

新興国における資金流出入の現状

～中国・ブラジル・ロシアを中心に～

中田 理恵

要 約

リーマン・ショック以降の先進国の金融緩和とともに新興国へと流入したマネーは、足元では逆流しつつある。中国においては景気の減速や、対ドルでの人民元安の進行、本土内の金利の低下等を背景に貸出や現預金を中心として資金流出へと転じている。また、新興国の景気減速や、生産過剰等により原油をはじめとした資源価格が下落してきており、ブラジル、ロシアといった資源国についても海外資本の流入が減少、または流出に転じている。

各国において資金流出および通貨安が進む一方で、これまで懸念されてきたかつてのアジア通貨危機のような事態には至っていない背景としては、外貨準備の水準が高かったことが挙げられる。また資金流出の一部はドル高に備えた債務返済なども含まれており、必ずしもネガティブな動きとは言い切れない。

しかしながら、今後も資金流出の圧力は続く恐れがあることには留意が必要であろう。今後、中央銀行が資産売却によりこれまで供給されてきたマネーを縮小する際には、これまで以上に新興国からの資金流出圧力が高まる恐れがある。

目 次

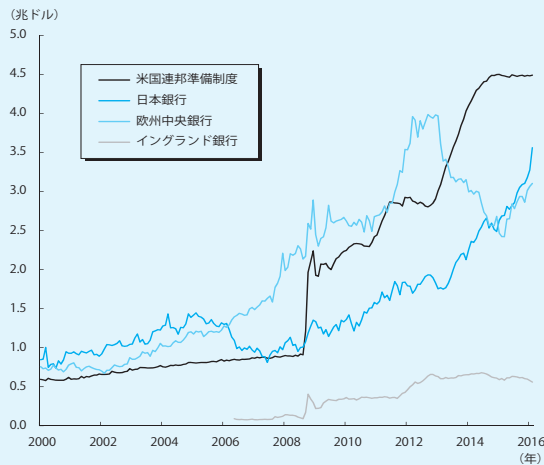
- 1章 はじめに
- 2章 中国
- 3章 ブラジル
- 4章 ロシア
- 5章 オイルマネーの動向
- 6章 日米欧の新興国へのエスクポージャー
- 7章 おわりに

1章 はじめに

2008年9月のリーマン・ショック以降、日、米、欧、英といった主要中央銀行は危機対策およびその後の景気刺激策として金融緩和を実施してきた。特に政策金利がゼロ金利制約に直面した後は、各国中央銀行は大規模な資産買入れによる緩和策、いわゆる量的緩和を採用した。これに伴い各中央銀行のバランスシートの規模は急拡大し、大量のベースマネーが供給されることとなった。

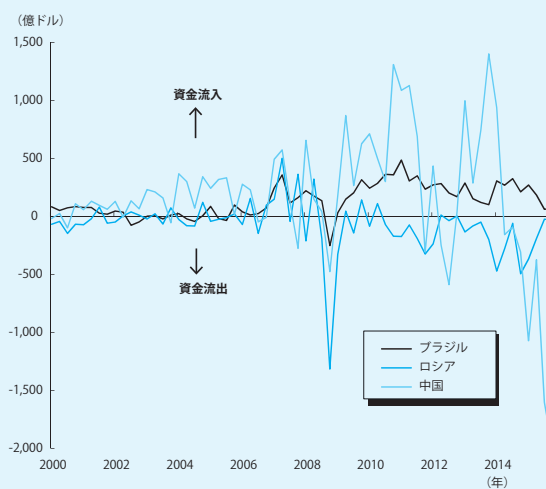
こうして供給されたマネーの一部は経済成長率が高く、高い投資収益率の見込める新興国に流入してきた。しかしながら、米国が利上げに向かい、また新興国の経済成長が減速する中で、新興国に流入したマネーは再び先進国へと逆流しつつある。本稿では資金流出が問題となっている代表的な新興国として中国、ブラジル、ロシアに着目して、当該国と先進国（日、米、欧、英）間のマネーフローの変遷と足元における資金流入の背景を整理する。

図表1-1 各中央銀行の総資産推移



(注1) 為替レートは各月末の値を使用
 (注2) イングランド銀行のデータは2006年から。また、2014年10月より統計が変更されている
 (出所) 米連邦準備制度、日本銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行から大和総研作成

図表1-2 四半期別金融収支（ネット）



(出所) 中国国家外貨管理局、ロシア連邦中央銀行、IMFから大和総研作成

2章 中国

中国はリーマン・ショック以降、これまでの直接投資による資金流入に加えて、貸出による資金流入が増加する形で、海外資本の流入が続いていた。しかし足元では貸出、預金を中心とした資金流出に転じており、2015年の通年における金融収支は速報値で年間▲5,044億ドルと大幅な流出超となった。外貨準備も人民元安を受けた為替介入等により大幅に減少している。

1. リーマン・ショック以降の資金流入動向

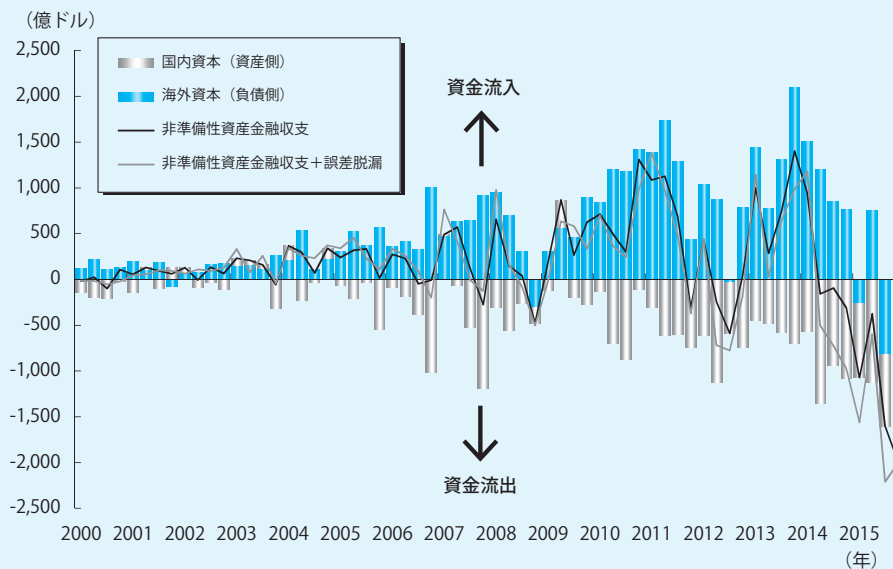
マネーフローの動向とその背景

中国はリーマン・ショック直後に4兆元の景気刺激策を打ち出し、他国に先駆けて景気回復を成し遂げた国であった。リーマン・ショック直後の2009年第1四半期のGDP成長率6.2%（前

期比▲3.4%）から第2四半期には7.1%（同+0.9%）を記録している。また、従来中国は投機的な資金の流入を防ぐために事前審査中心の厳格な為替管理体制をとっていたが、2009年以降は為替管理規制を緩和し、事後監督中心の体制へと移行した。こうした変化の下、国際収支統計における2009年以降のネットの金融収支（外貨準備等の準備性資産を除く、以下同様）はおおむね流入超を記録してきた（なお、2012年において海外資本の流入の減少および国内資本の流出拡大によりネットの収支がわずかにマイナスとなる局面があった）。

しかしながら足元においては資金の逆流が始まっている。2014年より外国資本の流入幅が減少を始め、ネットの収支の流入超過幅も大きく減少した。2015年には速報値で年間▲5,044億ドルと大幅な流出超に転じた。またホットマネー（投機的資金）の流出入を観測する指標とされる金融

