

最近における内外資金フローの動向

(目 次)

1. 93年中の内外資金フローの動向

(全体としての特徴)

(80年代後半以降の資金フローの変化)

2. 93年中の国際的な資金フローとわが国の内外資金フローの関連

(日、米、独間の資金フロー)

(資金の取り手、出し手)

(国際的資金フローにおけるわが国の位置付け)

3. 94年入り後の動向

(急増する対内証券投資)

(処分に転じた対外証券投資)

[付] 93年中の対内外証券投資の動向

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) 居住者による外債の発行

(2) 非居住者による円建外債等の発行

1. 93年中の内外資金フローの動向

(全体としての特徴)

93年中のわが国の国際収支（ドルベース）をみると、経常収支黒字が内外景気のすれ違いに加え、円高の進展に伴うJカーブ効果もあって1,314億ドルと既往ピークの前年（1,176億ドル）を上回った。この結果、資本関係収支もネットベースで既往最大の流出を記録した。こうした資金流出額の動向を長期資本収支と短期資本（国際収支表上の「短期資本収支」と「金融勘定」の合計）とに区別してみると、両者とも前年同様に流出超となったが、長期

資本収支の流出超額が783億ドル（前年285億ドル）と大幅に拡大し、一方短期資本の流出超額は529億ドルと前年（786億ドル）を下回る結果となった（後掲図表1）。

長期資本収支の大幅な流出超につき、その構成項目をみると、対内外証券投資が627億ドル（前年262億ドル）の流出超と全体の約8割を占めており、対外直接投資や対外借款による資金流出幅は低水準にとどまった。

まず、93年中の対内外証券投資動向をみると（後掲図表2）、実勢ベースで対内証券は100億ドル強の流入超、対外証券は730億ドル

(図表1)

国際収支の推移

(単位 億ドル、△は赤字または資金の流出超)

	経常収支		長期資本収支				その他の収支項目			
		うち 貿易収支		うち対内外 証券投資	うち対外 直接投資	うち 対外借款	<i+ii>	短期資本収支 <i>	金融勘定 <ii>	うち為銀部門
1980年	△107	21	23	94	△ 24	△ 26	115	31	84	131
81	48	200	△ 97	44	△ 49	△ 51	44	23	21	64
82	69	181	△ 150	21	△ 45	△ 79	34	△ 16	50	0
83	208	315	△ 177	△ 19	△ 36	△ 84	△ 52	0	△ 52	△ 36
84	350	443	△ 497	△ 236	△ 60	△119	109	△ 43	152	176
85	492	560	△ 645	△ 430	△ 65	△104	114	△ 9	123	109
86	858	928	△1,315	△1,014	△145	△ 93	432	△ 16	448	585
87	870	964	△1,365	△ 938	△195	△162	534	239	295	718
88	796	950	△1,309	△ 667	△342	△152	485	195	290	444
89	572	769	△ 892	△ 280	△441	△225	541	208	333	86
90	358	635	△ 436	△ 50	△480	△222	287	215	72	△136
91	729	1,030	371	410	△307	△131	△1,022	△258	△764	△934
92	1,176	1,323	△ 285	△ 262	△172	△ 76	△ 786	△ 70	△716	△730
93	1,314	1,415	△ 783	△ 627	△137	△ 82	△ 529	△145	△384	△150

(注) 海外との資本の流出入関係がみやすいように、公表ベースの国際収支統計を組み替えて作成。「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）。

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

強の流出超になったものと推計される（注1）。

対内証券投資が実勢ベースで流入超となったのは、非居住者による国内債に対する投資が短期のディーリング中心となったため、売り買いがほぼ見合った（92年処分超82億ドル→

93年処分超2億ドル）ものの、株式に対する投資が、主として米国投資家による取得活発化により既往第2位の金額（同取得超87億ドル→取得超200億ドル<既往ピークは91年468億ドル>）に達したためである。一方、

(注1) 公表されているわが国の国際収支統計では、対内・外証券投資はおおの110億ドル、516億ドルの資金流出超となっている。本文の実勢ベースの計数との違いは、居住者発行外債が、国際収支上特殊な取り扱いをされていることによるもの。すなわち、居住者により外債の発行が行われ、かつ、これが居住者により取得された場合、居住者間の取引であるにもかかわらず、前者は対内債券投資（外国資本「外債」）、後者は対外債券投資（本邦資本「債券」）に両建て計上される扱いとなっている。93年中は、80年代後半に居住者により大量に発行された外債の償還が集中（93年中の償還額822億ドル）したが、この大部分は居住者により保有されていたため、国際収支統計上は対内、対外債券投資の両方が減少を示した。この影響がどのくらいであるかを推測することは統計データの制約からかなり難しいが、ここでは約7割が居住者によって保有されていたと仮定して推計した。

(図表2)

対 内 外 証 券 投 資 の 推 移

(単位 億ドル、△は資金の流出超)

	対内外 証券投資	対 内 証 券 投 資							対 外 証 券 投 資						
		合 計				株 式 債 券 外 債			合 計				株 式 債 券 調整後		
		調整後	調整後	調整後	調整後	調整後	調整後	調整後	調整後	調整後	調整後	調整後	調整後	調整後	調整後
1985年	△ 430	167	77	△ 7	45	129	39	△ 598	△508	△ 10	△535	△445	△ 53		
86	△1,014	5	△124	△158	△ 21	184	55	△1,019	△890	△ 70	△930	△801	△ 19		
87	△ 938	△ 60	△271	△428	67	301	90	△ 878	△667	△169	△729	△518	20		
88	△ 667	203	△ 43	68	△216	351	105	△ 869	△623	△ 30	△858	△612	19		
89	△ 280	851	321	70	24	757	227	△1,132	△602	△179	△941	△411	△ 12		
85～89(年平均)	△ 666	233	△ 8	△ 91	△ 20	344	103	△ 900	△658	△ 92	△799	△557	△ 9		
90	△ 50	346	129	△133	170	309	92	△ 398	△181	△ 63	△290	△ 73	△ 45		
91	410	1,153	822	468	212	473	142	△ 743	△412	△ 36	△682	△351	△ 25		
92	△ 262	81	28	87	△ 82	76	23	△ 343	△290	30	△356	△303	△ 17		
93	△ 627	△110	106	200	△ 2	△308	△ 92	△ 516	△732	△153	△299	△515	△ 64		
1～3月	△ 44	△ 50	△ 4	48	△ 33	△ 65	△ 19	5	△ 41	△ 1	34	△ 12	△ 28		
4～6	△ 209	△ 87	26	13	61	△161	△ 48	△ 122	△235	△ 12	△100	△213	△ 10		
7～9	△ 25	0	49	74	△ 4	△ 70	△ 21	△ 25	△ 74	△ 51	33	△ 16	△ 7		
10～12	△ 350	26	35	65	△ 26	△ 13	△ 4	△ 374	△383	△ 90	△265	△274	△ 19		

(注) 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。調整後の計数は、居住者発行外債のうち7割が居住者保有と仮定して算出。

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

対外証券投資が実勢ベースで大幅に増加したのは、①株式への投資が米国、アジア株の取得増により既往ピークに匹敵する規模（同処分超30億ドル→取得超153億ドル＜これまでのピークは89年取得超179億ドル＞）となったこと、②債券への投資も米国、欧州債を中心に515億ドル程度と90年代に入ってから最高水準となったこと、③非居住者による円建外債の発行額が既往最高（同発行超17億ドル→発行超64億ドル）となったこと、などによるものである。

次に、短期資本の動きをみると、△529億ドル（前年△786億ドル）と赤字幅が縮小している（図表1）。これは、金融勘定、とりわけ為銀部門を通じる資金流出（為銀ポジシ

ンの好転）が前年の△730億ドルから△150億ドルへ縮小したことによるものである（後掲図表3）。為銀ポジションは為銀の短期の対外資産および負債の状況をネットベースで示したものであり、円および外貨により構成されている。93年中の為銀部門を通じる資金流出の小幅化は、このうちの円貨ポジションが△576億ドルから△168億ドルへと資金流出幅を縮小したことが主因である。この間、外貨ポジションは小幅ながら3年ぶりに資金流入超（ポジション悪化）を記録した。これは、93年中に対外証券投資の増加や居住者発行外債の大量償還があり、こうした取引に必要な外貨が為銀を通じて調達されたためである。

(図表3)

金融勘定の推移

(単位 億ドル、△は資金の流出超)

	公 的 部 門				為 銀 部 門																	
					資 産				負 債				純資産									
	外貨準備				外 貨		円 貨		外 貨		円 貨		外 貨		円 貨							
1985年	15	△	2	△	247	△	147	△	100	356	197	159	109	51	58							
86	△	137	△	157	△	816	△	508	△	308	1,401	1,152	249	585	644	△	59					
87	△	423	△	392	△	1,071	△	290	△	781	1,789	963	826	718	673	45						
88	△	155	△	162	△	1,475	△	946	△	529	1,919	1,446	473	444	500	△	56					
89		247		128	△	1,339	△	622	△	717	1,425	827	598	86	204	△	118					
85～89(年平均)	△	91	△	117	△	989	△	502	△	487	1,378	917	461	388	414	△	26					
90		209		78	△	560	△	394	△	166	424	406	18	△	136	12	△	148				
91		171		81		379		622	△	243	△	1,313	△	722	△	591	△	934	△	101	△	833
92		14		3		500		370		130	△	1,230	△	525	△	705	△	730	△	154	△	576
93	△	235	△	269		233		305	△	72	△	383	△	288	△	95	△	150		18	△	168
1～ 3月	△	45	△	14	△	6		45	△	51	△	245	△	278		33	△	251	△	233	△	18
4～ 6	△	49	△	164		536		248		288	△	578	△	110	△	468	△	42		138	△	180
7～ 9	△	140	△	93	△	418	△	9	△	409	421	38	383		3		29	△	26			
10～12	△	1		2		121		22		99	19	62	△	43		140		84				56

