託銀行の銀行勘定を含む)、証券会社が含まれる。円投先は、主として国内の円資産を振向ける一方、外貨調達先は外貨の短期資金を借入れて原資に当てることが多い(銀行<為銀>は直先総合持高規制の対象であり基本的に為替リスクを伴った投資が制限されている)。

勢から一転して処分傾向を強めるなど、全体としては外債投資に慎重な姿勢がみられた(注6)。この間、運用姿勢をみると、政府機関等では引続き長期保有を目的とした運用が中心となっているが、生保、投信等では為替リスク回避の姿勢を強め、ヘッジ率を高めた短期運用の割合が上昇している。また、外貨調達先でも、銀行が事業体発行のユーロドル債を中心に長期保有していた外債について、BIS規制への対応等から圧縮を進める動きが引続き目立っており、銀行の総資産に占める外国証券投資のウエイトも最近2年連続して低下を示している。

こうした動きを主体別にブレイクダウンすると次のとおり。

- ①投資信託では、91年中に外債ファンドに組込むための米国モーゲージ債、カナダ・豪州債、欧州債等の高利回り債の取得が活発化したが、92年には、これら高利回り債を処分する動きが強まった。これは、米国モーゲージ債の価格が下落したことや、カナダ・豪州債、欧州債でも為替レート的大幅下落に直面したことから、これら債券への投資インセンティブが薄れたことによるものとみられる。
- ②生命保険では、92年中一時払い養老保険の流出一巡により運用資産の増加テンポが再び高まったが、増加した資産の多

くを国内運用に振向け、内外金利差の拡大という好条件にもかかわらず外債投資には総じて慎重な姿勢で臨んだ。これは、株式含み益の減少もあって為替リスク回避の姿勢が強まっていることによるものとみられる。とくに92年中には、カナダ・ドル、豪ドルの急落、9月の欧州通貨情勢の混乱等それまで積上げてきた高金利債に係る為替レートが不安定化したことから各社とも慎重姿勢を一段と強めたとみられる。こうした反面、国内金利低下を背景に運用利回り向上を企図した米国債、ドイツ国債等への比較的高水準の投資がみられた。これらについては、80年代にみられたような長期保有の投資スタンスが後退し、為替リスクを先物でヘッジしたうえで短期間に売買するという取組み形態が増加している。

こうしたヘッジ付きの短期売買の増加は、信託、投信等でもみられており、いわゆる円投先の対外債券投資の性格がかなり変化している。これは、上記(2)で述べた点と合わせて、国際収支や為替相場と対内外証券投資の関係が従来とは異なってきていることを示唆するものと考えられる。例えば、為替相場との関連では、円投先の外債投資＝円安要因といった関係が必ずしも成

(注6) 投信、生保等では、本文中で述べたような高利回り債への投資に際し、当該通貨の為替レートが米ドルないしドイツマルクに連動して変動するとの前提の下、ヘッジが容易でかつコストの割安なこれら通貨の先物を用いて為替リスクをヘッジしていたとみられるが、92年中は、高利回り債通貨の対円為替レートが大幅に下落し、米ドルないしドイツマルクの対円為替レートの動きと乖離したため、そうしたヘッジの効果が減退したものと考えられる。

立しなくなっている。また、国際収支については、長期資本収支の1項目としての証券投資が実際にはかなり短期資本的性格を強めており、直接投資や、借款といった他の長期資本項目とかなり異なったものになっていることに留意する必要がある。

③信託銀行の信託勘定では、ビッグ（収益満期受取型貸付信託）の販売が好調に推移するなど、信託財産が堅調な増加を示した一方、国内貸付が伸び悩み、金利も低下したことから、国内での運用難が顕在化したため、ユーロ円債のほか、米国債、ドイツ国債等への外債投資を行っているが、上記のようにヘッジ率を高めた短期売買が増加しているとみられる。

④銀行、信託銀行の銀行勘定など外貨調達先では、前年同様B I S規制への対応からユーロドル社債を中心にリスクウエイトの高い外債投資の抑制を図ったほか、米国債のディーリングについても、債券市況の不透明感から慎重な態度で臨んだ。もっとも、年末にかけては、米国、ドイツの長期金利先安感を背景に米国債、ドイツ国債の取得を進める動きもみられた。