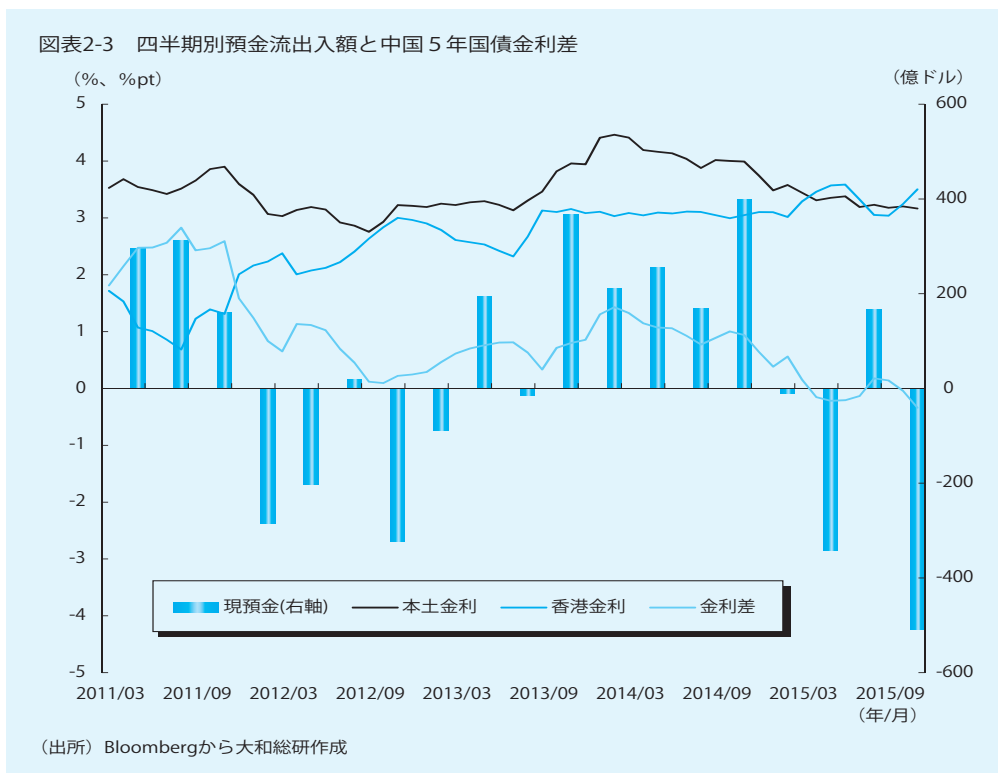
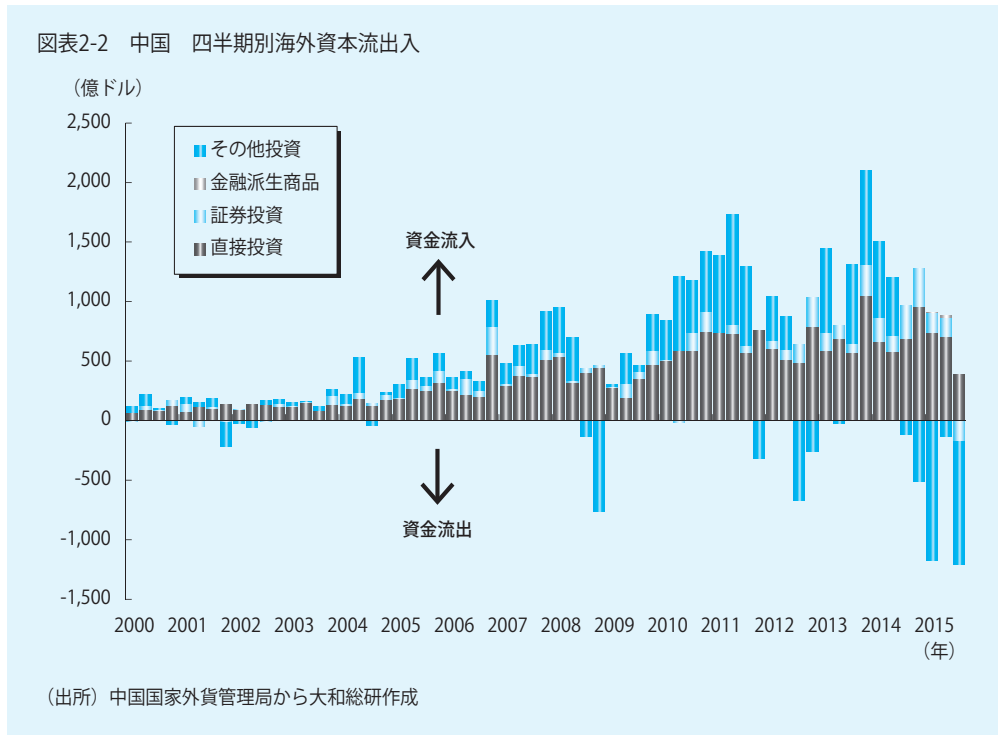
図表2-1 中国 四半期別金融収支（外貨準備等を除く）



（注）2015年第4四半期の値は速報のため誤差脱漏の値が0となっている
（出所）中国国家外貨管理局から大和総研作成

収支と誤差脱漏を合算した値は▲6,365億ドル
となった。

外国資本の流入を項目別に見ると図表2-2の
通りである。直接投資は流入超が継続しているが、



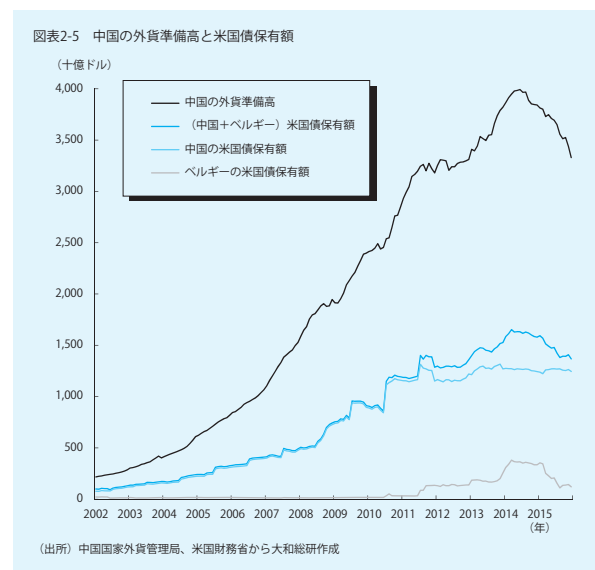
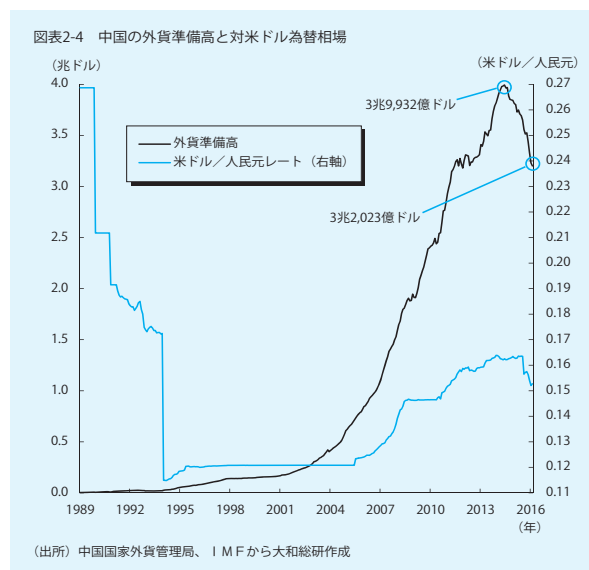
証券投資（株式・債券等への投資）は2015年第3四半期より流出超に転じている。これは2015年6月中旬より株価が大幅に下落したため売却が増加したことが影響していると思われる。また、その他投資（貸出、現預金、貿易信用等その他の海外資本の中国本土内への流入）は2014年第3四半期より貸出を主因として流出超に転じており、2015年第1四半期からは現預金の流出が加わることでマイナス幅が拡大している。貸出における流出超は、人民元の対ドルでの下落傾向を受けて海外からドル建て融資を受けていた企業が、ドル建て債務の負担が増加する前に返済を進めたものと思われる。また中国本土内の金利が低下したことも、海外からの債務を国内で借り換えする動きを促したものと思われる。また、現預金も同様に、人民元の対ドル安および中国本土内の金利の低下の影響を受けて、中国本土内に預けられていた資金が海外に還流したものであろう。

為替と外貨準備

図表2-4は中国の外貨準備高と為替相場の動

向を示している。人民元は2005年以降、対ドルで持続的に切り上げ傾向にあったが、2015年8月11日の為替制度の変更を境に傾向が大きく変わっている。具体的な制度の変更内容としては、マーケットメイカーによる為替レートの中間値の判断に前日の終値を参考とするというものであった。これにより実勢の値が反映されやすくなり、以前より人民元は対ドルで減価圧力があったものが実際の為替レートに反映され、人民元の対ドルでの下落が始まった。当初は輸出促進のための元安を狙ったものであるとの認識が広まったが、元安誘導の意図はなかったと思われる。外貨準備を見ると、2015年8月には残高が大幅に減少しており、中国は人民元安を抑えるために外貨準備を原資とした為替介入をした可能性が高い。2016年2月時点での外貨準備高は3兆2,023億ドルであり、ピーク時と比較して約20%減少している。

なお、中国の外貨準備高が減少する一方で、米国財務省が発表する米国債の中国保有分はさほど減少していない。これは中国が他国を経由して保



有している米国債を売却したためではないかと考えられる。中国はその巨額の外貨準備の多くを米国債で保有しているとされているが、外貨準備高と米国が公表する米国債の中国保有残高には大きな差がある。無論、中国は外貨準備を他国の国債や株式にも投資しているが、こうしたギャップの一部には他国を経由した米国債の保有分があると思われる。なお、そうした主要な経由地としてはベルギーが利用されているという見方がある。ベルギーのブリュッセルに位置するユーロクリアでは証券の集中保管サービスを行っているが、中国の外貨準備の増減とベルギーの米国債保有額の増減は非常によく似た動きをすることが指摘されている。こうした見方が正しいとすれば、中国は米国債の売却という形で外貨準備を取り崩しているということになる。

資本規制 強化か緩和か

リーマン・ショックを契機として、中国は人民元の国際化を積極的に進めている。従来の厳格な資本規制は人民元の自由な利用を阻むものであったため、国際通貨を目指す上で特に2009年以降は急速に資本規制を緩和し、同時に各国間で相互の通貨利用促進を目的とした協定を締結してきた。2015年11月における人民元のSDR構成通貨としての採用決定は中国にとって重要なマイルストーンであったであろう。しかしながら、こうした規制緩和は同時に人民元の為替変動を大きくした。中国の経済はその拡大とともに世界的に影響を与えるようになってきている。2015年8月11日の為替管理制度変更をきっかけとした人民元安は中国の景気減速の深刻化を想起させ、各国の株式市場に影響を及ぼした。

こうした変化に加えて2016年初からの急激な

人民元安も重なり、G20前後には中国の資本規制の動向が議論となっていた。中国側の見解としては厳しい資本規制は不要とのことだったが、その後中国当局によるトービン税（金融取引への課税）導入に向けた動きがあるとの報道もある。

