

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 5 月 17 日現在

機関番号：14301

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25380393

研究課題名(和文)ユーロ圏における対外インバランスの拡大と調整メカニズムに関する研究

研究課題名(英文)A Study on external imbalances and adjustment mechanism in the Eurozone

研究代表者

岩本 武和 (Iwamoto, Takekazu)

京都大学・経済学研究科(研究院)・教授

研究者番号：80223428

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,900,000円

研究成果の概要(和文)：金融危機前後の米国と欧州、および米国とアジアの資本フローを検討した結果、米欧間のグロスの資本フローは、危機前では流入・流出とも1兆ドルに達し、危機後はともに1/10程度に激減している(ネットではともにネグリジブル)であるのに対し、米亜間のグロスの資本フローは、どちらの時期も前者に比べてネグリジブル(ネットではアジアからの一方的な資本流出)であった。この米欧間のグロスの資本フローのうち、米国からの資本流出は、欧銀がMMFからの資金調達であり、資本流入は欧銀による証券化商品の購入であり、こうした米国のシャドーバンキングを通じて供給される流動性がそ今日におけるグローバル流動性の根幹をなしている。

研究成果の概要(英文)： This study investigated the contrasting capital flows between the US and Europe and between the US and Asian countries before and after the GFC. Based on our analysis, we conclude that a significant impact on the GFC was not current account imbalances, equal to the net capital flows from Asian surplus countries to the US as a deficit country (global saving glut), but the gross capital flows between US and Europe, both of which run current account deficits.

Furthermore, we realized that the gross capital flows from the US to Europe represented the raising of funds through the US MMFs by European banks' US branches and subsidiaries and then shipping them to their headquarters. These gross capital flows are to a large extent regarded as global liquidity, especially non-core liabilities, supplied by the US shadow banking system, which has two functions: securitization and collateral intermediation.

研究分野：国際金融論

キーワード：資本フロー 国際投資ポジション グローバル流動性 シャドーバンキング ユーロ

1. 研究開始当初の背景

申請者は、平成 22～24 年度科学研究費補助金(基盤研究(C): 課題番号 22530309)「評価効果による対外調整メカニズムに関する理論的・実証的研究」(研究代表者: 岩本武和)において、以下の点を理論的かつ実証的に分析した。

(1)グロスの対外資産・負債が飛躍的に拡大(双方向での国際資産取引が爆発的に拡大したこと)に伴い、一国の対外バランスシートが肥大化し、国際投資ポジション(IIP)から発生する評価効果や、ストックとしての対外インバランス調整に及ぼす追加的な評価経路が重要となっていること。

(2)1995 年から 2010 年までを対象とし、日米の IIP 構造や対外収益率格差の違いなどを実証的に分析することによって、日米の評価効果が完全に非対称的であること。

本研究は、上記研究の分析・結果を、2010 年以降のユーロ危機(Eurozone crisis)にまで拡大し、ユーロ圏・米国・東アジアにおける対外インバランスの拡大と調整のメカニズムを、主としてグロスの資本フローの観点から、ユーロ圏独自の問題点があることを明らかにする。

2. 研究の目的

過去 20 年間における先進国および新興国のグロスの資本フロー、および国際投資ポジションという側面から、ユーロ圏を含めた対外不均衡とその調整過程を以下のように分析する

(1)いわゆるグローバル・インバランスとそれを説明する「世界的過剰貯蓄仮説」(global saving glut hypothesis)は、ネットの資本フローに焦点を当てたものであるが、金融危機前におけるグロスの資本フローの拡大という側面を説明するには限界がある。

(2)金融危機前に米国の資本フローが、流出・流入ともにグロスで拡大した背景には、EU の米国に対する短期借り・長期貸しがあり、その要因には、EU のグローバル銀行が、ユーロ導入およびバーゼルⅡの積極的採用による高レバレッジ経営にある。

(3)米国から EU への巨額の資本フローが、米国のシャドー・バンキング・システムにおける MMF⇒レポ市場や ABCP などの collateral intermediation 利用した EU のグローバル銀行の過大なレバレッジにあり、これが今日におけるグローバル流動性を形成していることを明らかにする。

3. 研究の方法

(1) IMF 国際収支マニュアル第 6 版(BPM6)に基づいた IMF の BOP 統計、および各国統計に基づいて、Financial Account におけるグロスの資本フローを地域別および形態別に明らかにする。

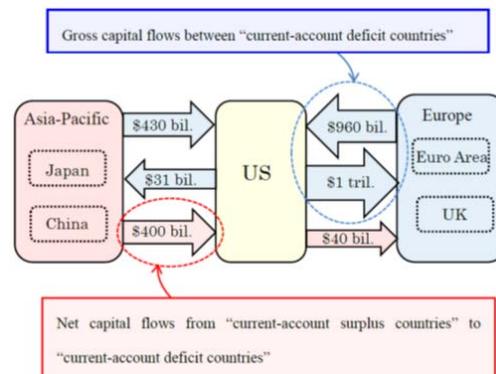
(2)BOP 統計は「居住者原則」に基づいているが、それを保管するために、BIS の