2. 発行市場の動向

次に、債券発行市場では、新規の発行額は高水準で推移した一方、非居住者発行分、居住者発行分ともに既発債の償還が既往ピーク水準に達した。この結果、償還を差引いたネットの発行額は小規模にとどまったが、発

行市場を通じるグロスベースの資金フローは活発であったとの評価が可能であろう。

（1）非居住者による円建外債等の発行（図表8）

非居住者による円建外債等の発行超額は92年中17億ドルと2年連続で縮小した（90年、45億ドル→91年、25億ドル）が、これは償還が72億ドル（前年比2.8倍）と急増したことによるものであり、発行額は89億ドルと前年（50億ドル）比8割方増加し、過去のピーク（89年、94億ドル）に迫るものとなった。

すなわち、円建外債は、92年中を通じて国内金利が低下したことや為替レートが比較的安定的に推移したことなどを受けて、発行体が過去の高金利時代に調達した債券（クーポン・レートは6～9%程度）を繰上償還し、低利の債券（同4～7%程度）に借換えるこ

（図表8） 非居住者による円建外債等の発行・償還の推移

（単位 億ドル、△は資本の流出超）

	発 行	償 還	尻
1987年	△ 40	60	20
88	△ 60	79	19
89	△ 94	82	△ 12
90	△ 83	39	△ 45
91	△ 50	26	△ 25
92	△ 89	72	△ 17
92/1～3月	△ 21	11	△ 11
4～6	△ 15	35	19
7～9	△ 21	17	△ 3
10～12	△ 31	8	△ 23

（資料）日本銀行「国際収支統計月報」

とで資金調達コストの削減を図る動きがみられた（注7）。さらに、途上国等への民間資金還流を促す観点から、91年、92年と相次いで円建外債の適債基準が緩和された（注8）ことなどもあって、北欧、南欧を中心に中央政府・中央銀行のほか、地方公共団体等の活発な起債がみられた。とくに、昨年9月の欧州通貨危機以降、北欧諸国等では政府・中央銀行が手元流動性補強のためユーロ市場等での調達を活発化させており、その中で調達手段の多様化の一環として円建外債の発行に踏切る動きもみられている。

この間、非居住者による本邦市場での外貨建外債については、発行が皆無であった。

こうした旺盛な起債が比較的順調に消化された背景としては、以下のような事情も指摘できよう。

- ①92年中国内資金需要が低調に推移する中、円建外債が比較的低リスクで高利回りの魅力的な投資対象とみられたこと。とくに基準緩和により南欧の政府・地公体等に発行体の裾野が広がり、国内金融債等に比べ相対的に高利回りの投資対象が出現したことから、中小金融機関など

が購入意欲を高めたこと。

- ②募集・引受業務を行うわが国の証券会社筋では、株式市場が低迷する中、債券関係に相対的に力を入れているが、その一環として、円建外債の案件組成に注力したこと。

以上のように、①発行体としての国際機関等の活発な借換えによるコスト負担軽減を通じて途上国等の借入れ資金コストの低下につながったこと、②適債基準の緩和等により発行体の裾野が拡大したこと等から、非居住者の資金調達手段としての円建外債の重要性が高まっているといえよう（なお、93年に入って国内金利が一段と低下したことから、円建外債の発行意欲がさらに高まり、2月の発行額は既往最高の5,200億円＜42億ドル＞に達している）。一方、非居住者発行のユーロ円債については、従来わが国企業の海外現地法人による発行がかなりのウエイトを占めていたとみられるが、近年外国政府等による発行も増加している。このうちわが国投資家により購入されているものも多いとみられ、これも円建外債同様わが国を通じる資金還流の拡大を示すものと考えられる。また、これら債

（注7）86年10月までに発行された円建外債については、発行体の要請により残存額を一括して繰上償還できる条項が付されており、低金利の下では、金利の高い時期に発行された債券を繰上償還し、有利な発行条件の債券に借換えることが可能となっていた。

（注8）円建外債の適債基準緩和については以下のとおり。

91年6月：国際機関債および公共債のうち国、中央銀行、もしくは外国貿易銀行、または国が元利金の支払いを保証する発行体により発行される債券は、従来格付けA格以上→BBB格以上へ緩和