トービン税導入に関しては、現時点では報道以降の動きは見受けられないが、一方で中国は現状の資本規制の実施の厳格化を進めているようである。中国としては、目立った資本規制の強化は人民元の国際化を阻むため抵抗がある一方で、急激な資本流出は避けたいというジレンマがあるのであろう。

代表的な事例としては銀聯カードの利用や個人の両替枠の貸与規制に関する通達がある。中国は従来、個人による人民元と外貨の両替の上限額を一人につき年間5万ドルまでとしていた。しかしながら、銀聯カードの海外での利用では、これが正しく適用されていないことが問題視されていた。これに対し2015年9月に中国の為替管理当局である外貨管理局は銀聯カードによる本土外でのキャッシュの引き出しに上限を設定し、2016年1月1日以降は年間10万元（約15,000ドル、※1元=0.15ドル換算）とした。また、2015年12月には外貨両替枠の個人間での貸与（年間5万ドルまでという上限枠を他者の両替のために利用する等）の規制も厳格化し、2016年1月1日以降、貸与に関わったものは要注意リストに加えるとした。

こうした細やかな調整は必要に応じて実施される可能性があるものの、全体としては国際通貨としての流通、利用促進のために長期的には漸進的な緩和を図っていくのではないかと考えられる。

2. 投資元国別のマネーフロー

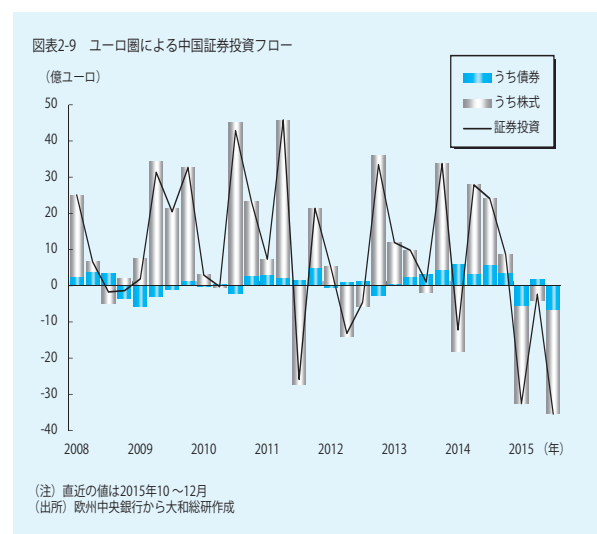
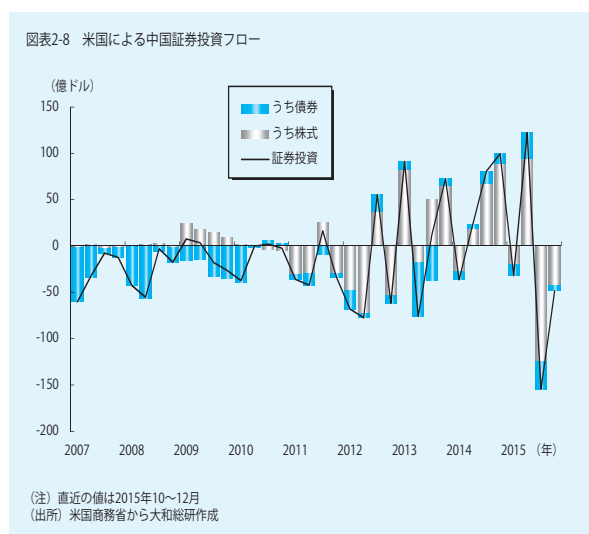
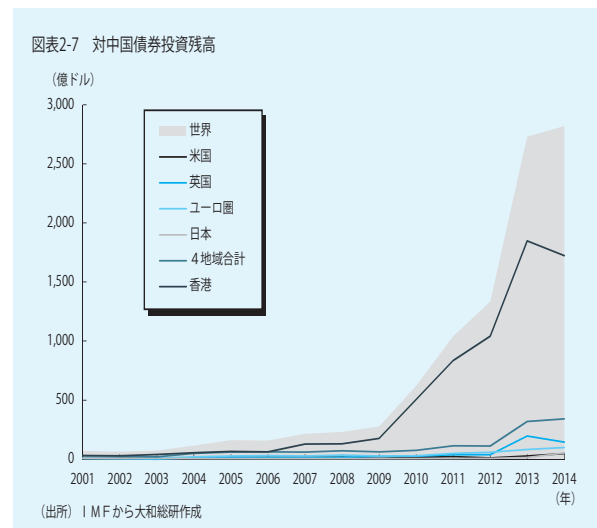
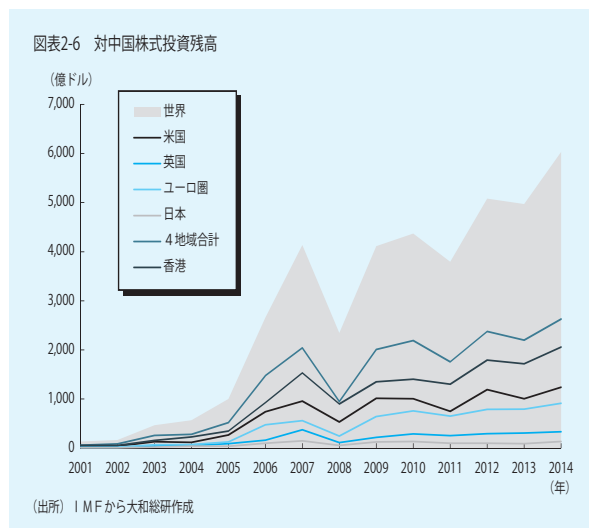
証券投資

図表 2-6、図表 2-7 は 2014 年末までの日、米、欧、英および香港などの投資元国別に中国の株式、債券への投資残高を示している。株式、債券共に香港からの投資額が他の 4 地域を大きく上回っているが、これは中国が香港に対する資本規制を優先して緩和してきたことが影響しているであろう。なお、2007 年に各国の投資残高が大幅に増

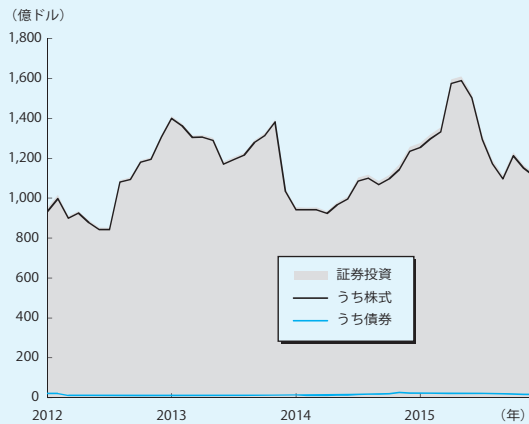
加しているが、株価の上昇に起因する部分が大きいと思われる。

図表 2-8 ～図表 2-11 に示した足元における米国、ユーロ圏の動向を見ると、やはり 2015 年 6 月中旬からの株価下落を受けてか、同年の第 2 四半期以降は米国、ユーロ圏ともに売却を伴う残高減少が発生している。なお、これらは各国の統計を使用しているため図表 2-6、図表 2-7 とは値に違いがある。

ただ、債券投資に関しては、オフショアでの発

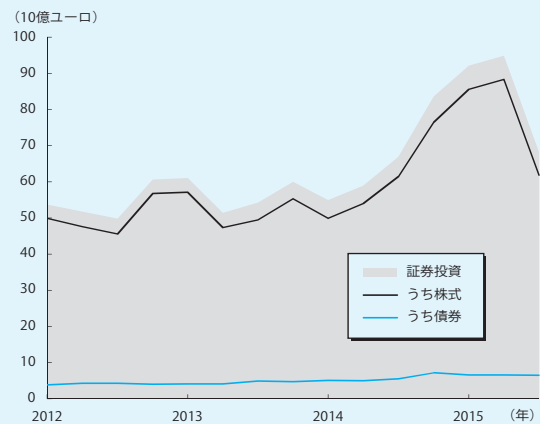


図表2-10 米国による中国証券保有残高



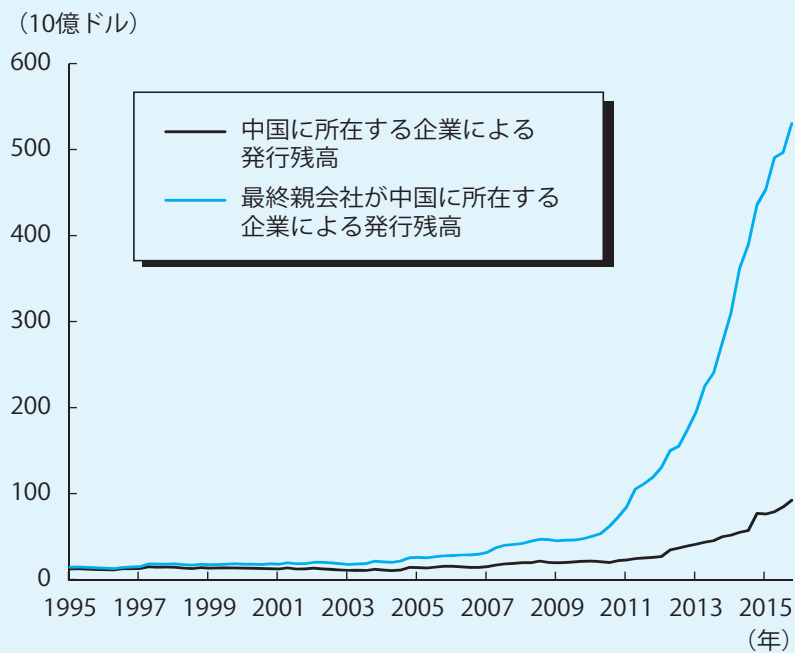
(注) 直近の値は2015年12月末時点
(出所) Haver Analyticsから大和総研作成

