

Financial Trends

経済関連レポート

ジャパンマネーの3割がオフショア市場へ

発表日：1月18日(火)

～FRBの金融政策を悩ませる過剰流動性～

(No.NT - 19)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

2004年の対外証券投資では、カリブ諸島へのオフショア投資が買い越し額の3割に達しようとしている。日本の極端な運用難は、ジャパンマネーをタックスヘイブンへと向かわせている側面がある。そうしたオフショア市場へ流入する資金は、国際商品市況などを嵩上げするなどの現象を引き起こしてきた可能性もある。FRBの中からインフレ警戒の声が上がりはじめたのは、解消されない過剰流動性の問題を念頭に置いているのかもしれない。

オフショア投資の急拡大

日本の対外証券投資のうち、対米向け投資がその占率を低下させている(図表1)。その理由は、趨勢的なドル安が進む中で、国内投資家が米国への投資偏重を是正するために、欧州への分散を図ったからだけではない。むしろ、ケイマン、バミューダなどカリブ諸島への証券投資が増えたことが原因である。

最近の日本の対外証券投資をみると、2004年1～11月までは18.5兆円と過去最高の買い越しペースに近づいている(速報ベースでは12月が売り越しに転じ、過去最高を逃した模様)。こうした対外証券投資のブームは2003年前半に一度あったが、その後、2004年後半になってブームが再来したようにもみえる。2003年までの対外証券投資は対米向けのウエイトが目立っていたのに対し、2004年はカリブ諸島などタックスヘイブンへの投資が、欧州向け投資や米国向け投資と並ぶ規模にまで増えたという特徴がある。カリブ諸島向けの証券投資の買い越し規模(2004年1～11月)は、5.8兆円と前年の2.53倍にも膨らんでいる。これは、対外証券投資の買い越し額(=純資金流出)の31.7%の割合である。この間に、欧州向けは4.4兆円(24.0%)であったので、カリブ諸島向けは、それだけで欧州向け投資を上回っていることになる。なお、財務省の「対内対外証券売買契約統計」(旧「対内対外証券投資統計」)をみると、オフショア投資とみられる資金の内訳は、ケイマン諸島向けがその太宗を占め、バミューダ諸島がそれに続いている。

ただし、証券投資統計で「欧州」とカウントしている数字の中には、英国マン島なども含まれているので、オフショア投資の全体像はもっと大きいはずである。

証券投資の区分には、「株式」と「公社債等」の2つがある。オフショア投資の中身は後述するようにオルタナティブ投資といわれる投資ファンドであるが、証券投資の区分では、公社債等の「等」の部分に含まれていると考えられる。実際のところ、オフショア投資の中身は正確な額が統計上ではわからないというのが実情である。

(図表1) 対外証券投資の国別内訳

単位:兆円

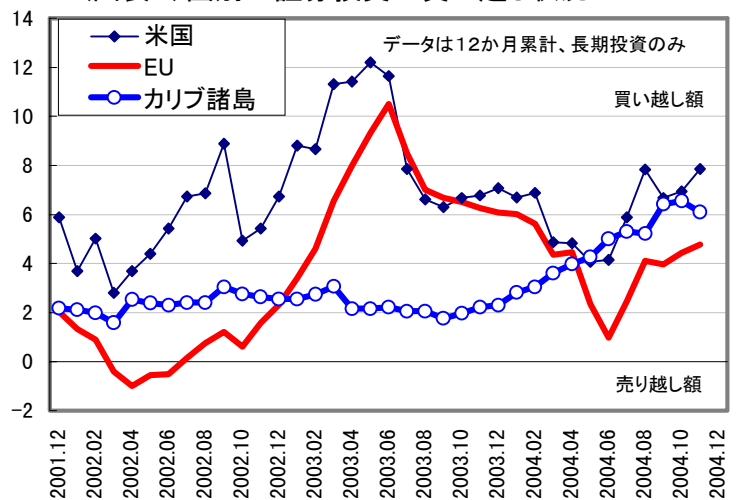
	合計(買い越し額)	米国		EU		カリブ諸島		それ以外	
		シエア	シエア	シエア	シエア	シエア	シエア		
2001年	11.7	5.9	50.2%	2.0	17.3%	2.2	18.6%	1.0	8.1%
2002年	13.4	6.7	50.2%	2.3	17.3%	2.5	19.0%	1.2	8.6%
2003年	18.5	7.1	38.2%	6.1	32.8%	2.3	12.5%	2.4	12.7%
2004年	18.5	6.9	37.4%	4.4	24.0%	5.8	31.7%	0.7	3.6%