92年8月：上記以外の公共債についても、従来格付けA格以上→BBB格以上へ緩和、民間債についての数値基準（純資産基準等）の廃止

券の発行に際しわが国の銀行・証券会社の海外現法が仲介機関として活躍していることもこうした資金還流の円滑化に貢献したとの評価が可能であろう。

(2) 居住者による外債の発行(図表9、10)

居住者による外債発行は、普通社債がユーロ円債を中心として高水準であった前年並みの発行をみたものの、転換社債、ワラント債などエクイティ関連債が低調に推移したことから、発行額は総額494億ドルと、前年(665億ドル)を3割弱下回った。一方、既発債の償還は、89年前後に大量発行をみたエクイティ関連債(ユーロドルワラント債など)を中心に大量に満期が到来し始めたことから、全体では418億ドルと、既往ピークの前年(192億ドル)を2倍強上回った。この結果、外債発行超額は、76億ドルと前年(473億ドル)比8割強の大幅減少となった。こうしたエクイティ関連債の大量償還の借換えが円滑に進むかがどうかが注目されていたが、結果的には、内外市場での普通社債への借換えなど資金調達の状態は変化したものの、総じてスムーズに行われたとみることができる。

エクイティ関連債の満期到来額は、93年中さらに増加する見込みとなっているが、こうした償還資金は基本的には金融市場に還流される筋合いであるため、金融市場の需給を反映した適切な金利形成がなされる限り、昨年同様普通社債などへの乗換えが進むとみられ、こうした大量の満期到来が金融面で大きな混乱を引き起こすことはないものと考えられる。

発行状況につきやや詳しくみると、まず、

エクイティ関連債は、年後半には既発債の償還を前にした借換え需要もあって若干の増加を見たものの、わが国の株価が低迷を続ける中、全体的に盛上がりや欠く展開となり、結局発行額は前年比半減となった。

エクイティ関連債の内訳をみると、転換社債については、わが国企業の業績不振と株価の低迷から、海外投資家の人気に離散しており、起債の見送りムードが支配的となっていた。この結果、発行額は31億ドルと、不振をかこった前年(30億ドル)並みの水準にとどまった。ワラント債は、89年前後の株価上昇局面に大量に発行されたものが償還を迎えつつあることから、償還資金の調達を中心とした発行体の潜在的な資金需要は強かったと考えられる。しかしながら、株価の低迷が続く中、エクイティ債市場の本格的な回復には至らず、業績良好先を中心に株価の反発局面や発行コストの低下局面で米ドル建やスイス・フラン建の

(図表9) 居住者による外債の発行・償還の推移

(単位 億ドル、△は資本の流出超)

	発 行	償 還	尻
1987年	375	△ 74	301
88	440	△ 89	351
89	884	△126	757
90	389	△ 80	309
91	665	△192	473
92	494	△418	76
92/1～3月	120	△ 89	31
4～6	110	△ 92	17
7～9	112	△153	△ 41
10～12	152	△ 83	69

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

(図表10)

居住者の外債発行状況

(通貨・形態別〈調印ベース〉)

(単位 億ドル)

	合 計 (A+B+C)		形 態 別			普通社債の ウェイト (%)
		うち ユーロ円債	転換社債 (A)	ワラント債 (B)	普通社債 (C)	
1987年	374	32	65	215	94	25.1
88	441	0	75	285	81	18.4
89	884	1	127	671	86	9.7
90	394	53	57	203	134	34.0
91	658	236	30	293	335	50.9
92	490	227	31	130	329	67.1
92/1～ 3月	129	64	20	38	71	55.0
4～ 6	104	54	4	12	88	84.6
7～ 9	128	71	5	22	101	78.9
10～12	130	37	3	58	69	53.1

(注) 調印ベースであるため、図表9の発行額（払込みベース）とは一致しない。

(資料) 大蔵省「対内及び対外証券投資等の状況」

起債が行われたが、実際のリファイナンス資金調達の一部にとどまったものとみられる。このため、発行額は130億ドルと、前年（293億ドル）比6割方の減少（89年のピーク時発行額671億ドルの約2割）となった。

一方、普通社債の発行は引続き活発で、発行額は329億ドルと既往ピークの前年（335億ドル）とほぼ同水準に達した。この結果、普通社債が外債発行全体に占める割合も67.1%と、89年（9.7%）をボトムに3年連続で上昇した。こうした普通社債の活発な起債の背景としては、①エクイティ関連の起債困難化