図表2-11 ユーロ圏による中国証券保有残高



(注) 直近の値は2015年9月末時点
(出所) 欧州中央銀行から大和総研作成

図表2-12 中国国際債券発行残高



(出所) 国際決済銀行から大和総研作成

行債券に留意する必要がある。図表 2-12 は国際決済銀行（B I S）の統計であり、中国国内に所在する企業による債券発行額と、最終親会社が中国に所在する企業による債券発行額である。前者

は 924 億ドルにとどまる一方で、後者は 5,304 億ドルに達している。前掲図表 2-3 に示した通り従来は中国本土内とオフショアの間金利差が大きく開いていたため、オフショアの方が中国本

土内よりも債券を好条件で発行できる環境であった。こうした環境が後押しとなり、両者の発行額に大きな差が生じたものと思われる。後者は国際収支統計でカバーしきれておらず、またオフショアを経由しているため先進国側からの統計でもオフショア向け投資として示される。見かけ上の統計の値以上に、実際の対中国向け投資残高は大きいように見受けられる。

与信

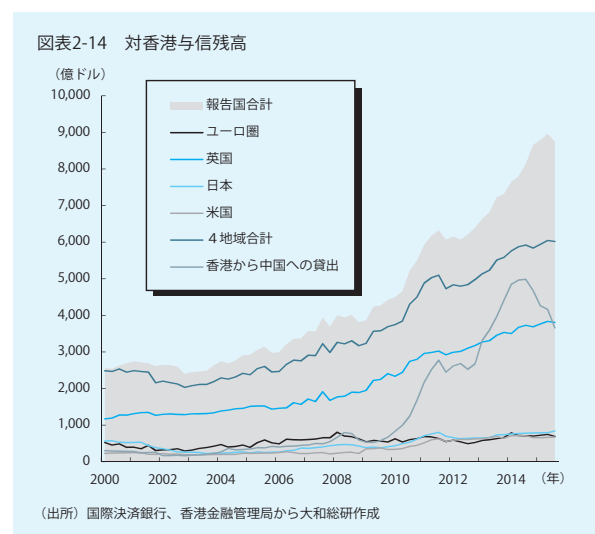
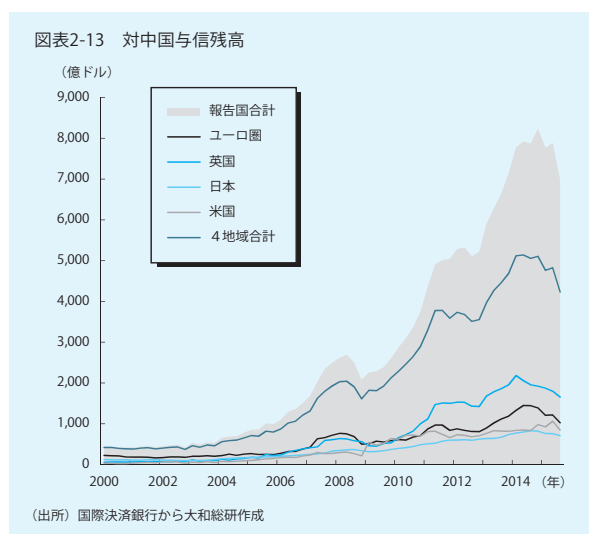
図表 2-13 は国際決済銀行の統計であり、本社の所在国別に中国本土内への与信額を示している。リーマン・ショック以降、米、日、英、欧の4地域からの与信額合計は英国からの与信を中心として拡大していたが、2014年第4四半期の8,238億ドルをピークとして減少傾向にある。2015年9月末時点の米、日、英、欧の4地域からの与信額合計は4,234億ドルであり、うち英国銀行の与信額は1,651億ドルとなっている。

なお、図表 2-13 の統計は所在地ベースでの集計となっている。また、中国向け与信額の集

計では香港が報告国として集計されていないことに留意する必要がある。実際のところ、中国の海外からの借入の多くは香港からであるためである。先進国4地域の香港向け与信には、香港経由での対中国向け与信が一定程度含まれているものと思われる。

3章 ブラジル

ブラジルはリーマン・ショック以降、資金流入が急激に増加した。足元においても金融収支は流入超となっており、海外資本の流入が継続しているが、その流入額は減少傾向にある。財政の悪化や資源価格の下落、輸出不振といった背景が影響しているとみられる。レアル安のために幾度かの為替介入を行ったが、外貨準備高の水準に大幅な変化はなく安定している状況である。



1. リーマン・ショック以降の資金流入動向

マネーフローの動向とその背景

ブラジルは中国と同様にその高い成長率をもって海外の資金を惹きつけ、リーマン・ショック以降の緩和マネーの流入先となってきた。項目別の資金流入を見ると、中国は預金・貸出および直接投資による資金流入が主であったが、ブラジルは証券投資と直接投資が主な海外資金の流入経路となってきた。

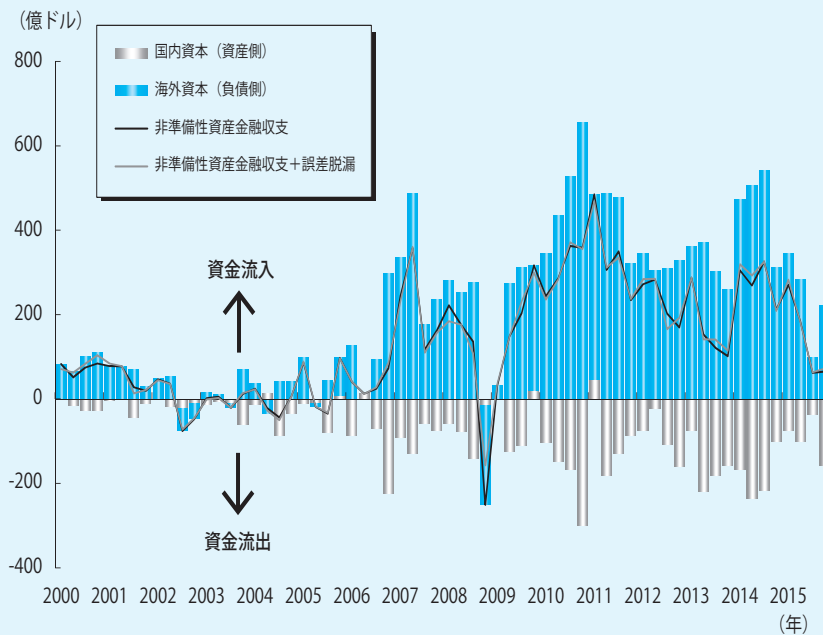
足元の2015年第4四半期におけるネットの金融収支は依然として65億ドルの流入超であり、海外資本も依然として222億ドルの流入超を維持している。しかしながら、景気減速、財政収支の悪化、政治スキャンダルおよびこれに伴った通

貨安の影響を受けて、2014年第4四半期より証券投資およびその他投資における海外資本の流入額が減少しており、証券投資に関しては足元では流出超に転じている。

ブラジルの景気減速は中国と密接な関係を持つといえる。中国はブラジルにとって最大の輸出先であり、2014年時点では輸出の18%は中国向けであった。その中国の経済が減速し需要が停滞していることがブラジルの輸出減に影響している。また、資源国であるブラジルの主な輸出品目は石油と鉄鋼であったが、どちらも2015年以降、価格が下落している。石油や鉄鋼等の資源価格下落の要因の一つには中国の景気減速や生産過剰があるとみられる。

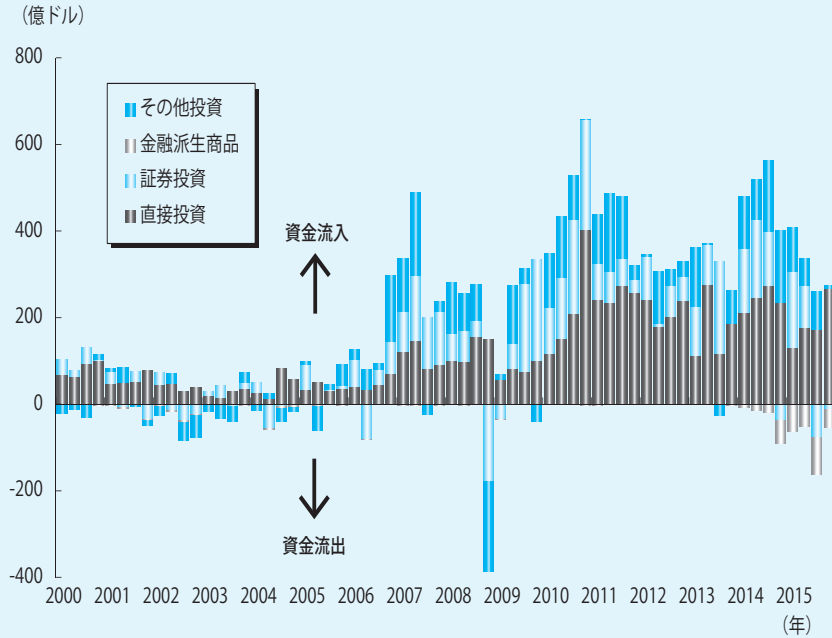
なお、レアル安を受けてブラジルは為替介入を行っているが、中国と比較して外貨準備高の水準

図表3-1 ブラジル 四半期別金融収支（外貨準備等を除く）



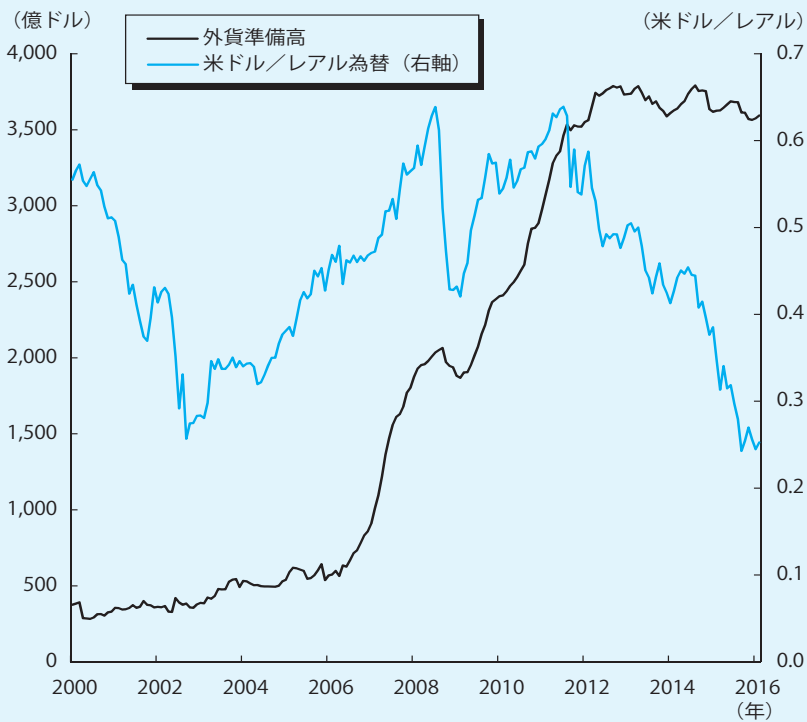
(出所) IMFから大和総研作成

図表3-2 ブラジル 四半期別海外資本流出入



(出所) IMFから大和総研作成

図表3-3 ブラジル 外貨準備高と為替相場推移



(出所) IMFから大和総研作成

に大幅な変化はなく安定している状況である。

2. 投資元国別のマネーフロー

証券投資

国別にブラジルの証券保有残高を見ると、株式においては米国とユーロ圏の保有額が多くを占める。ただし2010年における保有残高の急増に関しては株価の上昇の影響もあるであろう。米国とユーロ圏の足元の保有動向を見ると、米国は2014年第3四半期以降おおむね売り越しとなっている。ユーロ圏はフローのデータがないが、株価指数が前期比で約15%下落した一方で、ユーロ圏によるブラジルの株式保有残高が前期比36%減少しているため、売却を伴う残高減少である可能性が高い。

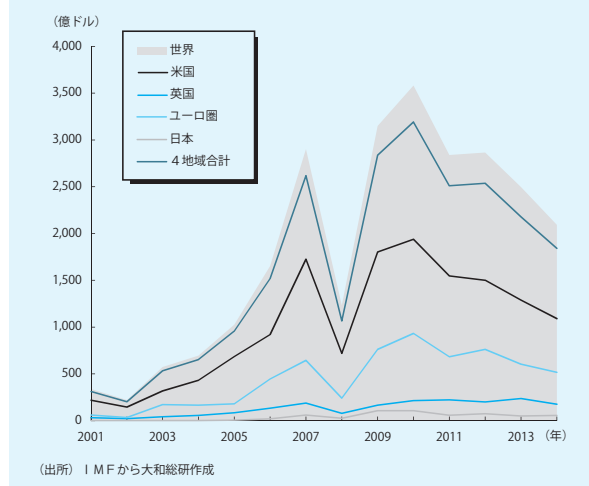
債券投資においてはリーマン・ショック後から2012年にかけて英国が保有額を増やしていたが、その後減少、2014年末時点では米国の保有額が最大であり、次いでユーロ圏となっている。

足元の動向をみると米国は2014年第3四半期以降、売り越しとなっている。また欧州においても債券の保有額は2015年第2四半期まで増加傾向にあったが、2015年第3四半期にその保有額を大きく減少させている。また債券投資については上記の景気減速のほか、格付け会社によるブラジル国債の格下げも影響しているであろう。格付け会社のStandard & Poor's^{※1}およびフィッチ^{※2}が2015年後半に相次いでブラジル国債を投機的水準に格下げしている。

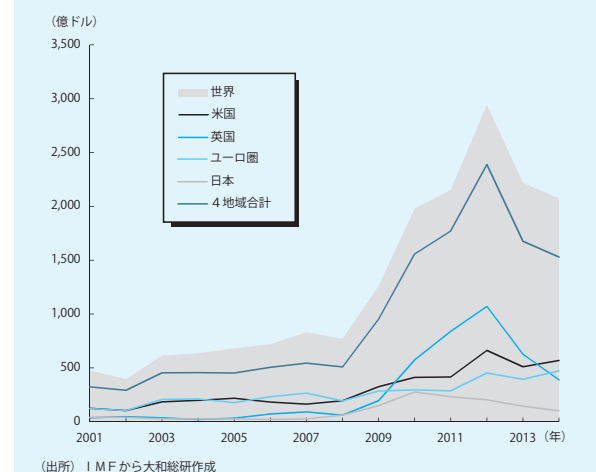
与信

国別の与信額を見ると、ユーロ圏からの与信が最も多く報告国合計の5割以上を占めている。与信額全体では2011年第2四半期をピークとして減少傾向にある。足元の2015年第3四半期時点の与信額は報告国合計で3,322億ドル、うちユーロ圏からの与信は1,690億ドルとなっている。

図表3-4 年次別対ブラジル株式投資残高



図表3-5 年次別対ブラジル債券投資残高

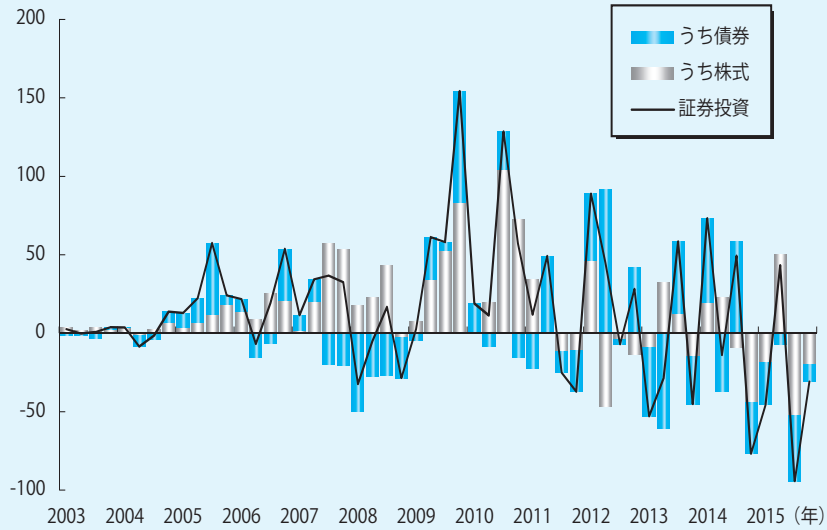


※1 スタンダード・アンド・プアーズ・レーティングス・サービスは金融商品取引法第66条の27の登録を受けておりません。巻末の「無登録格付に関する説明書」を参照ください。

※2 フィッチ・レーティングスは金融商品取引法第66条の27の登録を受けておりません。巻末の「無登録格付に関する説明書」を参照ください。

図表3-6 米国によるブラジル証券投資フロー

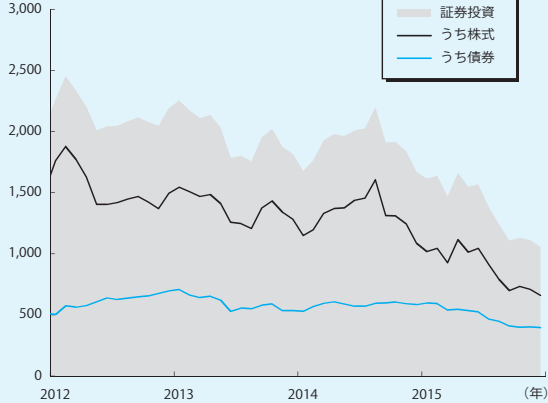
(億ドル)



(注) 直近の値は2015年10~12月
(出所) Haver Analyticsから大和総研作成

図表3-7 米国によるブラジル証券保有残高

(億ドル)

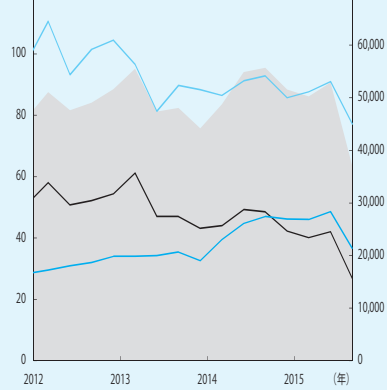


(注) 直近の値は2015年12月末時点
(出所) 米国財務省から大和総研作成

図表3-8 ユーロ圏によるブラジル証券保有残高

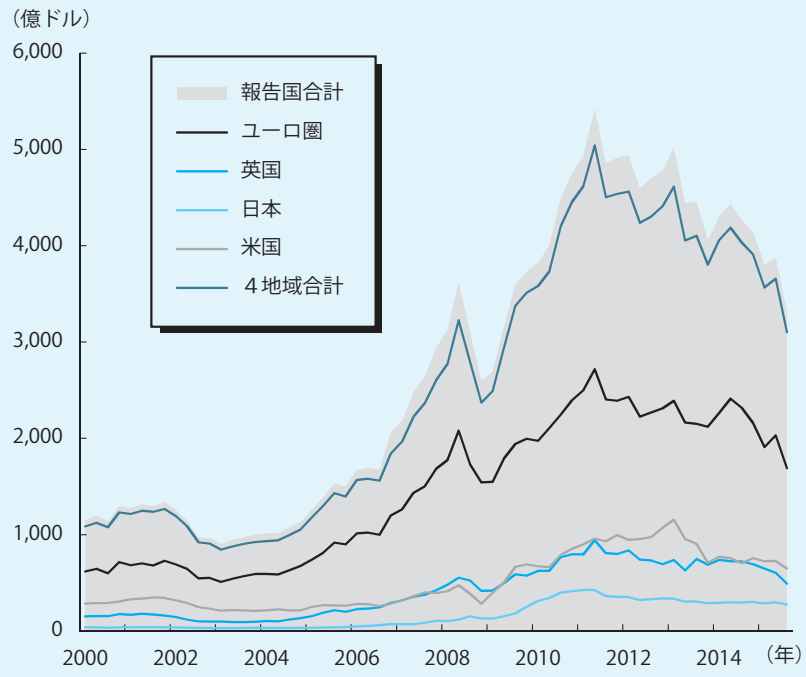
(10億ユーロ)

(pt)



(注) 直近の値は2015年9月末時点
(出所) 欧州中央銀行、Financial Timesから大和総研作成

図表3-9 対ブラジル与信残高



(出所) 国際決済銀行から大和総研作成



4章 ロシア

リーマン・ショック以降、海外からの資金流入の回復は緩慢であったが2011年より欧州の回復もあり、現預金および貸出を中心に資金流入が増加していた。しかし2014年第3四半期以降、海外の資金の流出が続いている。ウクライナ問題を受けたユーロ圏の銀行からの貸出の減少や、原油価格の下落が影響しているものと思われる。外貨準備は2014年央より大きく減少していたが、足元では横ばいとなっている。

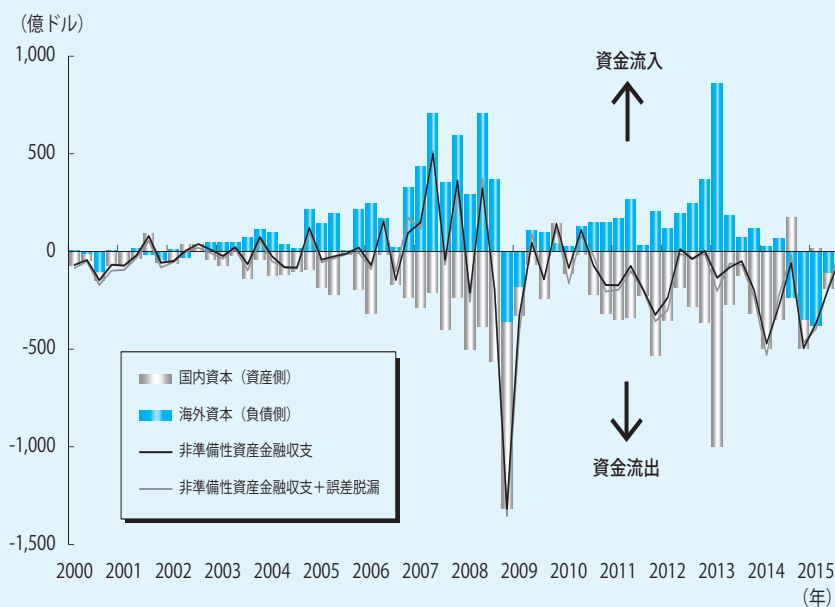
1. リーマン・ショック以降の資本流出入の変遷

ロシアは中国やブラジルと比較してリーマン・ショック以降の資金流入の回復がやや緩慢であっ

た。2011年頃より現預金、貸出を中心としたその他投資が増加したものの、国内資本の流出が上回ってきたため、金融収支はおおむね赤字が継続してきた。

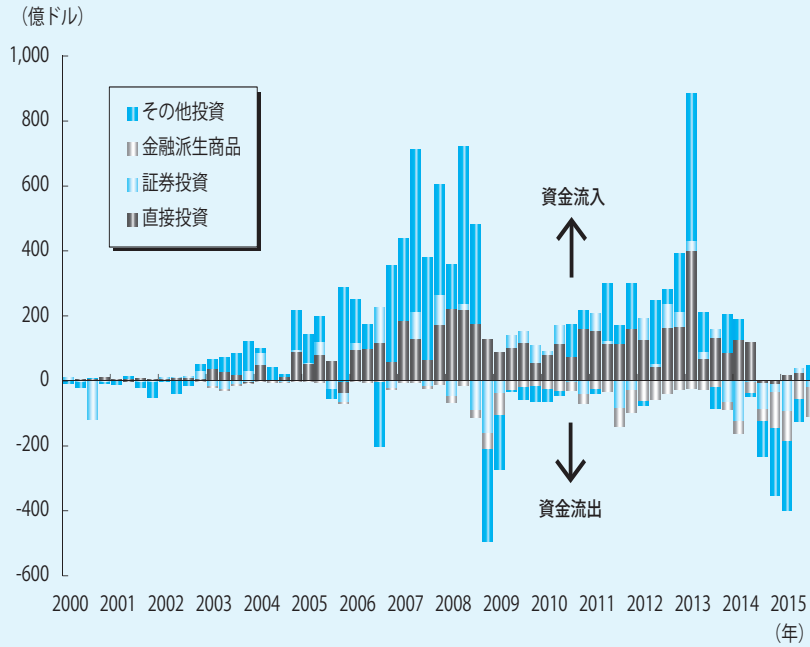
足元の金融収支を見ると、2014年第3四半期からは海外資本が流出超に転じている。これはウクライナ問題を受けた欧米による金融制裁および原油価格の下落によるルーブル安が影響したものと思われる。海外資本の流出入を項目別に見ると、その他投資および証券投資を中心として流出している。その他投資に関しては貸出と預金が流出超の主因となっている。また、為替介入の実施により2014年央より外貨準備高が大きく減少していたが、足元では横ばいとなっている。

図表4-1 ロシア 四半期別金融収支（外貨準備等を除く）



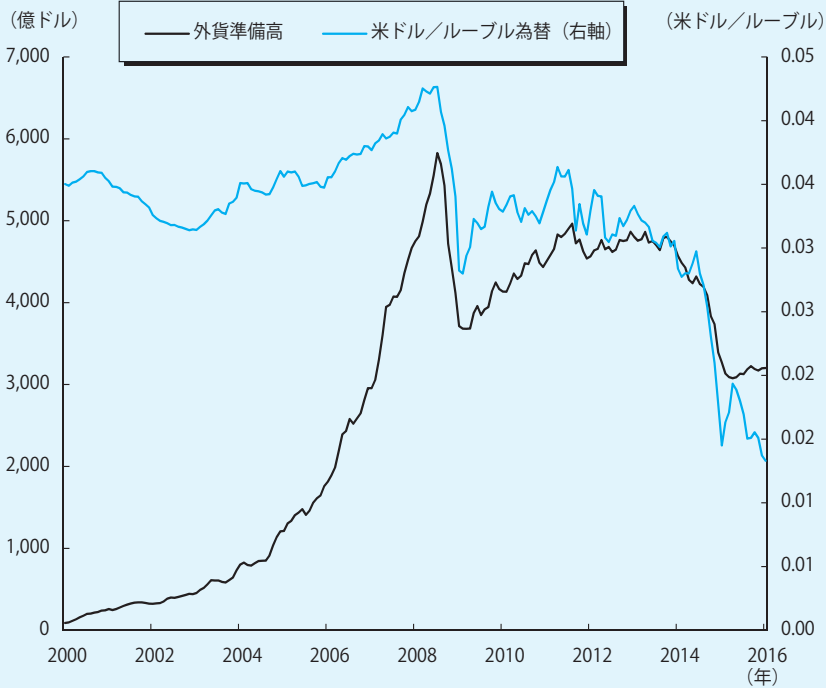
(出所) ロシア連邦中央銀行から大和総研作成

図表4-2 ロシア 四半期別海外資本流出入



(出所) ロシア連邦中央銀行から大和総研作成

図表4-3 外貨準備高と為替推移



(出所) ロシア連邦中央銀行、IMFから大和総研作成

2. 投資元国別のマネーフロー

証券投資

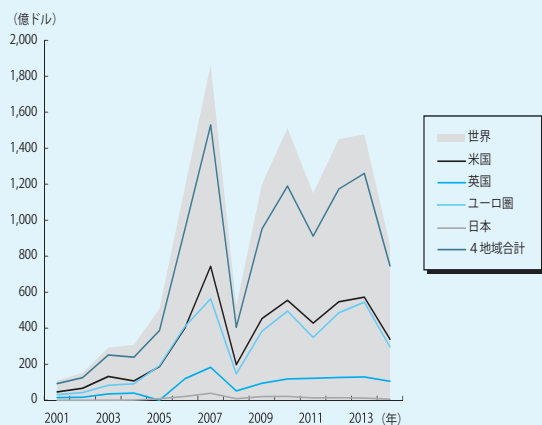
リーマン・ショック以降の趨勢を見ると、株式投資においては投資元の国別では米国、ユーロ圏による保有残高の増加が目立っていた。なお、2014年以降は、米国、ユーロ圏ともに保有額が減少している。足元の2015年第4四半期については、フローのデータはないが、株価指数に連動