注1:カリブ諸島は、ケイマン諸島、蘭領アンチル、バハマ、バミューダの合計

注2:2004年は1～11月の合計。

出所:財務省「対内対外証券売買契約統計」

兆円 (図表2) 国別の証券投資の買い越し状況



出所:財務省「対内対外証券売買契約統計」

運用難で増えるオルタナティブ投資

オフショア投資の実相を述べると、そのほとんどはオルタナティブ投資である。オルタナティブ投資（代替投資）とは、株式・債券といった伝統的な投資手法とは異なる投資手法で行われるという意味を持ち、具体的にはヘッジファンド、商品ファンド、不動産投資、ベンチャー投資などを総称している。ファンドが私募形式であり、情報公開が必ずしも十分でなかったり、流動性が乏しいというデメリットが指摘される反面、伝統的投資との運用パフォーマンスの相関が低く、分散投資の効果が大きいというメリットも指摘される。さらに、運用パフォーマンスについて、伝統的投資のように市場ベンチマークで対比させず、「絶対リターン」が達成できたかどうかで評価する点も特徴になっている。こうしたスタイルの投資は、近年のように極端な運用難の時代には、たいへん魅力的に映るため、機関投資家から個人にわたるまで国内投資家の人気を集めていると考えられる。

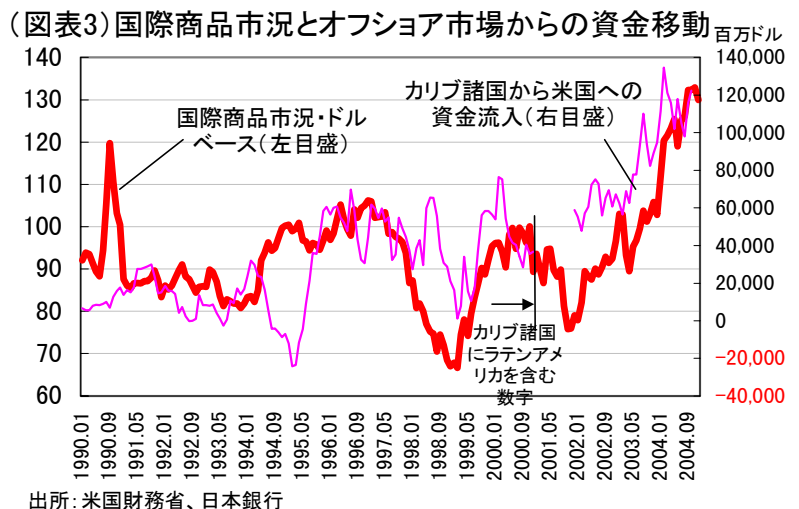
マネー本位制の世界観

オフショア市場の影響力の拡大は、日本だけでなく米国にもみられる現象である。日本からの資金流出の3割がオフショア投資と述べたが、米国側の資金流入の統計をみると、全体の13.4%（過去1年間のシェア）がカリブ諸島からの投資資金で占められるようになっている。カリブ諸島からの米国への資金流入に注目すると、その規模は対前年比で5割近く増加する傾向がみられている。オフショア市場の規模拡大は、日本だけでなく、低金利を背景に欧州から集まってくる要因も大きい。いわば世界的な低金利状況が、オフショア市場に資金が集まりやすい環境を生んでいると言える。

こうしたオフショア投資のステイタスの高まりは、人それぞれに受け止め方が異なるが、筆者に関しては相場動向の世界観を変えてきているという側面を強く実感する。これは、専ら実体経済の変化だけを理由にするファンダメンタルズ分析だけでは、短期的な相場変化をうまく説明できないことが多々あることを指す。例えば、オルタナティブ投資の中には、原油など商品市況や不動産投資が含まれる。2004年は、原油高騰が世界経済を席卷したが、その原因は景気要因や原油需給要因もさることながら、FRBの低金利政策が供給した大量の流動性の効果もあるだろう。マネーフローに着眼して原油動向を考えると、原油高騰を背景に中東マネーが膨張し、それが英国などのオフショア市場

を経由して再び米国に向かい、それが原油高騰に拍車をかけるという異様な原因と結果の循環がみられた。国際商品市況の趨勢と、カリブ諸島から米国への資金流入の動きを対比させると、両者は微妙に一致しているようにもみえるのはその傍証と言えよう（図表3）。

ほかにも、昨年6月から開始されたFRBの利上げについても、利上げ直後から長期金利が低下しはじめたことは極めて異例にみえる。過去、段階的な利上げ局面のこれほど初期から長期金利が上昇から低下に転じることはなかったのではないか。2004年後半は株価上昇に比して、長期金利は低位安定を保っている。ファンダメンタルズ分析に則して言えば、FRBの金利上昇が景気のネガティブ要因に受け取られたとか、先行きのインフレ懸念の芽が摘まれたという説明が成り立つ。しかし、マネーに着眼すれば、巨大化する債券市場の中で、極めて低い短期金利で資金



調達された資金が、景気弱気材料に過剰反応して債券市場に流れ込んだという説明ができる。過剰流動性がキャピタルゲインを狙うスタンスを強めていることが、長期金利が上昇しにくい傾向を生んでいるという解釈だ。

微妙に変化するFRBのスタンス

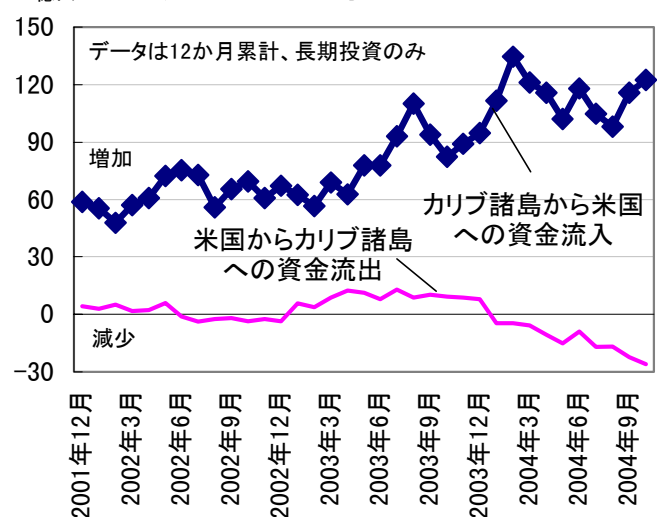
最近のFRBはどうやらこの過剰流動性に神経質になり始めているようだ。昨年12月14日のFOMCでは、過剰流動性を指摘する声があがると同時に、インフレ警戒的な発言も表れはじめている。FRBは、これまでの短期金利を中立化するモードから、インフレ警戒モードへ軸足を变化させてきているようにも思える。筆者などは、米国のインフレなどはほとんどその蓋然性を感じないが、FOMCのメンバーはインフレリスクに託けて過剰流動性の引き締めをしたいのかもしれない。財・サービスのインフレよりも、原油・不動産などがマネーに感応的な分野での広義の資産インフレを警戒していると考えられる。

もっとも、FRBの流動性吸収の意図と相容れないのは、オフショア市場から米国への資金流入である。先に、対米資金流入の中で、カリブ諸島からの資金流入が増えていることを指摘した。カリブ諸島と米国との資金フローをみると、奇妙なことにカリブ 米国は増えているの

に、米国 カリブは減っている(図表4)。後者は、米国での累次の短期金利引き上げが流動性を引き締めることに起因するかもしれない。そうすると、米国は投機的なマネーを抑えるために段階的な利上げをしても、オフショア市場からの資金流入がその効果を弱めることになってしまっている。

FRBの景気強気路線は、流動性を絞り込むためのレトリックだと考えると、流動性の抑制がうまくいかなければ、さらに利上げを積み重ねる可能性がある。こうしたFRBのスタンスは、過剰流動性吸収に目が移ってしまい、米国の実体経済を引き締め過ぎるリスクをはらんでいるかもしれない。

10億ドル (図表4)カリブ諸島と米国との資金移動



出所: 米国財務省