に対応した発行シフト、②わが国の債券市場の好伸を反映した発行コストの低下等が指摘できる。

この間、居住者による外債発行には含まれないが、昨年中のユーロ債市場におけるわが国の企業の資金調達に関連して、金融機関の自己資本充実、金融技術革新の進展等を背景に、以下のような動きがみられた。

①B I S 規制に対応した都銀等の海外現法を通じる劣後債の発行の増加（注9）

②複数のユーロ円債（普通社債）やE X ワラントを統合し通貨・金利スワップ等の

（注9）わが国の自己資本比率規制（いわゆるBIS規制）上、自己資本は、①基本的項目（Tier 1、株式資本、留保利益等）と②補完的項目（Tier 2、有価証券含み益の45%、貸倒引当金、負債性資本調達手段＜劣後債務等＞）から構成されている。このうちTier 2の劣後債については、わが国では銀行本体での発行が認められていないため、本体の保証を付した劣後債を海外現法が発行し、これを海外支店が劣後ローンとして取り入れるスキーム（期限付劣後債、Tier 1の50%まで自己資本への算入可能）につき、90年から実施されている。92年には、同様のスキームにより永久劣後債や強制転換権付劣後転換社債（Tier 1と同額まで発行可能）が初めて発行された。

金融技術を駆使して商品性を高めたユーロ円債（いわゆるリパッケージ債）の発行の増加（注10）

- ③前2者を組合わせ、劣後債の商品性を高めたリパッケージ債の発行（注11）

3. 主要国間の資金フローの変化について

以上の流通市場、発行市場を合計した対内外証券投資の収支尻は、91年が410億ドルと既往最大の大幅流入超、92年が262億ドルの小幅流出超となった。こうした証券投資の動きを主因に長期資本収支は91年に371億ドルという既往最高の黒字を記録した後、92年は285億ドルの赤字となった。この間、92年の経常収支の黒字が大幅に拡大したため、総合収支＝金融勘定は、91年とほぼ同程度の黒字（ポジション好転）となった。

冒頭で触れたように、80年代後半のわが国の国際収支は、大幅な経常収支黒字とそれを上回る長期資本収支の赤字が共存し、これを主に金融勘定為銀部門の悪化（ネット負債増加＝広義の短期資本収支の黒字）によってファイナンスするという構造がみられたが、

91年以降経常黒字が大幅に拡大する中で長期資本収支は黒字ないし極めて小幅の赤字となり、これに対応して金融勘定が大幅に好転するという様変わりの姿となっている。このように国際収支の構造変化が進んでいる中で、わが国の大幅な経常収支黒字の還流がどのようなかたちで進んでいくのかについて国際的にも関心が高まっている。そこで以下では、80年代以降の国際的な資金フローの中で資金の供給国ないしは取入れ国として重要な役割を果たしてきた日・米・独の主要3国間の資金フローの変化をやや長い目で概観したい（図表11）。

まず、わが国の経常黒字と長期資本の赤字がピークを記録した87年（経常黒字はその後92年にピークを更新）を例に80年代後半の主要国間の資金フローについてみると、以下の特徴が指摘できよう。

- （1）わが国の経常黒字を大きく上回る長期資本の流出は、主に米国・EC向けの直接投資、証券投資の形態をとっているが、とくに証券投資の割合が著しく高い。この間、短期資本は大幅な流入超となって

（注10）例えば、投資家が金利先高期待を持つ場合、固定金利での起債は困難であるが、このとき、企業の発行する固定金利の債券を担保として、利子を変動金利へスワップしたリパッケージ債を発行することにより、発行体、投資家双方のニーズに応えた起債が可能となる仕組みである。このような理由から、ユーロ円債を使ったりパッケージ債の発行は、ユーロ円債に対する需要を高め、発行を促進する効果も期待できる。

（注11）銀行が海外現法を通じて発行した劣後債（外貨建）を担保とし、スワップにより円建のリパッケージ債を発行することにより、実質的に同劣後債のわが国投資家への販売を狙ったもの。92年末に初めて発行された。

(図表11)

日・米・独3国間の資金フローの推移

(単位 億ドル、△は流出超、→は資金の流れ)

	日 本	米 国	(参 考)			
1987 年	<div><div>経常収支 870 (貿易収支 964) 長期資本収支 △1,365 短期資本収支 * 927 外準増減 △ 392</div><div>対日直接投資 △ 0 証券投資 9</div><div>対独直接投資 △ 2 対EC証券投資 △421 うちドイツ △ 56</div></div>	<div><div>対米直接投資 △ 96 証券投資 △374</div><div>対日直接投資 △ 6 証券投資 108</div><div>対米直接投資 △ 24 証券投資 △ 5</div><div>対独直接投資 △ 33 証券投資 △ 4</div></div> <div>ユーロ市場 **</div> <div>ヨーロッパ計 101 うちドイツ △170</div> <div>ドイツ</div> <div>経常収支 461 (貿易収支 699) 長期資本収支 △134 短期資本収支 △127 外準増減 △277</div>	<div><div>経常収支 △1,621 (貿易収支 △1,595) 長期資本収支 461 短期資本収支 525 外準増減 9</div><div>対米直接投資 △ 24 証券投資 △ 5</div><div>対独直接投資 △ 33 証券投資 △ 4</div></div>	OECD 経常収支	証券投資を除く 本邦資本流出	本邦短期資本 収支のうち 為銀部門
				△561 [うちイタリア△13 英 国△70 フランス△44 カナダ△88]	△451 [うちOECD諸国 以 外 △184]	718 [うち円貨建 45 外貨建673]
1991 年	<div><div>経常収支 729 (貿易収支 1,030) 長期資本収支 371 短期資本収支 * △1,102 外準増減 81</div><div>対日直接投資 △ 2 証券投資 △ 56</div><div>対独直接投資 △ 9 対EC証券投資 △410 うちドイツ △ 3</div></div>	<div><div>対米直接投資 △152 証券投資 △156</div><div>対日直接投資 1 証券投資 △166</div><div>対米直接投資 △ 13 証券投資 △ 11</div><div>対独直接投資 △ 57 証券投資 △ 25</div></div> <div>ユーロ市場 **</div> <div>ヨーロッパ計 835 うちドイツ 78</div> <div>ドイツ</div> <div>経常収支 △ 198 (貿易収支 132) 長期資本収支 △ 168 短期資本収支 255 外準増減 56</div>	<div><div>経常収支 △ 37 (貿易収支 △ 734) 長期資本収支 △ 178 短期資本収支 △ 58 外準増減 58</div><div>対米直接投資 △ 13 証券投資 △ 11</div><div>対独直接投資 △ 57 証券投資 △ 25</div></div>	△158 [うちイタリア△215 英 国△ 94 フランス△ 61 カナダ△255]	△471 [同 △156]	△935 [うち円貨建△834 外貨建△101]
1992 年 (1～6月)	<div><div>経常収支 564 (貿易収支 629) 長期資本収支 △ 2 短期資本収支 * △ 646 外準増減 15</div><div>対日直接投資 △ 0 証券投資 △ 15</div><div>対独直接投資 △ 5 対EC証券投資 △159 うちドイツ △ 32</div></div>	<div><div>対米直接投資 △ 36 証券投資 12</div><div>対日直接投資 △ 5 証券投資 16</div><div>対米直接投資 n.a. 証券投資 △ 12</div><div>対独直接投資 n.a. 証券投資 △ 9</div></div> <div>ユーロ市場 **</div> <div>ヨーロッパ計 296 うちドイツ 368</div> <div>ドイツ</div> <div>経常収支 △ 115 (貿易収支 78) 長期資本収支 △ 168 短期資本収支 328 外準増減 △ 15</div>	<div><div>経常収支 △ 165 (貿易収支 △ 346) 長期資本収支 68 短期資本収支 4 外準増減 4</div><div>対米直接投資 n.a. 証券投資 △ 12</div><div>対独直接投資 n.a. 証券投資 △ 9</div></div>	△266 [92年中予測]	△236 [92年中]	△730 [うち円貨建△576 外貨建△154]

(注) * 日本の短期資本収支は金融勘定を含む。

** ユーロ市場への資金の流出入はBIS「Euro-currency Statistics」のInternational Banking Marketsの項目で銀行の対外資産・負債
ネットフロー額を採用。

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」、

米国商務省「Survey of Current Business」、

ドイツ連邦銀行「Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank」、

BIS「Euro-currency Statistics」

いたが、大半は為銀部門のネット対外短期負債の増加（為銀ポジションの悪化）であり、そのほとんどが外貨資金の取入れ超によるものであった。

（２）米国では、大幅な経常収支の赤字（△1,621億ドル）を、証券投資や直接投資等の長期資本の流入とユーロ市場等からの短期資金の調達でファイナンスしているが、長期資本の黒字（461億ドル）は日本から米国への長期資本の流出（△506億ドル）にほぼ見合うと同時に、米国の対日貿易赤字（△571億ドル）をほぼカバーするかたちになっている。

（３）ドイツについては、大幅な経常黒字（461億ドル）に対応する資本の流出の内訳が長期資本と短期資本でほぼ同額となっており、さらに長期資本のうち対米証券投資は極めて少額にとどまるなどわが国とはかなり異なった資本フローとなっている。

（４）この間、主要国の資金の流れの裏側にあるユーロ市場を通じる金融部門の資金フローをみると、経常赤字国の米国が資金の取り手、黒字国のドイツが出し手と、両国の経常収支に見合うポジションを形成しているのに対し、最大の経常黒字を抱えるわが国が取り手という際立った対照がみられている（この結果80年代後半にはユーロ市場において邦銀が最大の取

り手、独銀が最大の出し手という構造が定着していた）。

次に、日本の長期資本収支が黒字に転じた91年以降の動きをみると、3国間の資金フローは以下のように大きく変化した。

（１）わが国は91年に長期資本収支が黒字（既往最大の371億ドル）となったが、これは株式を主体とする対日証券投資の流入増によるものであり、証券投資を除く直接投資等の流出超幅（△471億ドル）は87年（△451億ドル）をやや上回る水準となった。しかし、最近時点（92年上半期）では、対日証券投資が急減した反面、米国・E C向け直接投資が前年に比べて大幅に減少し、米国向け証券投資も処分（流入）超になる等、わが国資本の流出も大幅に落込んでいる。こうした中で、短期資本は91年以降一貫して大幅な流出超（赤字）となっているが、その大宗は為銀部門ポジションの好転によるものである。

そこで為銀ポジションについて通貨別にやや詳しくみると、大部分が円貨による為銀ポジションの好転となっており、80年代後半の為銀ポジションの悪化が外貨主体であったのとは様変わりとなっている。こうした円・外貨別にみた為銀ポジションの大きな変化の背景をみると、87年の基礎的収支（経常収支＋長期資本

収支)の大幅赤字は、わが国投資家の対外証券投資が主因であり、これが居住者の外貨需要の増加をもたらしたとみられる。一方、91年以降の基礎的収支の大幅黒字の主因は、91年が非居住者の対内証券投資急増、92年が円建輸出の増加を含む貿易収支の黒字拡大であり、これらはいずれも非居住者の円貨需要の増加につながっている。言い換えれば、かつての為銀ポジションの外貨による悪化は、居住者の外貨建資産取得のファイナンスのためであり、最近の為銀ポジションの円貨による好転は、非居住者の円貨建資金決済のファイナンス等を反映したものであるため、おのこの当然の帰結と考えることができよう(注12)。

- (2) 米国をみると、91年には「湾岸戦争協力金」(400億ドル強)の受取りもあって経常収支がほぼ均衡(87年△1,621億ドル→91年△37億ドル)し、92年には再

び赤字となったものの、87年当時と比べれば極めて小幅であり、この結果米国を中心とする資本フローの規模は著しく縮小している。

- (3) ドイツは、東西ドイツ統一のための復興需要の増加に伴い、経常収支が大幅黒字から赤字に転化した一方、長期資本収支の赤字も続いており、これらを短期資本収支の黒字でファイナンスしている。
- (4) こうした3国間の国際収支の急激な変化を反映して、金融部門を通じる資金フローについても、日本が最大の取り手から最大の出し手になり、ドイツが最大の出し手から最大の取り手になるという大きな変化がみられた。この間、OECD全体の経常収支は一貫して赤字を計上しており、日・米・独3国を除くと最近の赤字幅は87年当時を上回るものとなっている。

(注12) こうした為銀ポジションの動向に注目し、これを為替相場の需給関係と直接に結び付けて説明がなされることもあるが、これは以下の点を考慮すると必ずしも適切ではないと思われる。すなわち、①為銀ポジションに影響を与える取引の中には、為銀による外貨借入れによる外債投資や円取引であるユーロ円インパクトローンの供与等為替相場には影響をおよぼさないものが含まれるほか、②輸出入の為替先物取引のように為替相場には直ちに反映するものの、為銀ポジションには先物取引が決済されその裏にある実需取引が実行された時点で反映されるといった為替相場とのタイムラグを伴うもの、あるいは、③機関投資家の対外投資残高に係るヘッジ売り等、為替相場には影響をおよぼすが為銀ポジションには影響しないものがあるなど、為銀ポジションと為替相場は必ずしも密接な関係を有するものではない。実際、87年は為銀ポジションが大幅に悪化した中で急速な円高が進行した一方、84年には前者の大幅悪化とかなりの円安が共存する等為銀のポジションと為替相場の動きに明確な関係はみられない。

4. わが国の資金還流を巡って(結びに代えて)

以上を総括すれば、91年以降のわが国の経常黒字は、もっぱら金融機関を通じるユーロ市場等への短期資金流出というかたちで国際金融市場に還流し、結果的にはこれをドイツを始めとするヨーロッパ諸国やカナダなど経常収支の悪化した先進国が取入れる構図となっている。これは、80年代後半の長期資本主体の還流と比較して大きな変化であり、一部にはわが国の資本輸出能力の低下を示すものとの見方もなされている。しかしながらこれについては、以下の点に留意する必要がある。

- (1) 1. で述べたように、最近の長期資本収支の変化の大部分が対内外証券投資によってもたらされているが、証券投資の性格は実質的な短期取引が含まれるなど他の長期資本項目とかなり異なっており、とくに最近その程度が強まっている。このため、証券投資を含む長期資本の数字をもって長期安定的な資金の流れとみなすことは必ずしも適切でなくなっている。米国等ではこうした観点から資本収支の長期、短期の区分を行っていない。わが国の統計についてもこうした点を含め国際金融情勢の実態を勘案して見直しを行う必要性が外国為替等審議会等の場で指摘されている。

(2) わが国の資金還流を、居住者による自発的かつ長期安定的な对外投资という観点から評価するため、ひとつの目安として証券投資を除くわが国の長期資本の流出額をみると(前掲図表11)、91年は87年を若干上回っており、長期資本全体とは全く異なった姿となっている。しかしながら、92年にはこれが半減しており、わが国投資家の对外投资意欲が減退したことは否めない。こうした現象は景気調整局面における企業業績の悪化や企業マインドの慎重化といった要因も相応に響いているものとみられる。したがって、いずれ国内景気や企業業績が回復するに伴い、わが国投資家の对外投资スタンスも好転し、資本流出のペースを徐々に回復させていく可能性がある。

- (3) もっとも、自由化、グローバル化が進んだ現在の先進国経済の中で、大部分の経常取引と資本取引は内外の金融経済情勢との相互依存関係の中で、民間部門の自由な選択に基づいて決定されており、その結果として、事後的には経常収支の黒字に見合う広い意味での資本の流出が生じていると考えられる。こうした中で経常収支黒字の還流の形態をことさら重視する必要がないという見方も可能である。ただ、その場合でも、国際金融市場

へのアクセスを持たない途上国等に対して適切な支援を行っていくことは必要であろう。発展途上国等については、直接投資等の形態でわが国の資本が還流している（長期資本収支のうちOECD諸国以外向けの証券投資を除く直接投資等は87年△184億ドル、91年△156億ドル）ほか、ODA関連事業予算が年々拡大基調

にある等、わが国は資金供給国として、引続き重要な役割を果たしている。今後は、東欧諸国やCIS等の資金需要も増加が見込まれており、世界経済の安定的な発展に貢献するという視点も含めて、円滑な資金還流のあり方について十分検討を重ねていく必要がある。

〔付論〕国際収支統計上の国別・地域別分類の問題点

近年、国際資本市場のグローバル化が進展する中で、各国間の資本取引は急速に拡大しているが、これに伴ってわが国と欧米主要国等との間の統計上の誤差（discrepancy）も拡大し、これがIMFやOECD等の国際会議の場でも大きな問題となっている（注1）。とくに国際的な証券投資とそれに伴う証券利子の受払いについては、各国とも国別・地域別に分類するための正確なデータを徴求することが実務的に困難という問題を抱えている（注2）。