して下落しており、保有額の減少はおおむね株価の下落による時価総額の減少と推測される。債券投資においては英国、ユーロ圏を中心に2011年から保有額が増加したが、2013年をピークに減少している。

与信

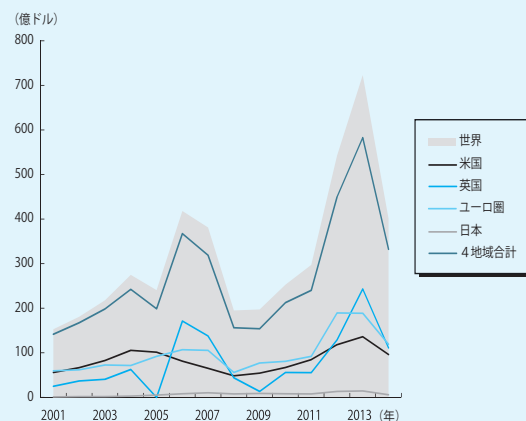
与信についてはユーロ圏の銀行からの融資が大半を占めている。リーマン・ショック以降および

図表4-4 対ロシア証券投資（株式）



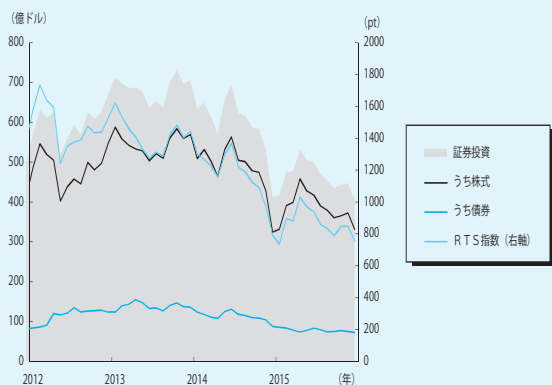
（出所）IMFから大和総研作成

図表4-5 対ロシア証券投資（債券）



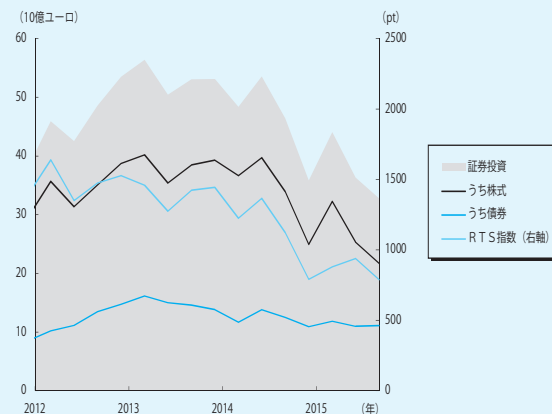
（出所）IMFから大和総研作成

図表4-6 米国によるロシア証券保有残高

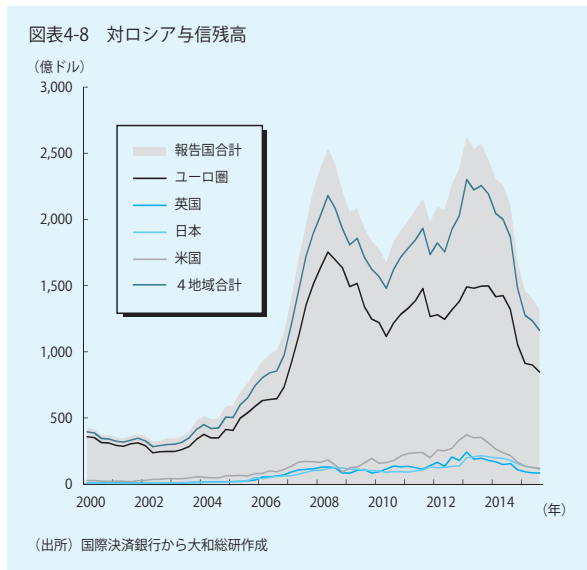


（注）直近の値は2015年12月末時点
（出所）米国財務省、RTS証券取引所から大和総研作成

図表4-7 ユーロ圏によるロシア証券保有残高



（注）直近の値は2015年9月末時点
（出所）欧州中央銀行、RTS証券取引所から大和総研作成



その後が続いた欧州危機の間はユーロ圏からの与信が減少したものの、2010年第3四半期以降は欧州からの与信額が回復し、2013年第1四半期には対ロシア与信額の報告国合計値は危機以前の水準に達した。足元の動向を見ると、2014年第4四半期よりユーロ圏の銀行からの与信額を中心として対ロシア与信額は大きく減少している。ウクライナ問題に関する金融制裁の一端として、2014年7月にEUは域内の銀行によるロシアとの金融取引に制限を設け、同年9月には制裁内容を強化したため、これが影響したものと思われる。

5章 オイルマネーの動向

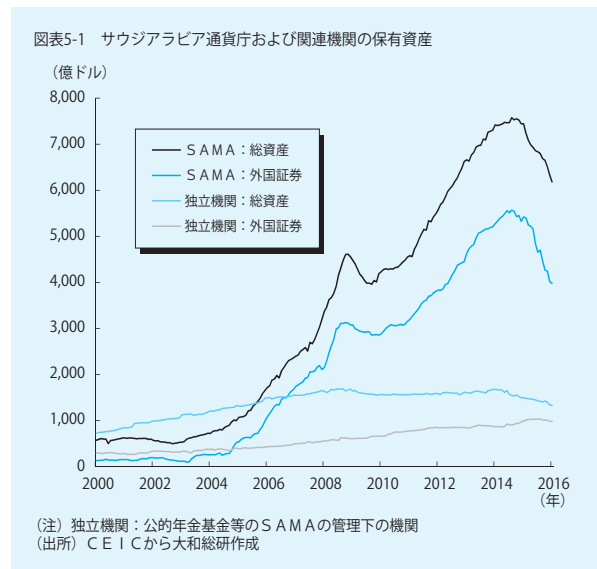
世界のマネーフローに影響を与えるもう一つの重要な要素としてオイルマネーの存在が挙げられる。オイルマネーとはOPEC加盟国等の産油国が原油の輸出により得た利益が蓄積されたもので、その巨額の資金は各国の市場に投資されてきた。その実態はつかみにくいですが、サウジアラビア通貨庁(SAMA)の資産運用等から動向の一部

を垣間見ることができる。

SAMAはサウジアラビアの外貨準備を原資として運用を行い、その資産を開示しているため、オイルマネーの把握に有用であろう。

図表5-1はSAMAの資産の内訳を示したものである。原油価格の下落および経常収支の悪化等を背景に保有総資産は2014年8月をピークとして、以降は大きく減少しており、同時に外国証券への投資額が減少している。なお、SAMAが管轄する独立した投資機関(公的年金等)も外国証券への投資を行っているが、こちらは総資産が減少しているにもかかわらず、外国証券の保有額は減少しておらず、国内の証券売却により対応しているようである。

また、こうしたオイルマネーは日本にも投資されており、大量保有報告書を見るとサウジアラビアから日本に投資しているファンドが確認できる。大量保有報告書等を基に集計したデータに基づくと、サウジアラビアに所在するファンドの保有する日本株は銘柄数、保有額共に大きく減少している。



図表 5-2 サウジアラビア所在ファンド保有日本株

サウジアラビアに所在するファンドによる日本株保有状況				
投資家名	2014年6月末時点		2015年12月末時点	
	保有額 (百万ドル)	銘柄数	保有額 (百万ドル)	銘柄数
サジャップ	1,442	19	729	13
ジュニパー	741	25	486	21
EVERGREEN	259	18	68	5
ハイアット	79	7	47	4
タムツ	54	2	N/A	N/A
サウジアラビア王国政府	15	1	17	1
シーダー	9	1	N/A	N/A
SAMA	N/A	N/A	201	2
合計	2,599	73	1,549	46

(出所) Thomson Reuters から大和総研作成

6章 日米欧の新興国へのエクスポージャー

図表 6-1、図表 6-2 は、日、米、欧（ユーロ圏）の対外証券投資を投資先国別に示したものである。全体としていずれの地域も対外証券投資残高はおおむね先進国への投資が大半を占めており、上記で取り上げた中国、ブラジル、ロシアへの投資割合は大きくない。また、図表 6-3 は日、米、欧（ユーロ圏）に本社を置く銀行による各国への与信額を示している。与信についても同様におおむね先進国向けとなっていることが分かる。

しかしながら、ケイマン諸島への投資額が一定の割合を占めていることには留意が必要であろう。ケイマン諸島とは代表的なタックス・ヘイブン（租税回避地）として知られている。このため実際には他国、他地域に所在する企業が節税のために企業の登録地をケイマン諸島としていることも少なくない。このため、ケイマン諸島への投資

は実質的にどこの国に所在する企業に投資しているか追跡することができずブラックボックスとなっている。

時系列でケイマン諸島への投資残高を見ると、米国は 2011 年以降、日本は 2014 年以降に残高が急速に増加している。これは両国の金融緩和の時期と関連していると思われる。

上記の通りケイマン諸島を経由して投資される最終的な投資先は統計上では確認ができない。しかし、ケイマン諸島への投資の最終的な投資先を判断する目安として、ケイマン諸島を登録地として株式および債券を発行している企業の最終親会社の所在地を参考にできる。図表 6-6、図表 6-7 を見ると、最終親会社をケイマン諸島とする企業を除けば、債券と株式のいずれにおいても中国企業が多い。この背景には中国の資本規制が関連している。中国は一部の業種に属する国内企業に対する海外資本から直接出資を受けることを制限または禁止している¹⁾。このため、そうした中国企