Consolidated banking statistics および Locational banking statistics に基づき、BOP の居住者原則によらない国籍原則によるグローバルな銀行取引を明らかにする。

(3)シャドー・バンキング・システムやグローバル流動性については、未だ研究が緒にたばかりであるが、FRB が公表している資料や、Committee on the Global Financial System (CGFS)の報告書などから、その実態を明らかにする。

4. 研究成果

(1)下図に示されているように、2007 年には、欧州から米国へはグロスで 9600 億ドルの資本が流入し、米国から欧州へはグロスで 1 兆ドルの資本が流出することによって、ネットでは僅か 400 億ドルの純流出であった。こうした巨額のグロスの資本フローの大半は、民間部門によるものであったことは間違いない。これに対して、アジア太平洋から米国へはグロスで 4300 億ドルの資本が流入し、米国からアジア太平洋へはグロスで 310 億ドルの資本が流出することによって、ネットで見ると 4000 億ドルもの純流入があった。こうした巨額のネットの資本流入は、おそらく公的部門(東アジア諸国の外貨準備増)によるものであったに違いない。



このようにグロスの資本フローから見ると、「世界的過剰貯蓄⇒グローバル・インバランス⇒世界金融危機」で定型化されてきた「経常収支黒字国=貯蓄超過国である中国や日本などから、経常収支赤字国=貯蓄不足国の米国へ」という「太平洋を跨いだ資本フロー」は、あくまでネットの資本フローに注目した神話に過ぎず、グロスの資本フローを重視すると、「経常収支赤字国(ないしは均衡国地域)である欧州から、経常収支赤字国への米国」という「大西洋を挟んだ資本フロー」が現実であった。

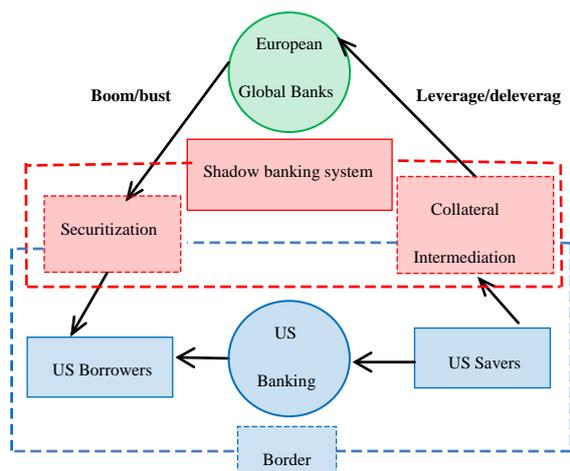
(2)この欧米間の 1 兆ドルのグロスの資本流入のかなりの部分は、欧州のグローバル銀行による、米国のシャドー・バンキング・システムを通じた資金調達と資金運用である。

ここでシャドー・バンキング・システムの機能とは、①証券化商品の供給(流動性の需要)サイドである「証券化」(securitization)と、②流動性の供給(証券化商品の需要)サイ

ドである「担保付き資金調達」(collateral intermediation, secured funding)の2つである。

すなわち、下図に示されているように、米国からのグロスの資本流出は、欧銀の在米支店が、米国のホールセール市場から調達した資金を、本国の親会社に送金したものであり、米国へのグロスの資本流入は、欧銀の本国親会社による米国のシャドー・バンキング・システムを経由した貸出しであった。

こうした国境を越えてホールセール市場から調達されるドル資金が、今日におけるグローバル流動性を形成している。



(3)近年、この「グローバル流動性」という概念が国際金融会議や政策においてキーワードになってきているにもかかわらず、その定義すら共通認識になっているとは言い難い。この問題に関する最初の包括的なサーベイは、BISのグローバル金融システム委員(CGFS)による報告書であり、そこでは、「グローバルな資金調達の容易さ」(ease of financing)と定義されている

グローバル流動性を把握するには、価格指標と数量指標があるが、直接的に捕らえるのは、数量ベースの指標である。これには、「資産サイド」と「負債サイド」から把握する方法がある。

資産サイドからの指標は、中央銀行が伝統的および非伝統的手段によって創出する「公的流動性」と、金融機関が信用創造を通じて創出する「民間流動性」の2つがある。もちろん現在ほとんどのグローバル流動性は、金融統合の深化と技術革新の進展によって民間部門で創出されるが、世界金融危機後は、民間流動性の劇的な縮小を公的部門による非伝統的な金融緩和策が補完している。

負債サイドから数量ベースでグローバル流動性を把握する指標は、この民間部門の信用創造によって供給されるグローバル流動性を究極的に裏付けるものである。これには、伝統的な預金ベースで資金調達を行うコア流動性(コア負債)と、シャドーバンキングなど非伝統的銀行業務により短期で市場から

資金調達(wholesale funding)を行う非コア流動性(非コア負債)に分けられる。この非コア負債による資金調達が、金融機関の過大なレバレッジと急激なデレバレッジをもたらしたものであり、資産サイドのバブルとその崩壊を裏付けるものである。1999年以降グローバル流動性は2倍以上の規模で拡大したが、とりわけ2004年以降その拡大の3分の2は、非コア流動性に帰せられるという。このような意味で、「グローバル流動性」をより直接的かつ究極的に把握するには、金融機関の「非コア負債」の実態に迫る必要がある