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

(80年代後半以降の資金フローの変化)

次に、93年中の資本収支の動向を、80年代後半以降のわが国の内外資金フローの変化の中で位置付けてみることにする。85～90年の間は、経常収支の黒字幅を大きく上回る長期資本の流出が続いたため、その差を短期資本がファイナンスするパターンとなっていたことが特徴である。長期資本収支が巨額の流出超となった理由としては、①対外証券投資が内外金利差や対外証券投資の規制緩和等を背景に増加したこと、②対外直接投資が不動産、金融・保険業を中心に活発化したこと(図表4)、③対外借款も本邦金融機関の本格的な海外戦略の展開や本邦企業の海外進出に伴って増加したこと(図表5)、が指摘できる。

これに対し、91～92年の状況をみると、経常収支が大幅な黒字を計上したことを主因

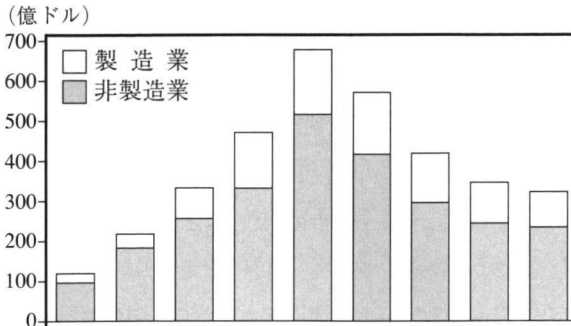
に、短期資本が流出超に転じたことが大きな特徴と言えよう。

こうした80年代半ば以降の状況と93年の動向を比較してみると、以下の2点が特徴として指摘できる。第一は、長期資本の流出幅が再び拡大傾向(92年△285億ドル→93年△783億ドル)を辿っているものの、その額は80年代後半の規模(85～89年平均△1,105億ドル)を下回っていることである。第二は、短期資本が引き続き流出超となっているが、流出超幅が3年連続で縮小(91年△1,022億ドル→92年△786億ドル→93年△529億ドル)していることである。

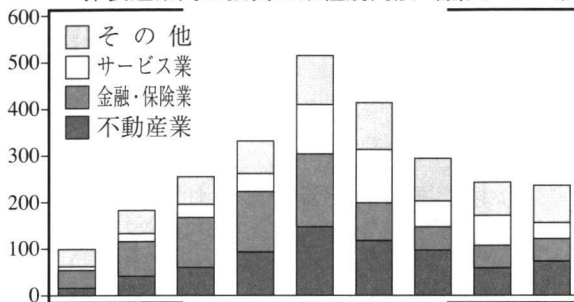
第一の特徴の背景としては、本邦投資家の対外証券投資が米国、アジア株や欧米の国債取得を主因に高水準となったものの、①対外直接投資が、赤字補填のための増資等後ろ

(図表4) 対外直接投資の動向

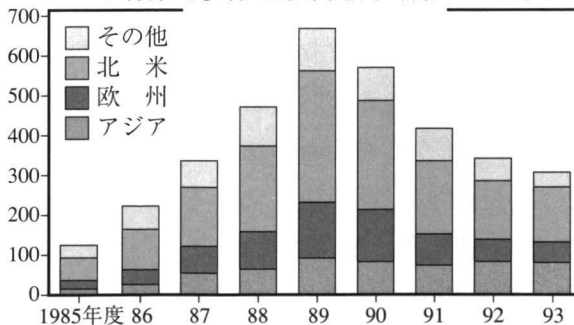
製造業・非製造業別の対外直接投資動向（届出ベース）



非製造業向け投資の業種別内訳（届出ベース）



地域別の対外直接投資動向（届出ベース）

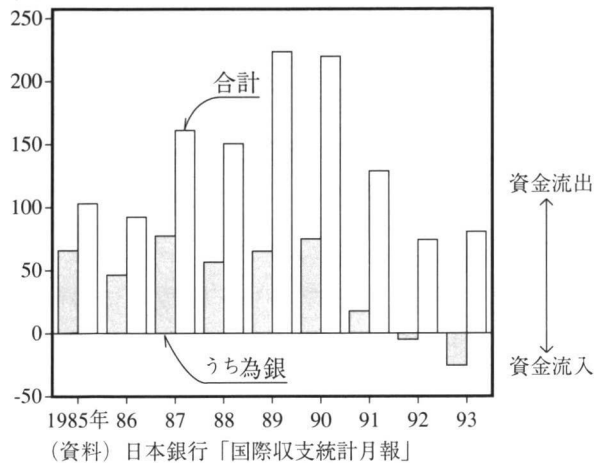


(注) 93年度は、上半期の年率換算。

(資料) 大蔵省「対内及び対外証券投資等の状況」

(図表5) 対外中長期借款の動向

(億ドル)



向き資金によって大宗を占められており、質・量ともに比較的低調に推移したこと(注2)、②中長期借款が、優良新規案件が少ないこと、また地域別にみてもアジア向けを除けばまだ動意に乏しいことなどから、伸び悩んだことが指摘できる。

第二の特徴の背景は、経常収支の黒字幅が91年以降拡大したものの、一方で長期資本収支が赤字方向へ振れ、93年の赤字幅は上述のように80年代後半の規模には達しないがかなりの高水準となったことである。短期資本の中では、為銀部門が負債の減少を中心に3年連続して流出超幅を縮小した。特に93年には公的部門が外貨準備の増加により資金流出超（公的部門のポジション好転）に転じたことから、為銀部門の流出超幅は一段と縮小した。

(注2) 80年代半以降の直接投資動向をみると、90年頃までは米国、豪州での不動産業および欧州での金融・保険業向けの投資が急増した。しかしその後は、海外不動産市況の低迷や金融・保険業の拠点設立の一巡から減少傾向を辿っており、内容的にも、不動産案件を中心に子会社の財務内容改善のための増資や撤退・清算のための送金がかなりの部分を占めている。なお、93年中、円高に対応して製造業によるアジア向け投資は堅調に推移したものの、直接投資の全体額を押し上げるまでには至らなかった(図表4参照。ただし年度ベースの届出計数)。

2. 93年中の国際的な資金フローとわが国の内外資金フローの関連

これまで93年中のわが国の内外資金フローの特徴を考察してきた。以下では、世界的に証券市場が活況を呈し国際的な証券投資が活発化した中で、日本の資金フローがどのように位置付けられるのかにつき、日、米、独を中心とする国際的資金フローを概観しつつ検討することとしたい。

(日、米、独間の資金フロー)

そこでまず、93年中の日、米、独の対内外証券投資動向の特徴をみると(図表6)、①米国がアジア、日本、中南米等への証券投資を急増させた結果(91年△450億ドル→92年△480億ドル→93年△1,254億ドル)その規模が日本の約2.5倍にも達したこと、②日本の対外証券投資が実勢ベースで86年以来の高水準となったこと、③ドイツの対外証券投資が減少(91年△157億ドル→92年△432億ドル→93年△210億ドル)したこと(注3)、④米国(注4)、ドイツでは対内証券投資が大幅に増加したこと(米国:91年683億ドル→92年896億ドル→93年1,567億ドル、ドイツ:91年386億ドル→92年864億ドル→93年1,474億ドル)である。このように93年中の国際的な証券投資の構図(グロスベース)は、米国および日本が資金の出し手となり、米国、ドイツ、アジア諸国が資金の主な取り手であったと整理できよう。

一方、短期資金の中心であるユーロインター

バンク市場をみると、①日本は、長期資本収支の赤字が拡大したものの引き続き経常収支黒字を下回ったため、最大の資金放出国(92年流出超739億ドル→93年1～9月同825億ドル)であったこと、②米国が経常収支赤字の拡大から資金の取り手(92年流入超613億ドル→93年1～9月同400億ドル)であり続けたこと、③ドイツは、経常収支が引き続き赤字を記録したが、長期資本収支の黒字幅が上述したような対内証券投資の増加により拡大したため、資金の出し手(92年流入超494億ドル→93年1～9月流出超137億ドル)に転じたこと、が特徴である。

こうした国際的な資金の流れについて80年代後半(ここでは代表例として87年を図示、図表6)と90年代に入ってから動向とを比較すると、80年代後半においては最大の資金の出し手が日本、取り手は米国となっており、米国の“双子の赤字”を日本の資金がファイナンスするかたちとなっていた。これが91年には、日本は米国投資家による本邦株式投資の著増を主因に米国からの資金の取り手となったものの、依然として巨額の長・短資本の流出もみられたため、国際的な資金フローの中心的な地位を保っていた。これに対し、93年中の動向をみると、日本の対内外証券投資が前年に比べかなり活発化し、しかも、日本はユーロ市場において最大の資金の出し手であったが、国際証券投資における米国資金の規模が急拡大したため、日本を通じる資金

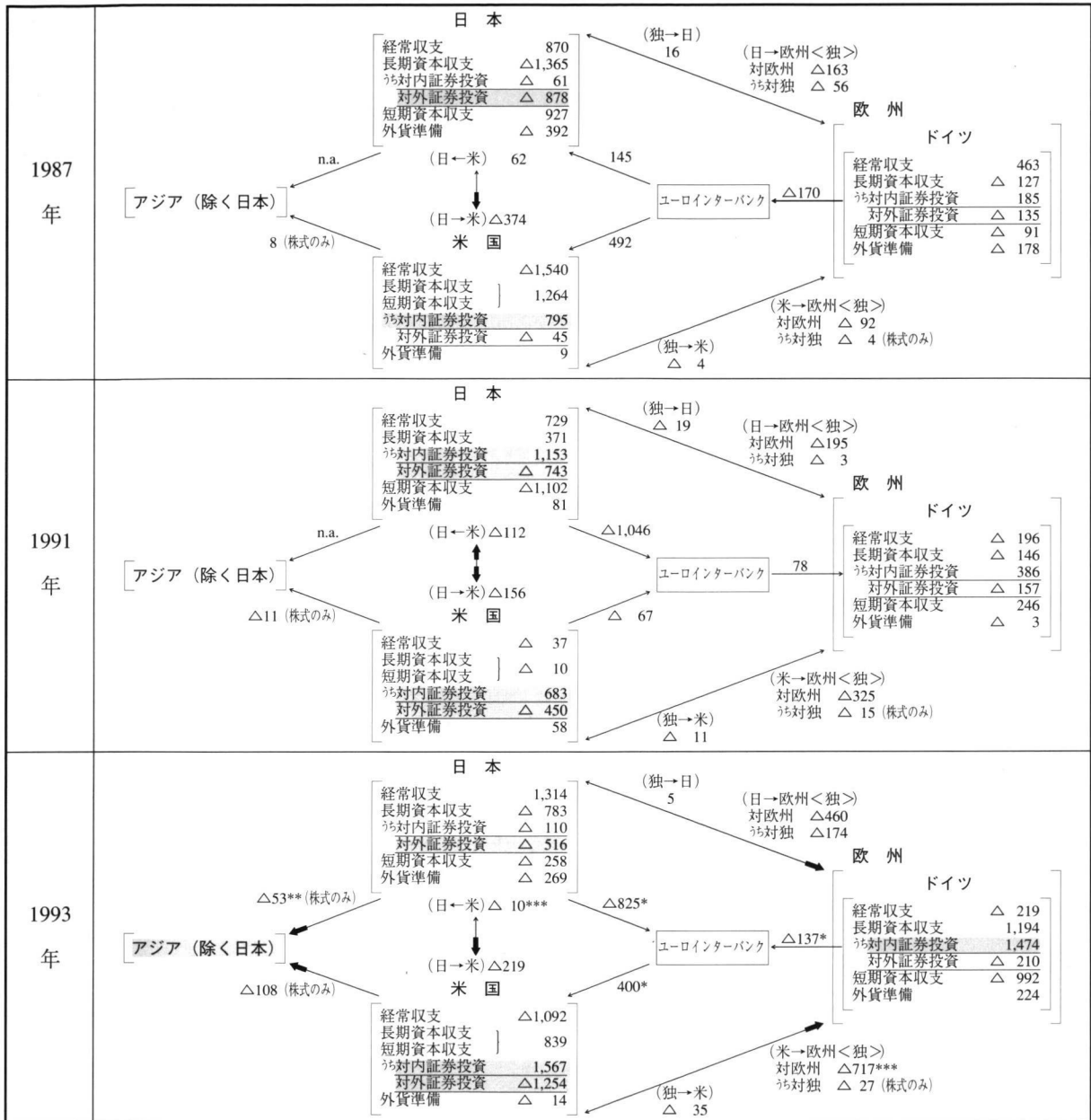
(注3) ドイツの国際収支は、マルク表示の毎月の計数をドル・マルクの月中平均レートでドルに換算したもの。

(注4) 米国の対内証券投資は、海外公的部門の米国債取引と海外民間部門の米国証券取引の合計ベース。

(図表6)

日、米、欧州間の証券投資等の動向

(単位 億ドル、△は資金流出、■は対内外証券投資による主な資金流出先、➡は主な資金流入を示す)



(注) 日、米、独の国際収支は、各国の国際収支表を入れ替えて作成。証券投資については、各国の国際収支統計等の対外証券投資の計数を使用(対内証券投資の計数は用いていない)。また、ユーロ市場への資金の流出入はBIS「Euro-currency Statistics」のInternational Banking Marketsにおける銀行の対外資産・負債ネットフロー額を使用(なお、93年は1～9月の計数<図表中* >)。

日本: 短期資本収支は、「短期資本収支」と「金融勘定」の合計から「外貨準備増減」を差し引いたもの。対外証券投資の地域別計数は、円建外債を除いたベース。欧州向けは、イギリス、ドイツ、フランス、オランダ、スイスの合計。アジア向け(図表中**)は、「その他」市場の第4四半期の計数で代用。

米国: 米国の日本、欧州向け対外証券投資は、1～9月の計数(図表中***)。対独、アジアの株式投資は、米国証券業協会の計数。長・短期資本収支は、「外貨準備増減」を除く対外純資産の増減額。

(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「Statistisches Beiheft zum Monatsbericht, Zahlungsbilanz Statistik」、BIS「Euro-currency Statistics」

流出入のウエイトは低下した。また、93年中のもうひとつの特徴としては、これまでの日本、米国の二国間を中心とする構図が崩れ、欧州、アジア諸国等への資金流入が拡大するなど、資金フローが80年代後半に比べ多様化したことが挙げられよう。

(資金の取り手、出し手)

次に、93年中の証券投資の資金の取り手、出し手双方の事情をやや詳しくみることにしよう。

まず、資金の取り手である米国、欧州、アジア市場等の状況をみると(図表7)、これら諸国の株式市場では、株価が軒並み続伸した。米国は金融緩和の継続と景気の回復を主因に、欧州では金利低下期待、またアジアのNIEs、ASEANでは高い経済成長期待から株価がおのおの際立った上昇を示したのが特徴である。また債券市場でも、日、米、欧州市場とも金利が続落した中で、欧州債の利回りは、92年秋以降の利下げに加え8月に実施されたERM変動幅拡大に伴う一層の金利先安感の台頭から、とりわけ大きな低下幅を示した。

こうした高い経済成長率や金融緩和期待を背景に、海外からの資金流入が証券市況の上昇につながり、これがさらなる資金流入を呼んだ点も93年の特徴と言えよう。特に、香港、シンガポール、タイなどアジア諸国では市場規模がまだ発展途上にある点も(図表8)、株価が高騰する一因となったと考えられる。また、欧州市場への影響についても、ドイツの公共債市場の例をみると、93年中の公共債純増分(発行マイナス償還)2,431億マルク

の7割弱(前年4割強)が非居住者に取得されており、相場形成に少なからず影響を与えたものと思われる。

次に、資金の出し手サイドの動向に関し、93年中の国際的な資金フローを大きく規定した米国の対外証券投資の動向についてやや詳しくみてみよう。米国の対外証券投資の増加は、長期金融緩和により投資家がミューチュアルファンド等へ資金をシフトさせ、これら

(図表7) 主要国の株価、債券利回りの動向

株 式		(年間騰落率、単位 %)	
		1992年	93年
日	本	△26.4	2.9
米	国	10.6	13.3
ド	イ ツ	△ 2.1	46.7
フ	ラ ン ス	5.0	47.1
イ	ギ リ ス	15.2	19.3
香	港	28.3	115.7
シ	ン ガ ポ ー ル	2.3	59.1

(注) 日本は日経平均、米国はNYダウ、ドイツはDAX指数、フランスはAgefi指数、イギリスはFT100指数、香港はハンセン指数、シンガポールはST指数。

債 券		(利回り低下幅、単位 %ポイント)	
		1992年	93年
日	本	△0.865	△1.475
米	国	△0.26	△1.19
ド	イ ツ	△0.9	△1.5
フ	ラ ン ス	△0.53	△2.37
イ	ギ リ ス	△1.42	△1.95

(注) 日本は10年物指標銘柄国債の月末値、米国は国債の取引量の多いもののうち財務省が残存30年として調整したものの中平均、ドイツは残存期間9～10年国債の月中平均、フランスは残存10～15年国債の月末値、イギリスは2.5%コンソル債の月末値。

(図表8)

主要国の株式、債券市場規模

(1992年末、単位 億ドル、%)

	米 国 (ニューヨーク)	カナダ (トロント、 モントリオール)	イギリス (ロンドン)	ド イ ツ (フランクフルト)	フランス (パ リ)	日 本 (東 京)	香 港	シンガポール
株式市場	38,779 (11.8)	4,575 (24.1)	9,335 (8.3)	3,214 (8.5)	3,285 (59.8)	23,205 (4.4)	1,722 (1.3)	501
債券市場	20,441 (n.a.)	n.a. (n.a.)	6,082 (29.8)	9,930 (48.6)	5,785 (28.3)	12,779 (62.5)	5 (0.02)	1,015 (5.0)