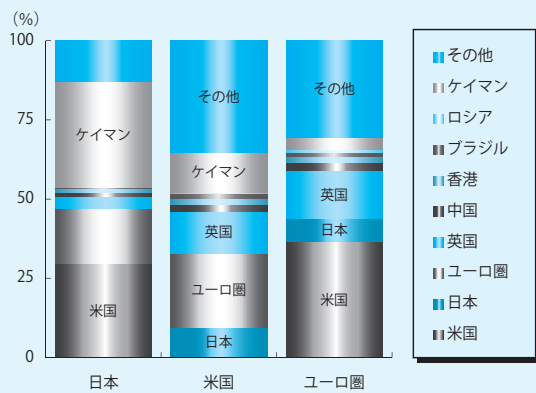
1) 詳しくは大和総研、太田珠美「なぜアリババの所在地はケイマン諸島なのか」（2014年10月28日）を参照。
https://www.dir.co.jp/library/column/20141028_009075.html

業が海外から出資を受けるために海外に会社を設立しそこで資金を募っている。その際に節税のできるケイマン諸島が法人登録国として選択されているということである。

このため、ケイマン諸島への対外証券投資の一定割合は最終的に中国への投資となっている可能

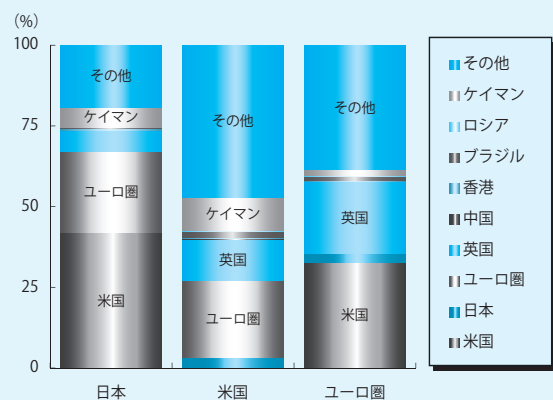
性がある。また、債券に関してはアラブ首長国連邦や、ブラジル、サウジアラビア等の資源国による発行も多い。統計で把握している以上に先進国の対新興国エクスポージャーは大きい可能性がある。

図表6-1 日、米、ユーロ圏の国別対外証券投資（株式）残高構成割合 2015年6月末時点



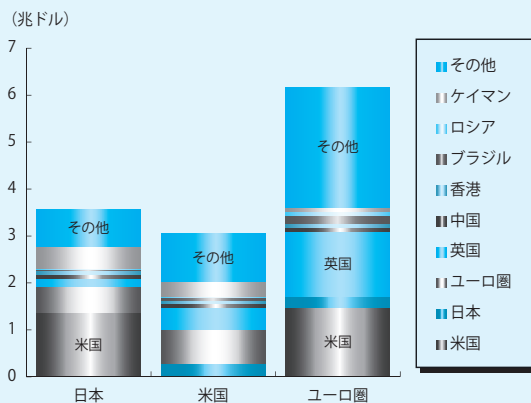
(注) ユーロ圏の対外証券投資においてはユーロ圏内の相互投資は含めない (出所) IMFから大和総研作成

図表6-2 日、米、ユーロ圏の国別対外証券投資（債券）投資残高構成割合 2015年6月末時点



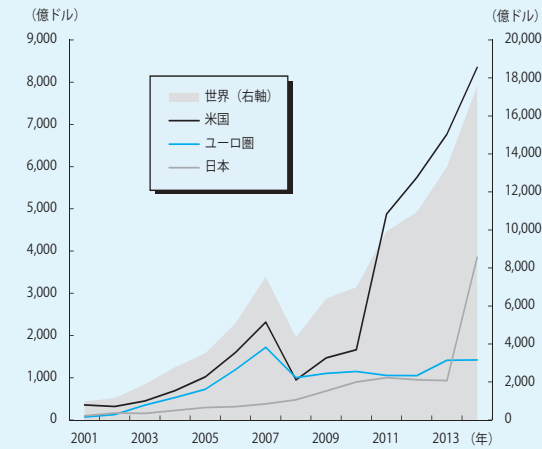
(注) ユーロ圏の対外証券投資においてはユーロ圏内の相互投資は含めない (出所) IMFから大和総研作成

図表6-3 日、米、ユーロ圏の国別対外与信残高 2015年9月末時点



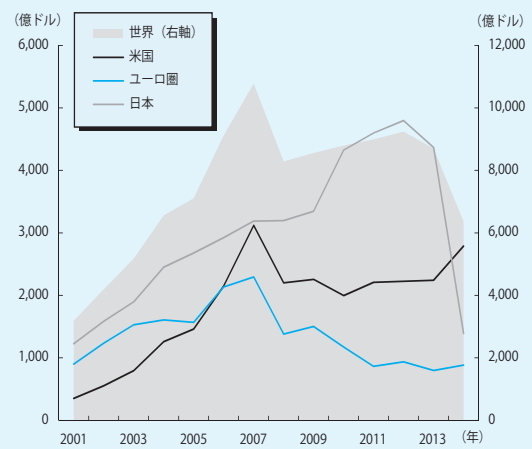
(出所) 国際決済銀行より大和総研作成

図表6-4 対ケイマン株式投資



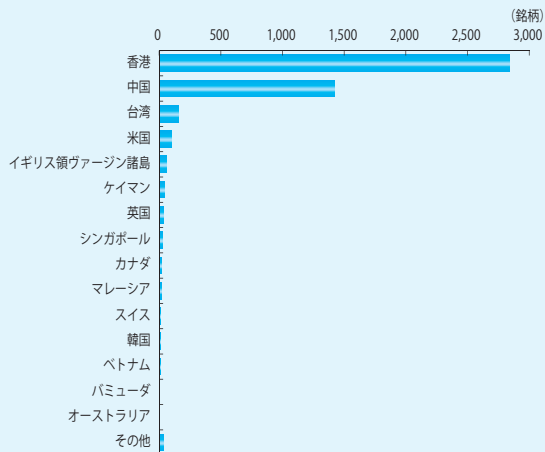
(出所) IMFから大和総研作成

図表6-5 対ケイマン債券投資



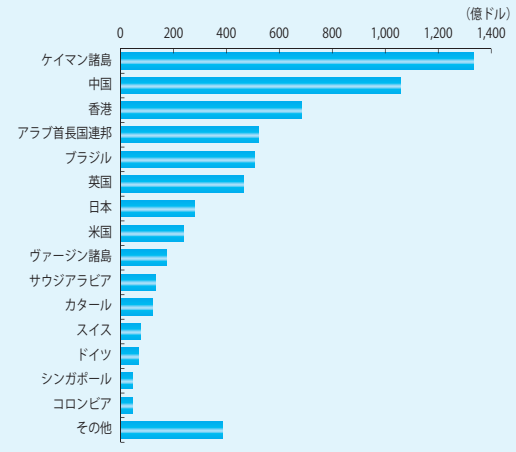
(出所) IMFから大和総研作成

図表6-6 ケイマン諸島を法人登録国とする企業の最終親会社所在国別株式銘柄数



(注) 2016年3月25日時点
(出所) Thomson Reutersから大和総研作成

図表6-7 ケイマン諸島を法人登録国とする企業の最終親会社所在国別債券発行残高



(注1) 法人登録国をケイマンとする3,914銘柄のうち残高データありは3,914銘柄
(注2) 2016年3月23日時点
(出所) Bloombergから大和総研作成

7章 おわりに

リーマン・ショック以降の先進国の金融緩和とともに新興国へと流入したマネーは、足元では逆流しつつある。中国においては景気の減速や、対ドルでの人民元安の進行、本土内の金利の低下等

を背景に貸出や現預金を中心として資金流出へと転じている。また、新興国の景気減速や、生産過剰等により原油をはじめとした資源価格が下落してきており、ブラジル、ロシアといった資源国についても海外資本の流入が減少、または流出に転じている。ロシアへの証券投資や与信の水準は

2) ロシア、中国、ブラジルの外貨準備の値は2016年2月末時点、月間の輸入額は2014年と2015年月次平均値を使用。

リーマン・ショック直後に近い水準に落ち込んでいる。各国において資金流出および通貨安が進む一方で、これまで懸念されてきた、かつてのアジア通貨危機のような事態には至っていない背景としては、外貨準備の水準が高かったことが挙げられる。為替介入等により外貨準備は減少したものの、月間の輸入額と比べるとロシアは約15カ月分、中国およびブラジルは20カ月分以上²といまだ高水準である。なお、中国における資金流出の一部はドル高に備えた債務返済なども含まれており、必ずしもネガティブな動きとは言い切れない。

しかしながら、今後も資金流出の圧力は続く恐れがあることには留意が必要であろう。中国への貸出や、ブラジルへの債券投資の多くは米国やユーロ圏および英国が資金源となっている。先進国の中央銀行により供給された多額のマネーはいまだ縮小に転ずる兆しはない。米国は利上げを開始したものの、資産売却の開始には至っておらず、バランスシートの規模は維持している。今後、中央銀行が資産売却によりこれまで供給されてきたマネーを縮小する際には、これまで以上に新興国からの資金流出圧力が高まる恐れがある。そうしたさらなる資金流出の際に対処できるかが新興国ひいてはそこにエクスポージャーを抱えている先進国にとって重要である。引き続き先進国側の金融政策の動向および新興国の資金流入や資本規制動向、債務構造には留意が必要であろう。

[著者]

中田 理恵（なかだりえ）



金融調査部
研究員
担当は、金融・資本市場