この点に関して、わが国の場合をみると、情報入手の困難性や報告者への負担軽減への配慮もあって、対内証券投資の報告は取引の直接の相手方である海外投資家の国籍別に作

成している（取引者原則）一方、対外証券投資の報告は取得した証券の主要国市場別に作成している（市場原則）ため（主要国市場の別は、発行市場または上場証券取引所による区分を原則とするが、取引相手の国籍でも差支えない扱い）、つぎのような問題が生じている。

すなわち、対内証券投資では、米国や中東等さまざまな地域の投資家が、英国の証券会社を経由して証券の売買を行っているが、報告書上は直接的な資本流出入がある英国に計上されており、実際の投資家の国籍はとらえられていない。また、対外証券投資では、わが国投資家がルクセンブルク市場に上場されているユーロ債等を売買した場合、取引相手先の国籍にかかわらず、ルクセンブルクとの間の資本流出入として計上されることとな

（注1）例えば、91年中のわが国の国際収支統計によれば、対米直接投資はネット152億ドルの資本流出となっているが、米国の国際収支統計では日本からの直接投資は52億ドルの資本流入となっており、その差は100億ドルに上っている。こうした国際資本フローの問題点については、90年初にIMFの内部に設置された「国際資本フロー委員会（The Working Party on the Measurement of International Capital Flows）」で検討が行われ、91年12月に最終報告書のかたちで取りまとめられたが、その内容については、財政金融統計月報92年8月号（大蔵省発行）に掲載の「国際収支統計をめぐるIMFでの議論」の中で紹介されている。また、こうした検討結果を踏まえて、IMFでは国際収支統計を作成する場合の国際的基準であるIMFマニュアルの改訂が進められており、近々最終案が各国に提示される予定となっている。これを受けて今後わが国の国際収支統計についても、新マニュアルに沿ったかたちで公表内容の変更が検討される見込みである。

（注2）証券投資の国別・地域別分類を行う際の考え方としては、大きく分けて証券取引の相手方に基づいて分類する取引者原則と、取引する証券の実際の発行者および保有者に基づいて分類する債権者／債務者原則の2種類がある。資本取引をフローでとらえる場合は、証券売買の取引相手となる証券会社の背後にいる本当の投資家の名前や国籍等を把握することが困難であることから、取引相手の証券会社の国籍による分類（取引者原則）が実際のとの意見が強い一方、資本をストックでとらえる場合は、デフォルト・リスクの管理といった観点からも保有している証券の発行者や国籍が重要な意味を持つため、債権者／債務者原則が適当とされている。ただし、実際の債権者／債務者を知るためには、各取引主体に対して別途調査を行って情報を得る必要があり、実現にあたっては法的な整備も含めて多岐にわたる検討が必要となろう。

り、実際の資本フローを反映しない可能性が存在する。

この間、証券利子の受払いについては、通常、証券発行時に支払代理人が選任され、利払い期には支払総額が証券発行者からいったん支払代理人へ送金され、そこから各国の証券保有者へ配分される仕組みとなっており、例えば、わが国企業発行のユーロ債の場合、支払代理人は国際的なユーロ債の振替決済機構であるセデル（ルクセンブルク）ないしユーロクリア（ベルギー）であることから、利払い額はこれら2国のいずれかへの本邦資本流出として計上される。また、この場合、同証券保有のわが国の投資家への利払いは、これら2国からの外国資本流入として計上され、投資収益収支が資産・負債の両建てで膨らんでいることとなる。

このほか、国別分類の問題としては、貿易収支についても存在しており、EC統合に関

して本年1月よりEC諸国間では国境におけるトラック輸送の通関チェックが廃止され、国別の輸出入データの正確性が大きく低下することに対する懸念が高まっている。もっとも、現在でもEC向けの輸出については、ECの特定国にある販売現地法人経由で域内国へ輸出されている商品が多くみられ、これらの商品は一部は最終消費国向け、一部は販売現地法人の所在国向けとして輸出統計に計上されているなど必ずしも一貫しておらず、EC域内の通関統計や国際収支統計を国別にみていく意味合いが薄れてきている。

わが国の国際収支統計では、現在半期ごとに年2回（5月、11月）地域分類を公表しているが、上述のとおり、国際化の進展に伴って国別・地域別の計数把握が困難になってきており、分析を行うにあたってはこうした点に十分留意しておかなければならない。

（国際局）