(注) () 内は、米国市場に対する比率。

(資料) 東京証券取引所「東証要覧」

ファンドや年金基金等が、年後半に資金運用先を海外の証券市場に拡大したことによるものとみられる。

この点をより具体的に検討するため、まず対外株式投資をみると、年前半は前年に比べ3割強の増加ペースであったが(図表9)、年後半になるに従い取得ペースが大幅に上昇した。これは、米国の短期金利が低水準にあった

ため預金から期待収益率の高いミューチュアルファンドへ大量の資金シフトが生じ、その資金が年前半には国内市場に向かったが、年後半には米国株に高値警戒感が生じたため海外株式ファンドへ大量に流入することになったと思われる。ちなみに、ミューチュアルファンドに占める海外株式ファンド比率は、93年初の1割弱から12月には5割程度まで急上昇

(図表9)

米 国 の 対 外 株 式 投 資 の 動 向

(単位 億ドル、() 内はシェア %)

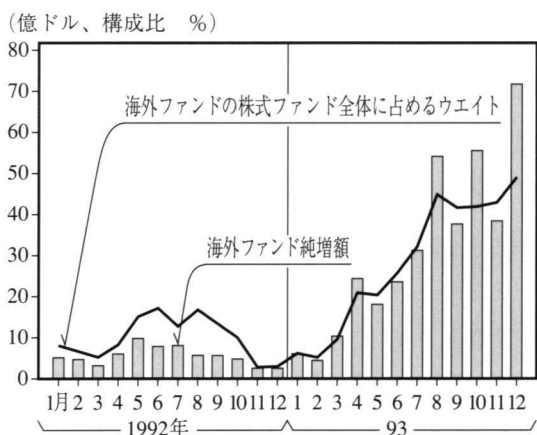
	日 本	アジア (除く日本)	欧 州	うちドイツ	フランス	イギリス	カナダ	南 米	その他 とも計
1991年	139 (43.6)	15 (4.7)	147 (46.1)	15 (4.7)	△ 4 (△1.3)	83 (26.0)	△ 4 (△1.3)	26 (8.2)	319 (100.0)
92	44 (13.6)	44 (13.6)	181 (56.0)	8 (2.5)	5 (1.5)	115 (35.6)	△ 3 (△0.9)	50 (15.5)	323 (100.0)
93	62 (9.1)	108 (15.9)	315 (46.5)	27 (4.0)	20 (2.9)	165 (24.3)	51 (7.5)	123 (18.1)	678 (100.0)
93/ 1～ 3月	17	10	29	2	1	16	13	13	84
4～ 6	6	22	76	6	3	36	13	10	132
7～ 9	15	37	143	17	11	79	11	38	251
10～12	24	38	55	2	5	25	14	62	197

(注) 四半期の計数は暫定季調計数であるため、その合計は暦年の計数と一致しない場合もある。

(資料) 米国証券業協会

している（図表10）。投資先としては、欧州のウェイトが高いが、アジア地域、カナダ、中南米といった新しい市場への投資も大幅に増加した。また、米国年金基金も長期的観点から日本株を買い増したため、全体として米国ファンドによる日本株の取得は年後半以降急増した。債券投資についても、株式同様、年後半を中心に取得額が大幅に拡大した（図表11）。

（図表10）米国ミューチュアルファンドの動向
海外株式ファンドの販売状況



（注）海外株式ファンドは、インターナショナルファンドとグローバルファンドの合計。

（資料）Investment Company Institute 「Trends in Mutual Fund Activity」

（図表11）米国の対外債券投資の動向

（単位 億ドル、（ ）内はシェア %）

	日 本	西 欧	カナダ	その他 とも計
1991年	△ 21 (△14.1)	191 (128.2)	78 (52.3)	149 (100.0)
92	△ 2 (△ 1.2)	193 (111.6)	69 (39.9)	173 (100.0)
93*	△ 29 (△ 4.3)	628 (93.5)	140 (20.8)	672 (100.0)
93/ 1～3月	5	131	69	189
4～6	△ 14	114	7	106
7～9	△ 13	226	29	209

（注）*は、1～9月の年率換算。発行、流通市場の合計。

（資料）米国商務省「Survey of Current Business」

市場別にみると、欧州への投資が前年の3倍と急増したが、日本への投資は純減となった。

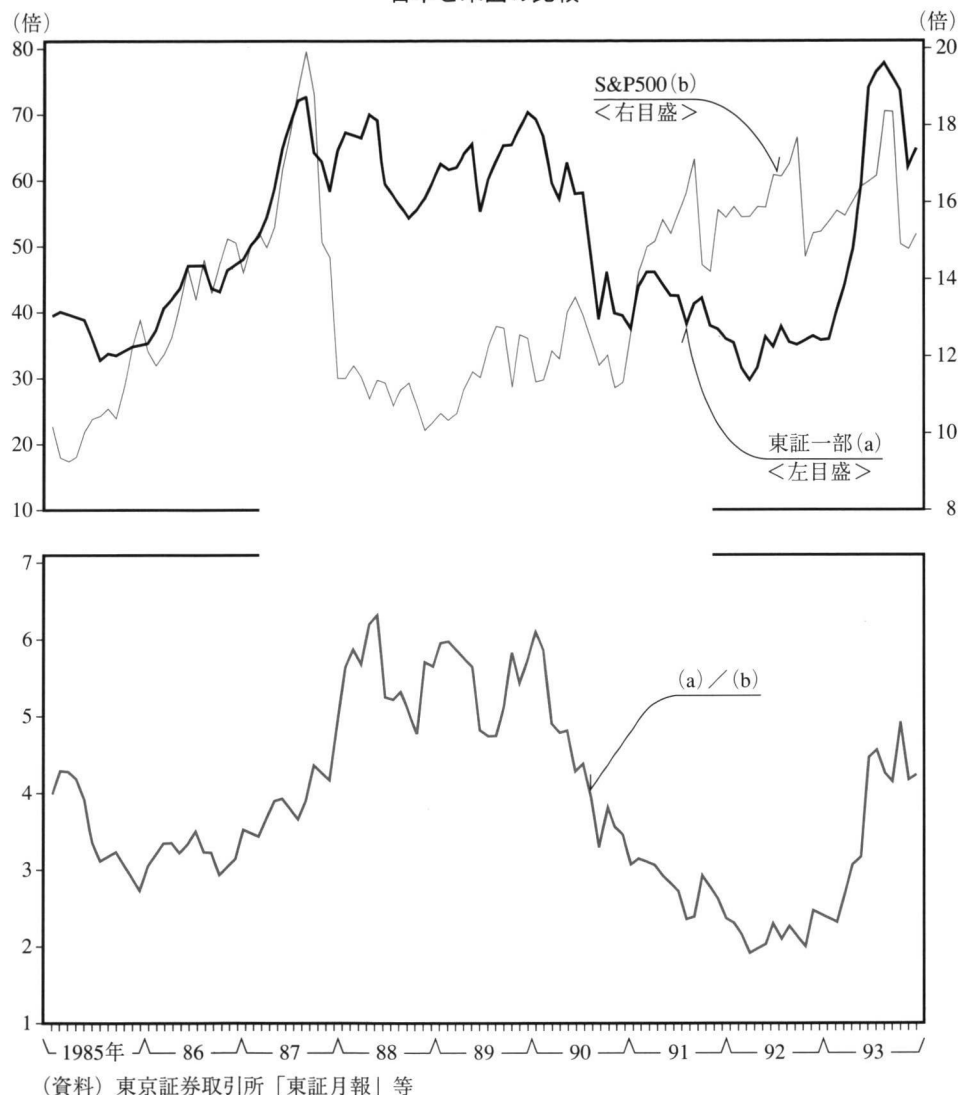
（国際的資金フローにおけるわが国の位置付け）

以上、93年中の国際的な資金フローの状況を資金の取り手、出し手ごとに概観したが、この点を念頭に置いて日本の対内外証券投資の位置付けをしてみたい。

まず、日本に対する海外からの株式投資は、前述のとおり既往第2位となった。しかし、日本の株式市場の動向を振り返ってみると、93年中株価は総じて低調裡に推移し、非居住者による日本株式への大幅な取得がみられた前回91年と比較すると、収益対比でみた株価（P E R）は割高となっていたことが指摘できる（図表12）。したがって、非居住者による本邦株式の購入は、その良好なパフォーマンスによるものというよりは、むしろ、米国でミューチュアルファンド等へシフトした資金が国際分散投資の一環として長期的観点から本邦株式の取得に向けられたという側面が強いものとみられる。また、為替円高が進展するに伴い円資産に対する保有意欲が高まったことも一因として指摘できよう。94年に入ってから、米国資金が前年を大幅に上回る規模で本邦株式を購入しているが、これは、本邦株式の下値不安が他市場に比較して少ないことが注目されているものと考えられる（この点については後述）。

次に、日本の93年における対外証券投資の特徴を国際資金フローの中でみてみよう。まず第一は、本邦投資家による証券取得の時期をみると、米国資金が欧州、アジア市場等へ流入し、これら市場の証券市況が一段と上昇

(図表12) 日本株の株価収益率の推移
日本と米国の比較



した後に増加したことである。また第二は、投資規模が、米国の対外証券投資額と比べると相対的に小幅にとどまったことである。

まず、第一点につき日本の市場別の対外証券投資動向をみると(後掲図表13)、米国への投資(92年88億ドル→93年219億ドル)のほ

か、欧州(ドイツ同81億ドル→174億ドル、フランス同25億ドル→100億ドル、イギリス同171億ドル→168億ドル)、アジア向け(注5)の投資が増加している。このうち、アジア、欧州については、米国からの資金流入ペースが第2四半期以降に高まり、これら地域の証

(注5)「その他」市場は、前年処分超から一転して大幅な増加をみた(92年処分超19億ドル→93年取得超38億ドル)、これはアジア株の取得が大きく寄与したためである。なお、ルクセンブルク市場が大きく減少しているが、これは、第1章で述べたように80年代後半に居住者により大量に発行された外債の償還の影響が大きく、実際の対外証券投資の額を過小評価するかたちとなっている。

(図表13) わが国の対外証券投資の地域別動向

実 額

(単位 億ドル)

	米 国	イギリス	ド イ ツ	フランス	オランダ	ルクセンブルク	ス イ ス	オーストラリア	カナダ	その他	合計
1985年	313	62	4	0	△ 1	117	5	10	22	22	554
86	496	128	32	4	1	243	1	△ 3	66	42	1,010
87	374	87	56	10	5	272	4	24	25	49	906
88	362	107	60	6	8	254	9	18	14	51	889
89	265	111	45	39	3	481	12	15	48	118	1,137
90	△ 161	20	△ 20	56	2	324	19	△ 11	9	157	395
91	156	145	3	33	3	214	12	26	11	129	732
92	88	171	81	25	1	△ 28	7	△ 17	16	△ 19	325
93	219	168	174	100	△ 2	△ 180	20	△ 44	△ 58	38	435

シ ェ ア

(単位 %)

	米 国	イギリス	ド イ ツ	フランス	オランダ	ルクセンブルク	ス イ ス	オーストラリア	カナダ	その他	合計
1985年	56.4	11.2	0.8	0.1	△ 0.1	21.1	1.0	1.8	4.1	3.6	100.0
86	49.1	12.7	3.2	0.4	0.1	24.1	0.1	△ 0.3	6.6	4.0	100.0
87	41.3	9.6	6.2	1.2	0.6	30.0	0.4	2.7	2.8	5.2	100.0
88	40.7	12.0	6.8	0.6	0.9	28.6	1.0	2.0	1.5	5.9	100.0
89	23.3	9.8	4.0	3.4	0.2	42.3	1.1	1.4	4.2	10.3	100.0
90	△ 40.8	5.0	△ 5.1	14.1	0.5	82.2	4.8	△ 2.9	2.2	40.0	100.0
91	21.3	19.9	0.4	4.5	0.3	29.2	1.6	3.5	1.4	17.9	100.0
92	27.0	52.5	25.0	7.8	0.3	△ 8.6	2.2	△ 5.3	4.9	△ 5.8	100.0
93	50.4	38.5	40.0	23.1	△ 0.4	△ 41.3	4.7	△ 10.1	△ 13.2	8.3	100.0

(注) 非居住者により日本国内で発行された外貨建外債を含むため、国際収支とは計数が異なる。

(資料) 大蔵省「対内及び対外証券投資等の状況」

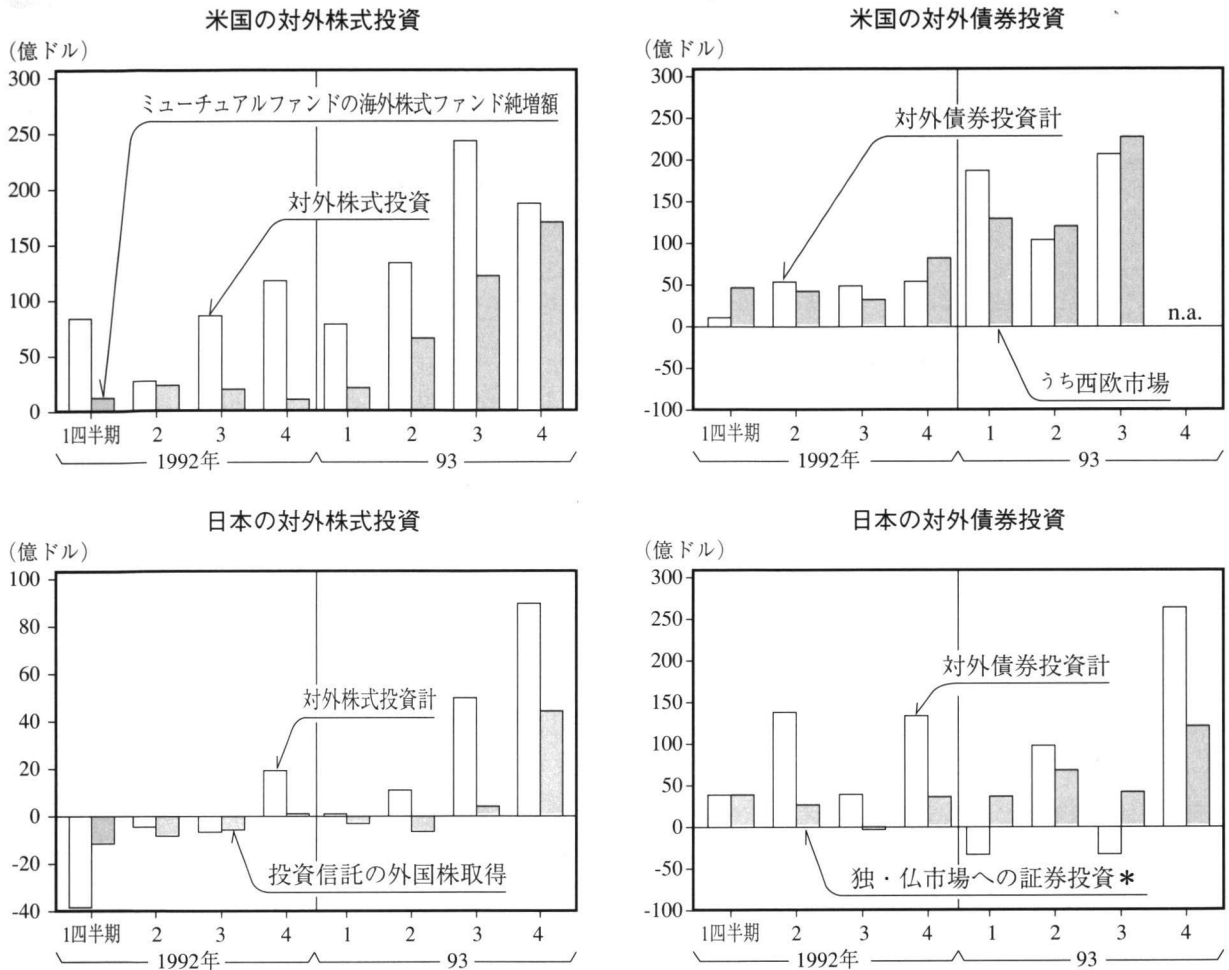
券市況が高騰したが、日本からの投資は、むしろ第4四半期になって機関投資家による投資積極化や投資信託によるアジア株ファンドの設定などから増加したことが特徴である(対外証券投資<流通市場>1～3月33億ドル→4～6月△112億ドル→7～9月△18億ドル→10～12月△355億ドル、図表14)。

また、第二点の日本の対外証券投資が米国

と比べ小幅となった要因を、主力の対外債券投資を中心にみると、まず、本邦投資家が円高等を背景として外債残高の積み増しには慎重となっていることが影響していよう。すなわち、80年代後半においては、インカムゲイン指向であった生保が内外長期金利差を背景にポートフォリオの積み増しを行ってきたが、最近ではキャピタルゲイン指向を強め短

(図表14)

日米の対外証券投資の動向

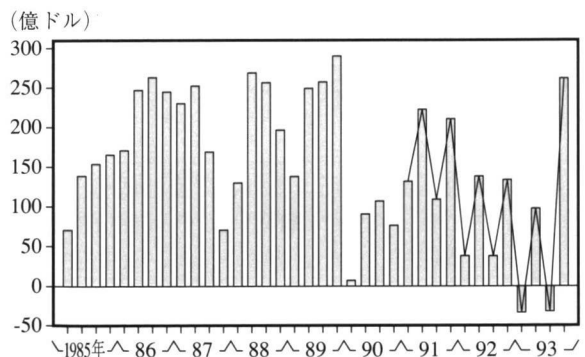


(注) * 独、仏市場への証券投資の大部分は債券投資が占める。

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」、大蔵省「対内及び対外証券投資等の状況」、証券投資信託協会「証券投資信託月報」、米国商務省「Survey of Current Business」、Investment Company Institute「Trends in Mutual Fund Activity」

期売買のウェイトを増加させてきている。また、銀行についても、同様に外債残高の積み上げには慎重である。なお、91年以降、期末に外債がいったん処分されるというパターンがみられるが(図表15)、これは、上述のような短期売買が中心となってきているという投資行動の変化による面が強いと思われる。この結果、機関投資家の総資産に占める外国証券残高の比率は80年代後半に上昇したが、

(図表15) 外債投資の四半期パターン



93年末には80年代央の水準にまで戻っている（図表16）。また、本邦投資家の資金吸収が80年代後半に比べ低調に推移（例、生保の総資産

残高伸び率、85～89年平均20.4%→90～93年平均10.4%）したことも、こうした動きの一因と言えよう。

（図表16） 本邦機関投資家の外国証券投資残高（総資産等に占めるシェア）

（単位：%）

	1985年末	86年末	87年末	88年末	89年末	90年末	91年末	92年末	93年末
生 保	9.45	11.88	14.01	14.43	15.73	13.81	12.76	11.57	9.19
信 託 勘 定	5.21	7.10	7.14	6.32	6.81	7.16	8.45	8.45	8.81
投 資 信 託	10.74	18.85	14.89	19.43	24.45	19.34	31.09	21.65	23.71
（うち外貨建）	（10.04）	（17.55）	（12.43）	（17.32）	（22.01）	（15.14）	（26.89）	（15.55）	（ 9.92）
（ 邦貨建）	（ 0.70）	（ 1.30）	（ 2.46）	（ 2.11）	（ 2.44）	（ 4.20）	（ 4.20）	（ 6.10）	（13.79）
全 銀	1.95	2.26	2.23	2.10	2.25	2.52	2.18	2.04	2.04

（注）生保は総運用資産対比。信託勘定の外国証券は証券投資信託外国投資を除き、総資産は証券投資信託有価証券を除くベース。投資信託は公社債に占める外債のウエイト。

（資料）日本銀行「経済統計月報」

3. 94年入り後の動向

以上、93年中のわが国の対内外証券投資の動向および国際的資金フローにおけるその位置付けを概観したが、本年入り後のわが国の対内外証券投資をみると、対内株式投資の急増と対外債券投資の処分超への転化から、大幅な資金流入超に転じている。

（急増する対内証券投資）

まず、対内証券投資では、株式投資が顕著な増加を示している（1～3月各106億ドル、115億ドル、124億ドルの取得超と既往ピーク<91年9月91億ドル>を逐月更新）。これは、日本株が最も買い進まれた91年の取得

ペースをさらに上回るものである。投資家を地域別にみると（注6）、米国および欧州の資金が大幅に増加しており、米国の年金基金等の投資家がポートフォリオに占める日本株のウエイトを引き上げたほか、昨年中には日本株の投資に消極的であった欧州の投資家も取得を積極化させている模様である。このような米、欧投資家による投資行動の変化の背景には、既述のとおり欧米、アジア諸国の証券市場では昨年初来外資流入を主因に次第に高値警戒感が強まったため、出遅れ感のあった日本株が注目されたという点が存在すると考えられる。

（注6）東京証券取引所『海外投資家地域別株券売買集計表』により、1月中の非居住者の投資動向を地域別にみると、米国が4,344億円、欧州が5,683億円とおのおの既往ピークを更新した後、2月も米国が5,221億円と既往ピークを更新したほか、欧州も3,758億円と高水準の取得を継続している。

（処分に転じた対外証券投資）

対外証券投資については、債券投資を中心に処分に転じている。これは、円高によりカナダ、豪ドル債等の為替差損が拡大したほか、前述のとおり、93年中に主として行われた欧米債への投資がもともとキャピタルゲインを狙った短期売買の性格が強かったことが根底にあるため、欧米長期金利の上昇が契機となって資金フローの反転が起こったものとみることができよう。

今後の国際的な資金フローを考えるうえで注目される点は、80年代後半の資金供給者であった日本に代わり活発な証券投資を行った米国資金の動向であろう。すなわち、同国では本年入り後金融引き締め転じているが、これが米国内でマネーフローを変化させる可能性も否定できない。そうしたマネーフローの変化は、証券投資行動や銀行の貸出行動に大きな影響を与え、国際的なマネーフローを大きく変えていくこととなり、さらにわが国の資金フローにも少なからぬ影響を与えていく可能性もあろう。

[付] 93年中の対内外証券投資の動向

1. 対内外証券投資（流通市場）の動向

93年中の対内外証券投資（流通市場）の動向をみると、非居住者による対内証券投資については、①為替の円高化が進展するに伴い円資産に対する保有意欲が高まったこと、②米国投資家を中心に日本株取得が増加したことなどを理由に、前年を上回る資金流入がみられた。また、居住者による対外証券投資についても、海外証券市場が活況を呈する中、本邦投資家の国内での資金運用難もあって、米国、アジア株の取得や為替カバー付きで米国、欧州債を取得する動きが広がったため、居住者発行外債の償還要因（詳細31、32ページ参照）を調整すると前年を上回る資金流出となった。

（1）対内株式投資（図表17）

非居住者による対内株式投資は、本邦株価が総じて低調に推移したにもかかわらず、93年中はほぼ一貫して取得超となったが、特に年後半における安定的な取得ペースが取得超幅拡大に大きく寄与し、通年で200億ドルの取得超と前年（87億ドル）に比べ大幅に増加し、既往ピークとなった91年（468億ドル）に次ぐ水準となった。

これを地域別にみると（後掲図表18）、中心は米国であり、欧州投資家は前年に続き消極的なスタンスを維持した。これは世界的にみても欧州株のパフォーマンスが好調なため、欧州投資家の日本株に対する組み入れ比率が一段と低くなったためとみられる（注7）。一方、米国については、本論でみたように年後半を中心にミューチュアルファンドからの資金流入がみられたほか、年金ファンドによる長期的観点での取得が継続的に行われたことが挙げられよう。また、為替の円高進展もこうした購入意欲を助長したものと思われる。

（2）対内債券投資（図表17）

非居住者による対内債券（中、長期債）投資は、本邦長期金利低下初期の91年に既往最大の取得超（212億ドル）を記録した後、2年連続して処分超となった。93年中、わが国の長期金利が歴史的に低水準で推移する中、利鞘獲得を狙った短期ディーリングが主体の取引となり、売り買いがほぼ見合った（2億ドルの処分超）。地域別にみると、円資産の保有比率の高いアジア地域の公的機関が引き続き活発に売買を行った。また、欧州地域の通貨当局は、前年に外貨準備の取り崩しから大幅な処分超となったが、93年中は起債による

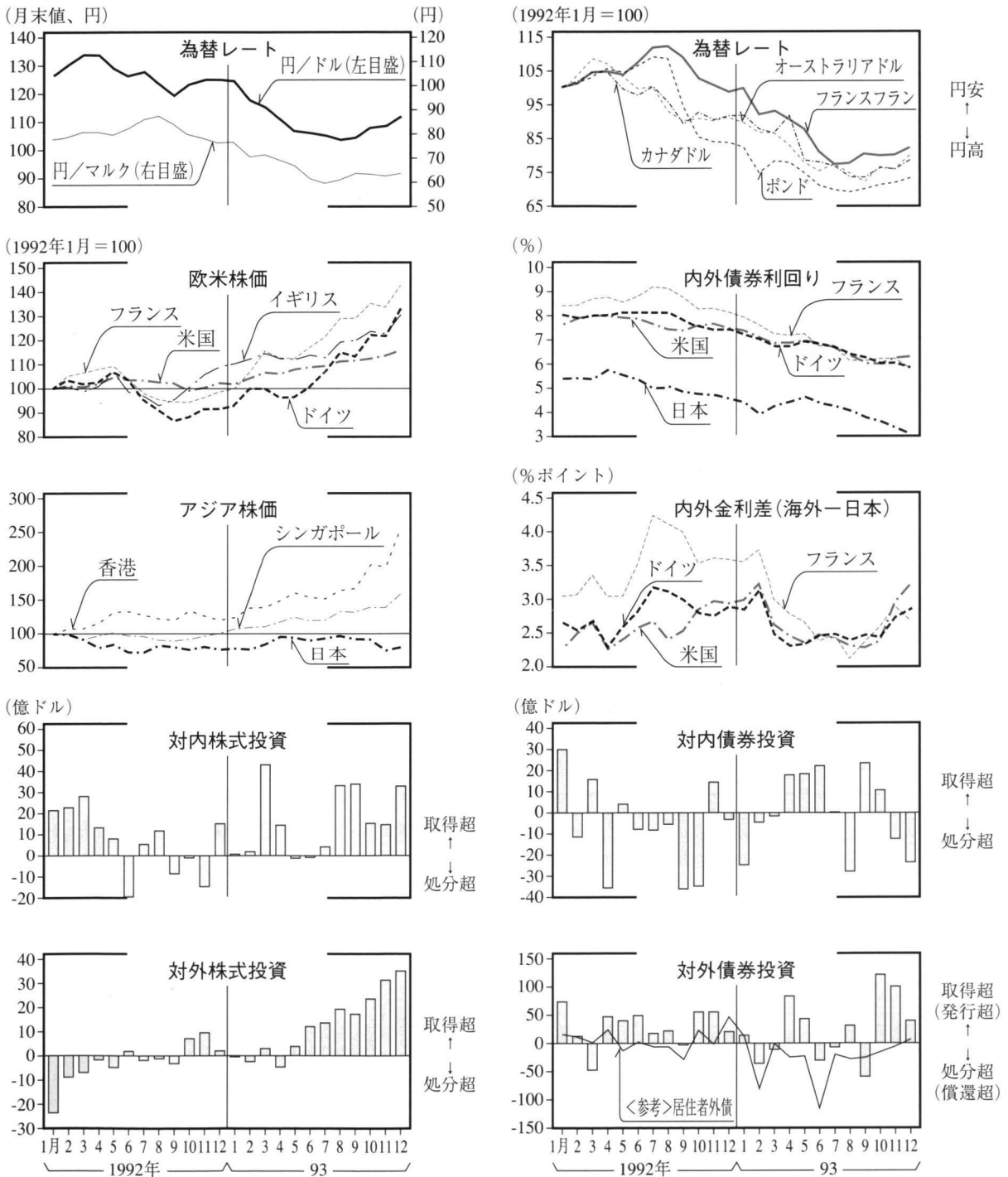
（注7）株式投資の地域別内訳については、一般に英国（ロンドン市場）からの投資の背後には米国、中東等様々な地域の投資家が存在するが、米国からの投資については年金基金等米国内の資金が大宗を占めていると言われている。