(4)2010年のドット=フラック法、とりわけ同法に盛り込まれたボルカー・ルールによって銀行と証券の垣根が強化された。これはSBSから流動性を需要してきた投資銀行に対する規制である。他方、SBSに流動性を供給する側のMMFについては、2014年に米国証券取引委員会は、①固定NAVを廃止し変動NAVを採用、②市場が緊張状態に陥った場合、投資家に解約手数料を課し、解約を一時的に停止する「ゲート」を設けた。今後の国際金融規制としては、①GFC前に流動性が過剰(過大なレバレッジ)であったことに鑑み、自己資本比率規制より直接的な「レバレッジ規制」、②GFCに直面してヘアカット急騰し100%にまで達し流動性が枯渇(極端なデレバレッジ)していたことに鑑み、資産のうちいつでも現金化できる部分の比率を上げる「流動性規制」が重要になろう。

〈引用文献〉

- Iwamoto, T., (2015) “International Investment Positions, Gross Capital Flows, and Global Liquidity,” *The International Economy*, vol. 18, pp. 1-15.
 Shin, Hyun Song (2012), “Global Banking Glut and Loan Risk Premium”, *IMF Economic Review*, 60 (2), 155-193.

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計 6 件)

- ①Iwamoto, T., “International Investment Positions, Gross Capital Flows, and Global Liquidity,” *The International Economy*, vol. 18, 2015, pp. 1-15. [査読有]

DOI:

<http://doi.org/10.5652/internationaleconomy.ie2015.01.ti>

- ②岩本武和「グローバル流動性とシャドー・バンキング・システム」『世界経済評論』第56巻第6号、2014年11・12月、41頁-45頁。[査読無]

- ③岩本武和「グローバル金融危機に日本と中国は関係があったのか?—グロスの資本移動と国際投資ポジション—」復旦大学日本研究センター第24回国際シンポジウム『冷戦

後の日本政治・経済・社会体系の変化及び中日関係への影響－経済を中心に』pp. 13-38. 2014年11月1日. [査読無]

④ Iwamoto, T., “Structural Changes of Global Economy Based on Gross Capital Flows and International Investment Positions,” Report of Joint International Research Project by Japan, China and Korea, *Impacts that the Structural Transformation of the World Economy Has on the East Asian Region*, Economic and Social Research Institute (ESRI), October, 2013. [査読有]

http://www.esri.go.jp/jp/prj/int_prj/2013/prj2013_01_04e.pdf.

⑤ 岩本武和「グロスの資本フローと国際投資ポジションからみた世界の構造転換」平成24年度国際共同研究プロジェクト『世界経済の構造転換が東アジア地域に与える影響』内閣府経済社会総合研究所, 2013年4月. [査読無]

http://www.esri.go.jp/jp/prj/int_prj/2013/prj2013_01_04.pdf

⑥ 岩本武和「グロスの資本フローと対外インバランス」『世界経済評論』第57巻第2号(通巻第670号), 2013年3・4月, 20頁-24頁. [査読無]

[学会発表] (計 6 件)

① 世界の資本フローからみた金融危機とアジア太平洋」一般財団法人アジア太平洋研究所(APIR)「アジア太平洋地域の政治・経済的協力の在り方」第1回研究会(ワークショップ), グランフロント大阪 北館タワーC RoomC03, 2015年6月26日.

② “Gross Capital Flows, International Investment Positions, and Global Liquidity”, 「武蔵経済セミナー」, 武蔵大学, 2014年11月18日.

③ 「グロスの資本移動と国際投資ポジションから見た日本の経常収支」中部経済連合会専門委員会, 2014年11月12日.

④ 「グローバル金融危機に日本と中国は関係があったのか?－グロスの資本移動と国際投資ポジション－」復旦大学日本研究センター 第24回国際シンポジウム 2014年11月1日.

⑤ “Gross Capital Flows, International Investment Position, and Global Liquidity”, 「日本国際経済学会第73回全国大会 会長講演」京都産業大学, 2014年10月26日.

⑥ 「国際的な資本フローからみた世界経済の構造転換」内閣府社会経済研究所「日中韓国際共同ワークショップ『世界経済の構造転換が東アジア地域に与える影響』」, 合同庁舎4号館共用第4特別会議室(406号室), 2013年2月18日

[図書] (計 1 件)

岩本武和(共著)『グローバル・エコノミー(第3版)』有斐閣. [査読無]

[産業財産権]

○出願状況 (計 件)

名称:
発明者:
権利者:
種類:
番号:
出願年月日:
国内外の別:

○取得状況 (計 件)

名称:
発明者:
権利者:
種類:
番号:
取得年月日:
国内外の別:

[その他]
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

岩本 武和 (IWAMOT Takekazu)
京都大学・大学院経済学研究科・教授
研究者番号: 80223428

(2) 研究分担者

()

研究者番号:

(3) 連携研究者

()

研究者番号: