

# 資金循環統計にみる アメリカの国際経済関係

国際経済学会関東支部研究会

2023.5.20

担当者 小西宏美

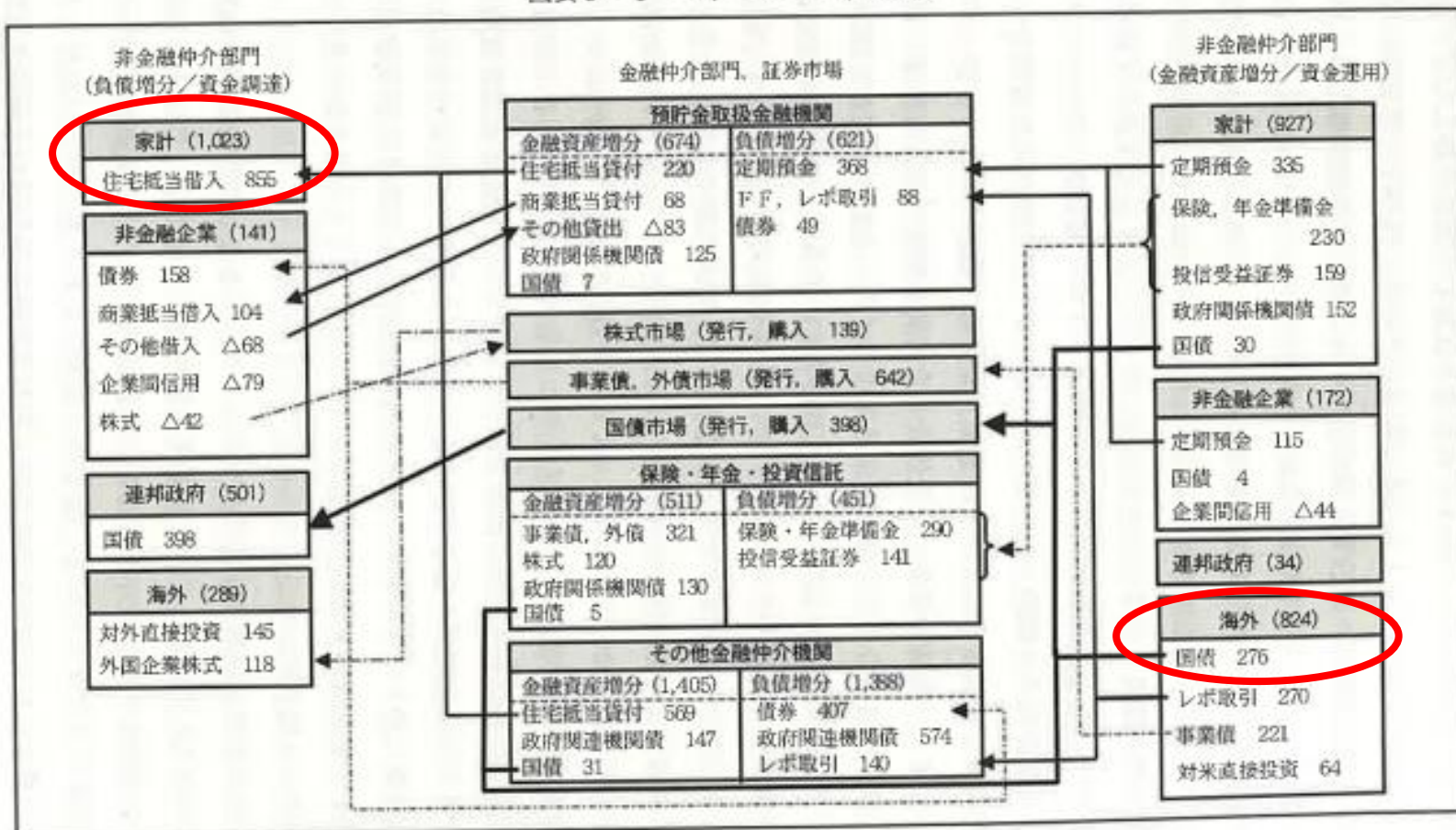
# 1 研究の動機

---

- リーマンショック後、アメリカや世界の経常収支のインバランスは対GDP比で減少傾向にあるが、対外純資産・負債のインバランスやグロスの対外債権債務は増加している。（P.O. Gourinchas and H. Rey (2013), G. Adler and D. Garcia-Macia (2018), IMF (2021)）
  - 経常収支インバランスより資産価格の変化が重要になりつつあるという議論。
  - アメリカの資金循環表データ（FFA）を見ることでアメリカの金融市場全体における外国の位置づけを見る。

# 資金循環表に関心を持ったきっかけは、、、

図表 8-6 マネーフロー (2003年)



注：1) 簡略化のため、地方政府、通貨当局を省略。各部門の内訳は主要項目のみ。

2) 2003年、10億ドル、マイナスは△で表示。括弧内の数値は金融資産増分、負債増分を表わす。

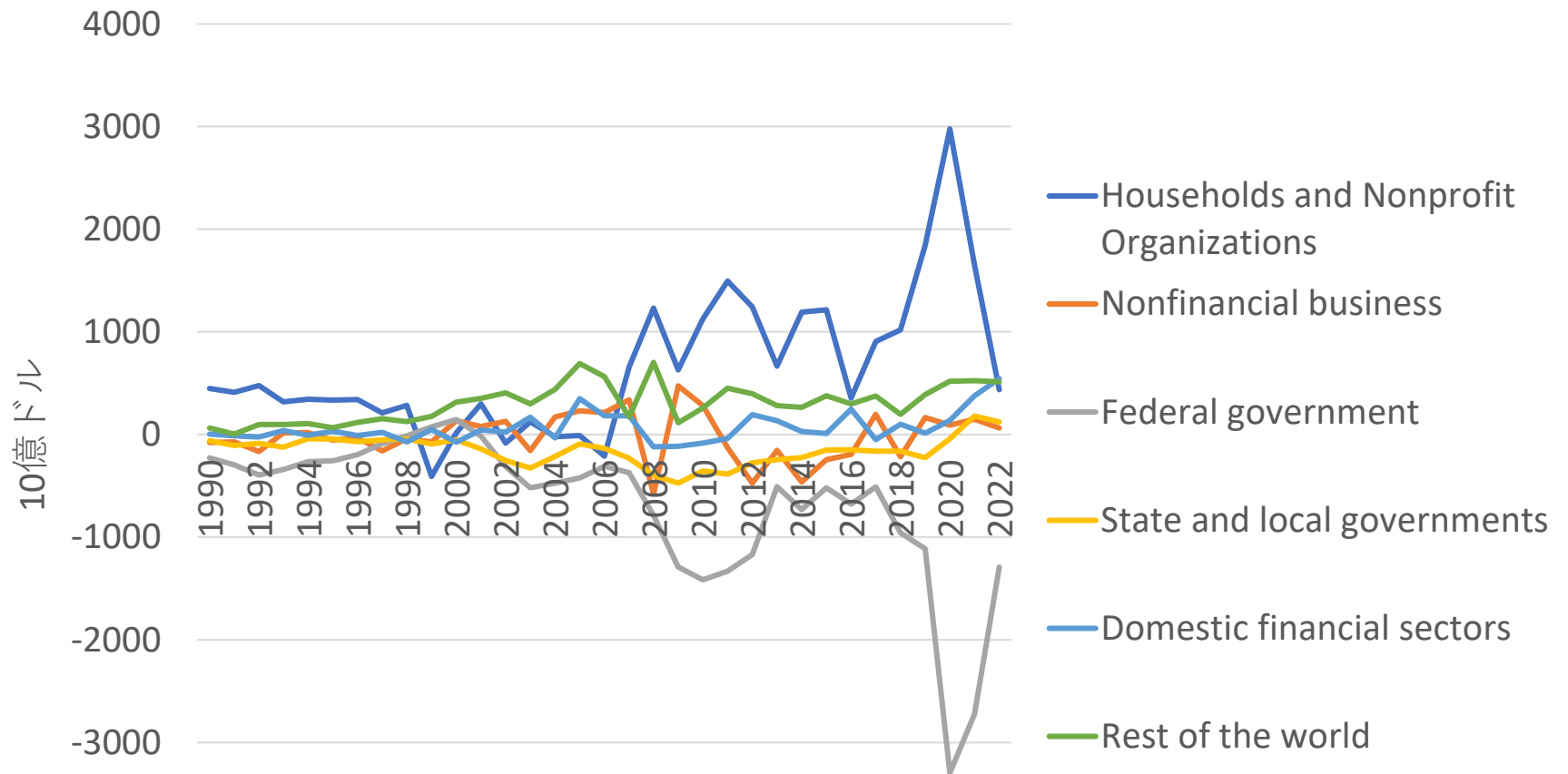
(出所) F. R. B. (2006b) *Flow of Funds Accounts of the U. S., 1995-2005.*

## 2 資金循環統計にみる対外経済関係

---

- Fはフロー統計、Lは残高統計。
- 全体を概観した後に、外国の割合が高い国債・株式・債券市場を考察する。
- 最後に**2023**年春以降の米銀の破綻と外国への影響について検討する。

# F (Flows) Net lending(+)or net borrowing(-)of all sectors



FFA, Financial accounts matrix, transactions, 2023 Mar.