このため、地域別統計のみで欧州投資家の動向を見極めることは困難であるが、CAPS（英国投資調査会社）によれば、英国年金の資産運用のうち日本株の総資産に占める比率は93年年初の3.6%から年末には2.7%にまで低下（また、米国株も5.6%から4.5%に低下。一方で、英国を除く欧州株は9.5%から10.2%、アジア株は3.6%から6.1%に上昇）。また、ドイツの国際収支統計によれば、93年中の同国の対日株式投資は366百万マルクと前年（500百万マルク）比減少している。

外貨手当てを行ったこともあって目立った動きを示さなかった。この間、外国証券、海外

ファンド等は割安感が台頭した時期をとらえ超長期国債の取得を活発に行った。

(図表17) 対内外証券投資の動向

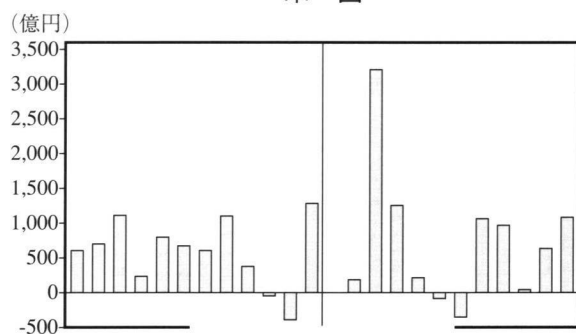


(図表18) 非居住者による本邦
株式売買の地域別動向

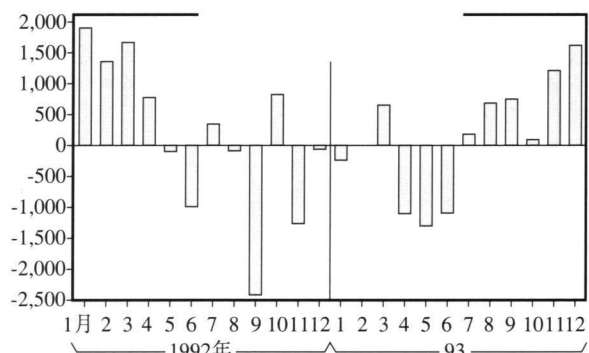
(単位 億円)

	米 国	欧 州	東南アジア	その他
1991年	17,418	22,279	11,970	5,241
92	6,961	1,862	1,378	△1,044
93	8,504	1,746	2,748	1,428
前年比 増減額	1,543	△ 116	1,370	2,472

米 国



欧 州



(資料) 東京証券取引所「海外投資家地域別株券売買集計表」

(3) 対外株式投資 (前掲図表17)

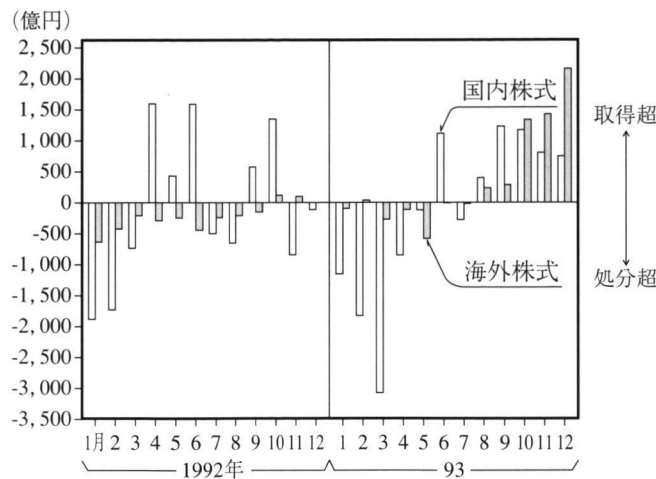
居住者による対外株式投資は、92年に米国株の利食い売りを中心に12年ぶりの処分超(30億ドル)に転じた後、93年中は株価が続伸した欧米、アジアNIEs、ASEAN株を中心に153億ドルと、89年(179億ドル)、87年(169億ドル)に次ぐ既往第3位の大幅な取得超に転化した。

すなわち、93年中は、生保がほぼ一貫して処分を続ける中で、年央以降にはポートフォリオに占める外国株のウエイトが低下していた信託銀行(信託勘定)が米国株の取得を進めたほか、秋口からは投資信託によるアジア株の取得が加わり(図表19)(注8)、12月には35億ドルの取得超と単月ベースで既往最高の取得超額を記録した。なお、こうした年後半のハイペースの取得の背景には、為替レートが円安へ戻り地合いにあったことも指摘可能である。

信託銀行(信託勘定)と投資信託の投資状況をやや詳しくみると、まず信託銀行(信託勘定)については、年金勘定等が長期的運用成果の重視から各国株式市場の規模に応じた分散投資を行っているため、欧米株のウエイトが高い一方でアジア株のウエイトは比較的低くなる傾向があったものとみられる。これに対して投資信託では、収益率の高かったアジア株式ファンドの販売が好調であった。

(注8) アジア株の取得について入手可能な正確なデータはないが、投資信託協会が公表している統計によると、国内投資信託による10～12月の外国株取得額は45億ドル(7～9月5億ドル)と急増しているが、この多くの部分がアジア株取得によるものと思われる。

(図表19) 投資信託による対外株式投資の動向



(資料) 証券投資信託協会「証券投資信託月報」

(4) 対外債券投資 (前掲図表17)

居住者による対外債券投資額は、299億ドルの取得超と前年(356億ドル)に比べ取得超幅が一段と縮小した。しかしながら、前述のとおり居住者発行外債のネット償還超による下押しを調整したベースでは、逆に取得超幅を拡大した(515億ドル程度)ものと思われる。これは、信託銀行(信託勘定)、生保

等円投先(注9)が為替をカバーしたうえで状況が続伸した米、欧州債を中心にキャピタルゲイン狙いの売買を活発化させたほか、銀行等外貨調達先でも同様の取得を増加させたためである。この間、一般事業法人は、居住者発行外債の償還から大幅な処分超となったほか、政府機関(簡保等)も長期保有の運用スタンスから取得を進めたものの、取得超幅は

(注9) 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」に概念上分類した。前者には生・損保、信託銀行の信託勘定、投資信託、政府機関(簡保等)、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り向ける一方、外貨調達先は外貨の短期資金を借り入れて原資に充てることが多い。

縮小した（投資主体別の動向は注10を参照）。

次に、年中の動向を振り返ると、年初は2月に居住者発行外債の償還が集中したことから

処分超となった後、4～6月は短期ディーリングのポジション造成とみられる米国、欧州債の積極的な取得がみられた。ただ、6月は

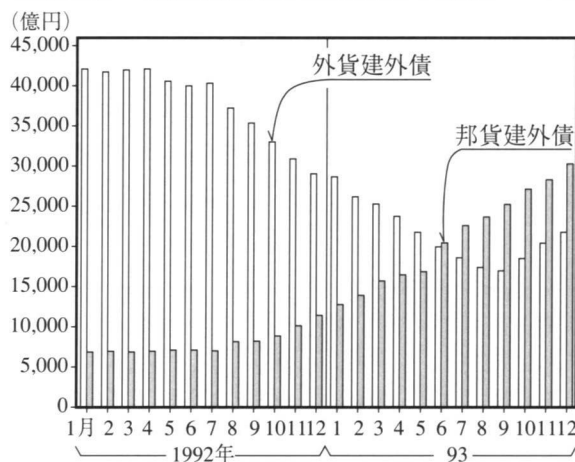
（注10）投資主体別の動向をみると以下のとおり。

① 投資信託では（図表20）、外貨建外債については、91年に米国モーゲージ債、カナダ債、豪ドル債、欧州債等の高利回り債を積極的に購入したのち、92年後半から93年の半ば頃までこれら通貨の為替レート下落を背景に処分する動きが続いたが、年後半にかけては米ドル債、仏フラン債の取得がみられた。

一方、ユーロ円債は公社債投信の販売好調等を背景に取得が進められ、外債投資全体としては大幅な取得超となった。ただ前述のとおり、資金流出の観点からは、ユーロ円債のうち居住者発行分の取得についてはその購入資金が居住者に支払われるため、ネット資金流出幅はより限定的であったと言える。

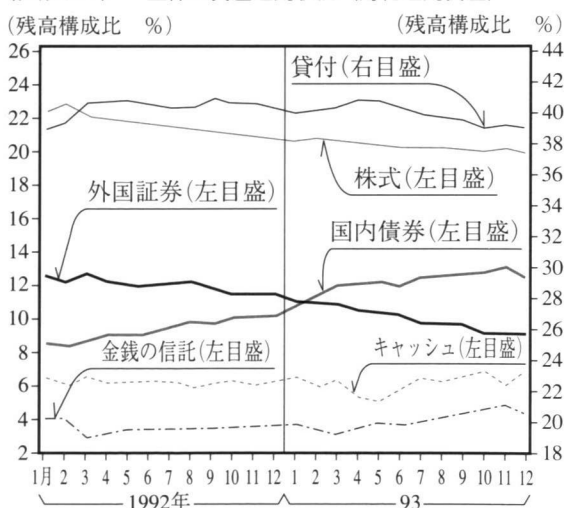
② 生保では、夏までの急激な為替円高局面を中心に為替レート的大幅な下落に直面した米、カナダ、豪ドル債の処分を行ったほか、為替アンカバーの投資についてもポートフォリオに組み込むには金利水準が低いこと、為替リスクのバッファとなる株式の含み益も目立った回復をみなかったことなどから引き続き抑制したため、全体では処分超に転化した。ただし、海外債券市況が続伸した中で、主として欧州債を対象として為替リスクを先物でヘッジしたうえでキャピタルゲインを狙う投資が活発化した。また年後半には、貸付、株式等の国内運用難に伴う余資運用の必要性もあって、特金勘定を通じた米、欧州債の短期運用も活発化した模様である（図表21）。

（図表20） 投資信託の外債投資動向（残高ベース）



（資料）証券投資信託協会「証券投資信託月報」

（図表21） 生保の資産運用状況（対総運用資産）



（注）金銭の信託は、特金、金外債等。国内債券は、国債、地方債、社債の合計。キャッシュは、コールローン、買入手形、現・預金の合計。

（資料）日本銀行「経済統計月報」

③ 信託銀行（信託勘定）では、年金勘定が金利低下余地が高い独、仏、英国債を継続的に取得したほか、貸付信託も、ERM変動幅拡大に伴い欧州の金利低下期待が強まった8月以降を中心に独、仏国債を取得した。また、特金、金外債も、上述のとおり生保を中心とする余資運用の増加を背景に、大幅に増加した。

④ 銀行、信託銀行（銀行勘定）など外貨調達先では、前年までとは様変わりになり、米、独、仏国債の活発な取得を行った。特に、年度下期にかけて、価格上昇余地の大きい独国債を取得する動きが目立った。銀行では、91年以降、BIS自己資本比率規制への対応や信用リスクの高まり等を背景に、ユーロインターバンク市場での鞘抜き取引の抑制に伴う短期対外資産の大幅な圧縮や対外借款の抑制を行ってきたほか、対外債券投資についてもリスクウエイトの高い社債を売却するなど、資産圧縮に努めてきた。こうした中で、93年中は、短期対外資産の圧縮や対外借款の抑制を継続する一方で、外債投資を増加させる動きをみせた。しかしながら、これも国内運用難等に伴う短期運用の性格が強く、本年入り後は売却の動きが広がっており、外債残高を積み増すには引き続き慎重な姿勢を堅持しているものと思われる。

既往最大の外債償還と為替円高に伴うカナダ、豪ドル債等の処分から全体では処分超となった。また、9月にはカナダ、豪ドル債の処分と短期ディーリングの手仕舞いとみられる米国、欧州債の処分から既往最高の処分超(60億ドル)を記録した。その後、10～12月には米国、欧州債の大量の取得がみられたが、11月以降には米国債が長期金利の強含みを背景に処分される動きがみられた。

2. 発行市場の動向

93年中の発行市場は、822億ドルに上る既往最高の居住者発行外債の償還が行われたことが最大の特徴である。また、本邦長期金利低下に伴う発行コストの一段の低下等から非居住者による円建外債の発行額も既往ピークを記録した。

(1) 居住者による外債の発行(図表22、後掲図表23)

居住者発行外債は、発行が513億ドルと前年(494億ドル)並みとなった一方、償還が822億ドルと前年(418億ドル)比倍増したため、差引309億ドルの償還超と初めて資金流出超に転じた。

まず発行状況につきやや詳しくみると、エクイティ関連債(転換社債、ワラント債)は、転換社債、ワラント債とも前年を上回り、全体では203億ドルと前年(161億ドル)を3割弱上回ったものの、ピーク時の89年(798億ドル)と比べると四分の一程度の水準にとどまった。また、発行市場別では、ユーロ市場(ドル建てが主)のほか、スイス市場での発行増加が目立った。これは、スイスの投資家が、本邦企業が80年代後半に発行したスイス

フラン建て転換社債の償還もあって、新たに日本株をポートフォリオに組み入れる需要があったためとみられる。なお、スイス市場は、優良中堅企業等による比較的小ロットの発行が目立った。

(図表22) 居住者による外債の発行・償還の推移

(単位 億ドル、△は資金の流出超)

	発 行	償 還	尻
1987年	375	△ 74	301
88	440	△ 89	351
89	884	△126	758
90	389	△ 80	309
91	665	△192	473
92	494	△418	76
93	513	△822	△309
93/ 1～ 3月	131	△195	△ 64
4～ 6	114	△275	△161
7～ 9	132	△202	△ 70
10～12	137	△150	△ 13

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

一方、普通社債の発行は引き続き活発で、発行額は307億ドルと既往第3位(第1位91年335億ドル、第2位92年329億ドル)となり、外債発行額全体に占める割合も60.2%と高水準に推移した。これは、①既発債の償還に伴うリファイナンス需要が存在した中で、②本邦債券市況の続伸から発行コストが低下したこと等の要因が相まったためである。

この間、既発債の償還は、89年前後に発行された外債償還のピークの年となり、ユーロドル建てワラント債を中心に未曾有の額に達した。

この間の償還による資金の流れをみると、ユーロドル建てワラント債は、債券部分(E X ワラント債)の多くが本邦投資家により購入

されていたため、その償還資金は国内に流入してくる割合が多かったと考えられる。他方、スイスフラン建て転換社債は、償還額自体は少額であるが、ほとんどがポートフォリオと

して現地の投資家に購入されていたことから、その償還資金のほぼ全額が資金流出につながったと考えられる。

(図表23) 居住者による外債の発行状況
(通貨・形態別<調印ベース>)

(単位 億ドル)

	合 計		形 態 別			普通社債の ウエイト (%)
	(A+B+C)	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
93	510	190	46	157	307	60.2
93/ 1～3月	138	56	8	40	90	65.2
4～6	106	38	13	29	64	60.4
7～9	141	52	18	36	87	61.7
10～12	125	44	7	53	65	52.0

(注) 調印ベースであるため、図表22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」

(2) 非居住者による円建外債等の発行 (図表24)

非居住者による円建外債等の発行額は139億ドルと2年連続して増加し、既往最高を記録した(これまでのピークは89年94億ドル)。この結果、既発債の償還が75億ドルと前年並みの高水準(同89年82億ドル)となったものの、ネット発行超額は64億ドルと既往最大の資金流出額となった(同90年44億ドル)。

円建外債発行急増の背景としては、前年と同様に欧州諸国で財政赤字のファイナンスや外貨準備の再構築の需要が存在した中で、本邦長期金利低下から発行コストが一段と低減

(図表24) 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、△は資金の流出超)

	発 行	償 還	尻
1987年	△ 40	60	20
88	△ 60	79	19
89	△ 94	82	△ 12
90	△ 83	39	△ 44
91	△ 50	26	△ 24
92	△ 89	72	△ 17
93	△ 139	75	△ 64
93/ 1～3月	△ 56	28	△ 28
4～6	△ 27	17	△ 10
7～9	△ 18	11	△ 7
10～12	△ 38	19	△ 19

(資料) 日本銀行「国際収支統計月報」

したためと考えられる。また、91年以降3回にわたり施行された適債基準緩和措置も発行増に寄与してきており、BBB格の先や地方公共団体の発行も目立った^(注11)。

なお、非居住者のユーロ円債についても、

ほぼ同様の理由から活発に発行が行われたほか、93年末にかけて、本年1月の還流制限の一部撤廃^(注12)を見越した発行体が調印を行う動きもみられた。

(国際局)

(注11) 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、中央銀行等により発行される債券は、従来の格付けA格以上から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格以上からBBB格以上へ緩和。民間債について数値基準（総資産基準等）を廃止。

94年1月：民間企業が発行する公募普通社債について、従来の格付けA格以上からBBB格以上へ緩和（ただし、BBB格で発行する場合には、発行体の純資産額を200億円以上に維持することが条件）。

(注12) 国際機関や外国政府、中央銀行、およびそれらが50%以上出資の特別法人等ソブリンものに限り、発行後90日間の還流制限を撤廃（既発債にも適用）。