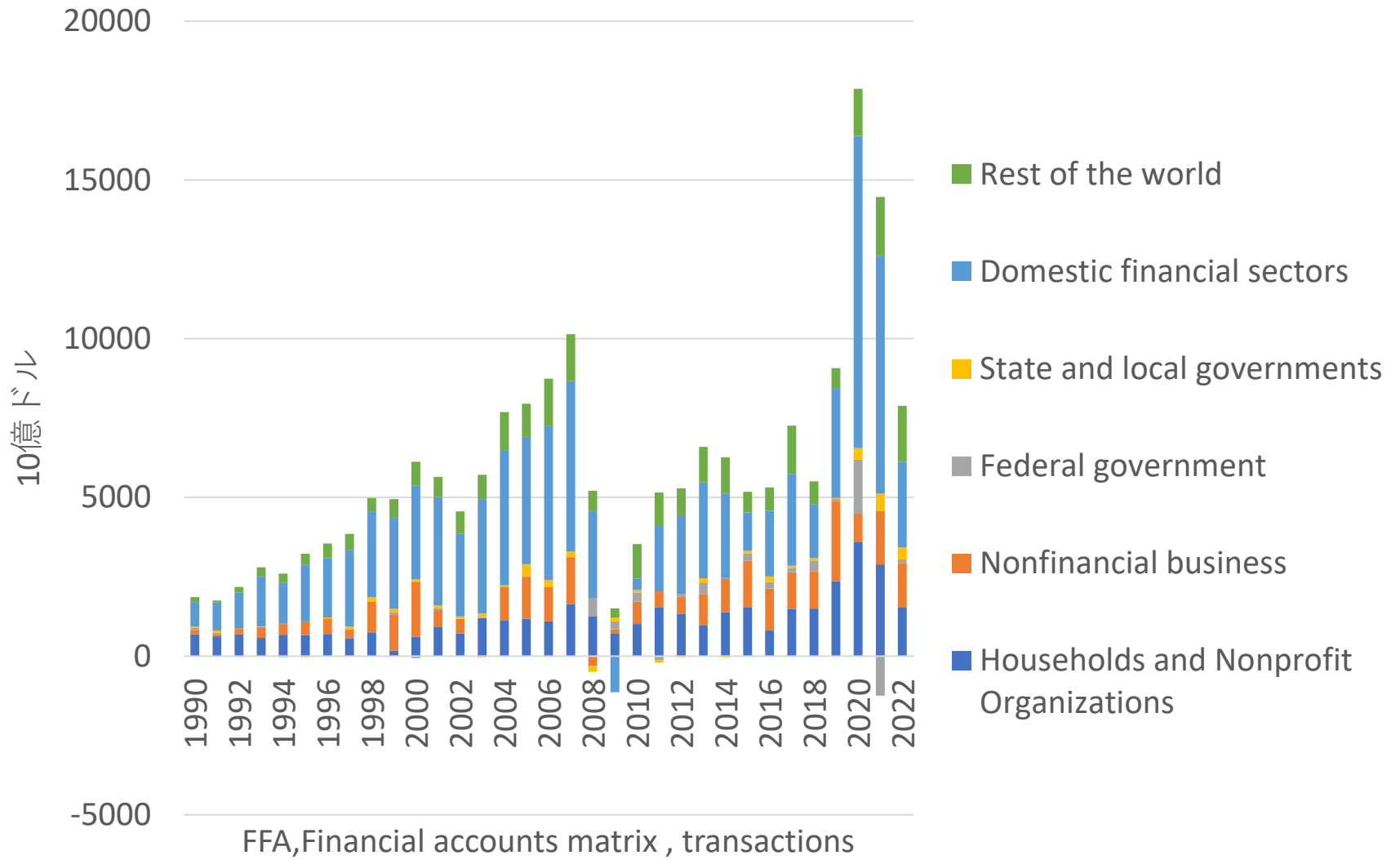
以下、断りが無い限り全てFFA, 2023 Mar.より。

1990年代 家計が最大の資金余剰部門

2000年代 外国が最大の資金余剰部門

金融危機後 再び家計が最大の資金余剰部門に

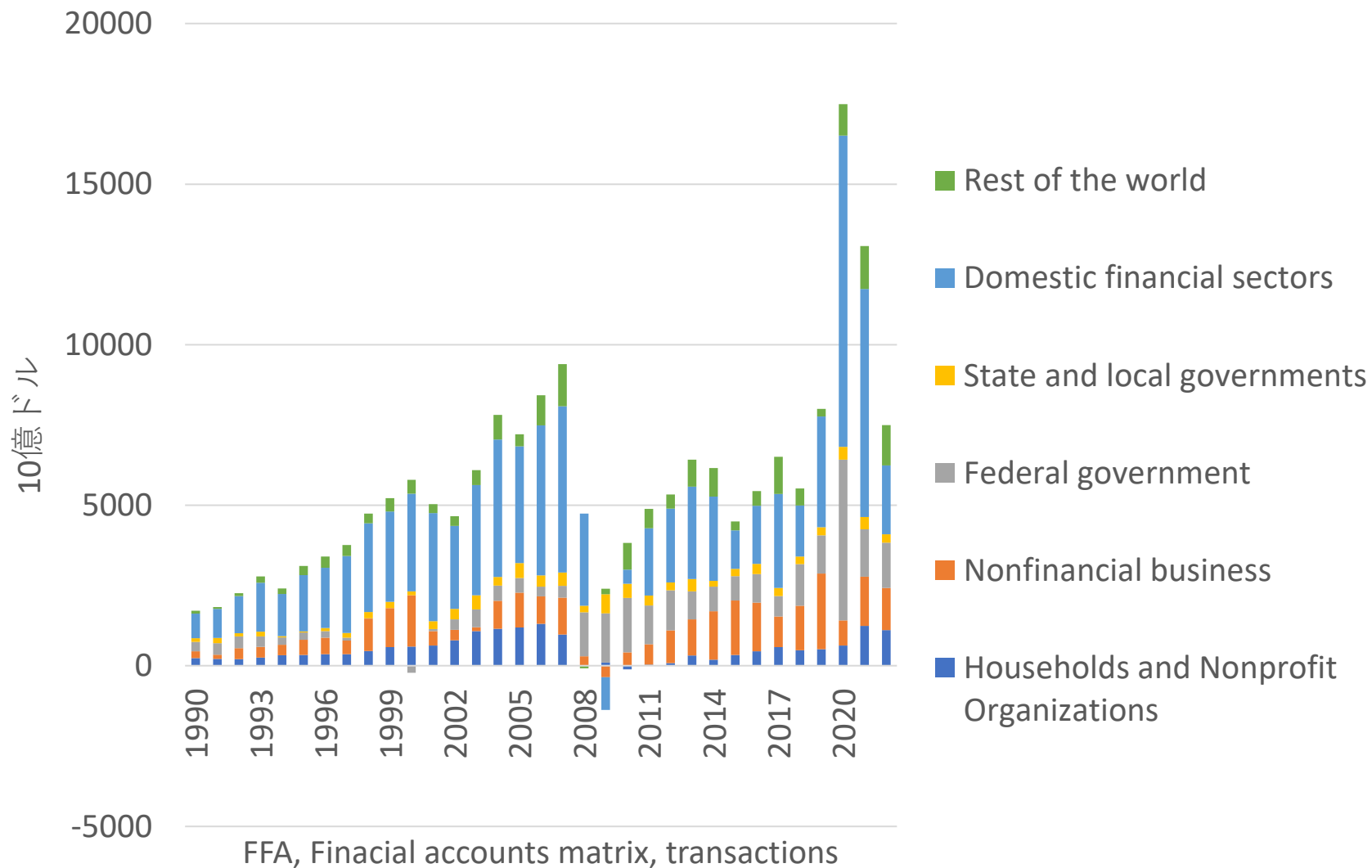
## F Net acquisition of financial assets



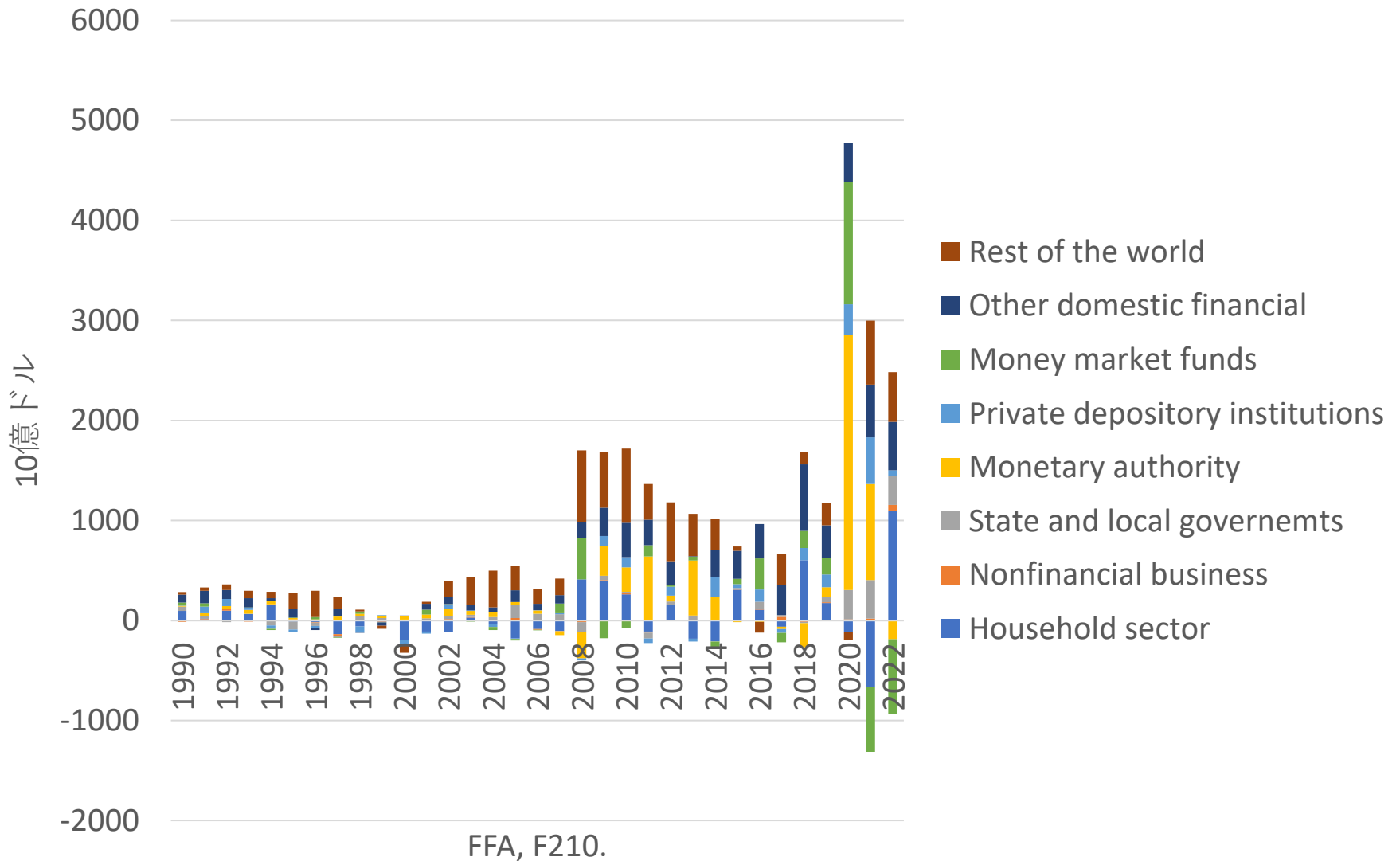
- フローの取引額は金融危機後、低迷している。2007年のピークを越すのは2020年になってから。
- 金融危機前は国内金融部門が最大の資金運用部門であるが、危機後は縮小し、金融市場全体を縮小させている。
- 2020年の米国コロナ経済対策CARES Actなどによる家計給付の影響。
- ネットでのフロー資金の出し手としての外国の位置づけは大きいですが、グロスで見た場合のアメリカ全体の金融市場の中では10-20%程度。
- ストックでは資産・負債ともに外国の割合は10%ほど。



## F Net increase in liabilities and equity



## F210 Treasury securities (Net Purchases)

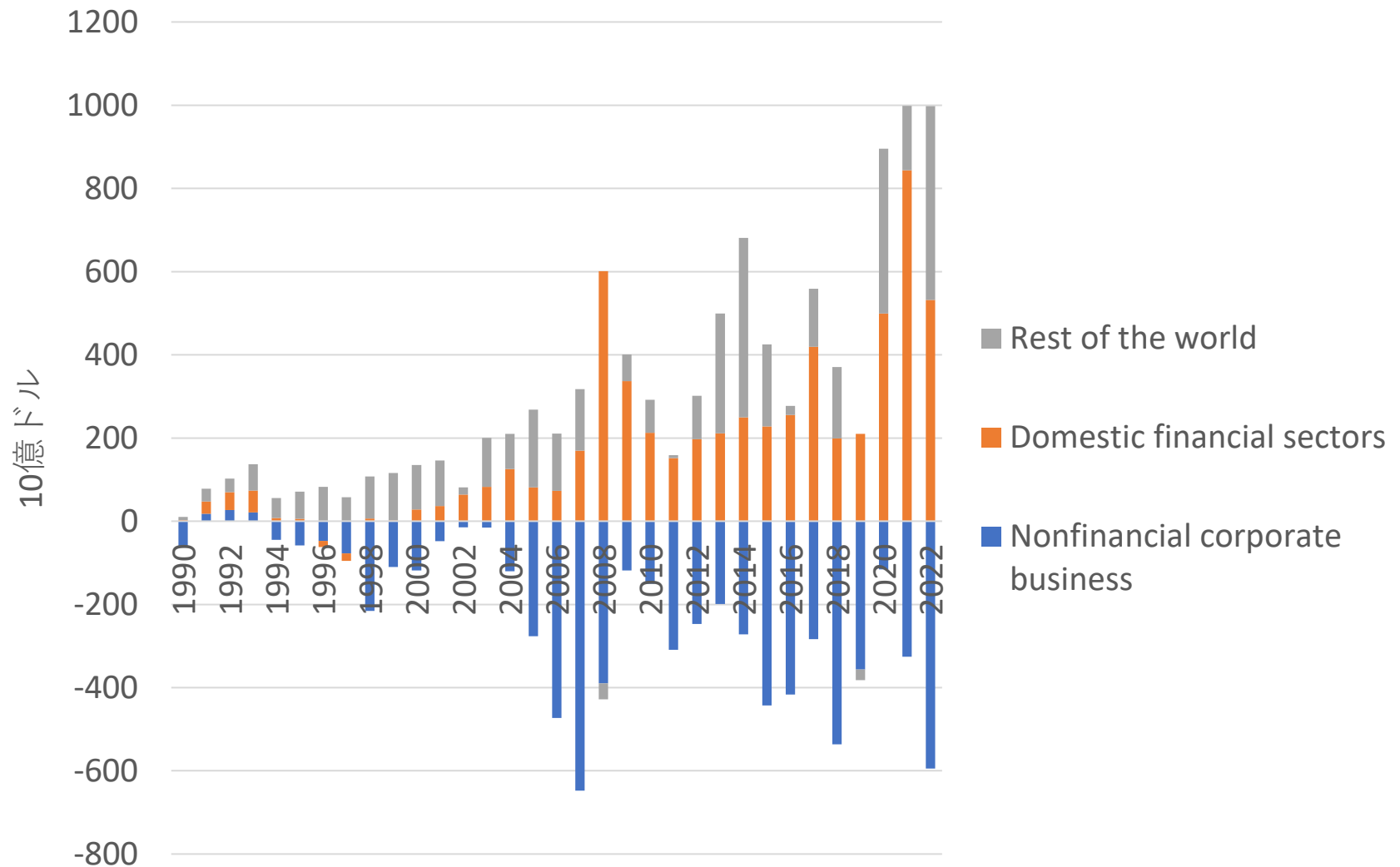


- 1995年から金融危機まで外国部門が20-40%を占める最大の投資家となっている。
- 金融危機後は、通貨当局・家計の国債購入が増加。



- 金融危機以降、残高は急激に拡大。
- 1990年代半ばまでは外国は全体の20%弱だったが、1990年代後半以降保有割合が増加し、金融危機前には40%強まで拡大。危機以降は徐々に減少し、コロナ禍では通貨当局、MMFの保有が拡大したことで外国は40%弱にまで減少。ただ現在でも外国は最大の保有部門。

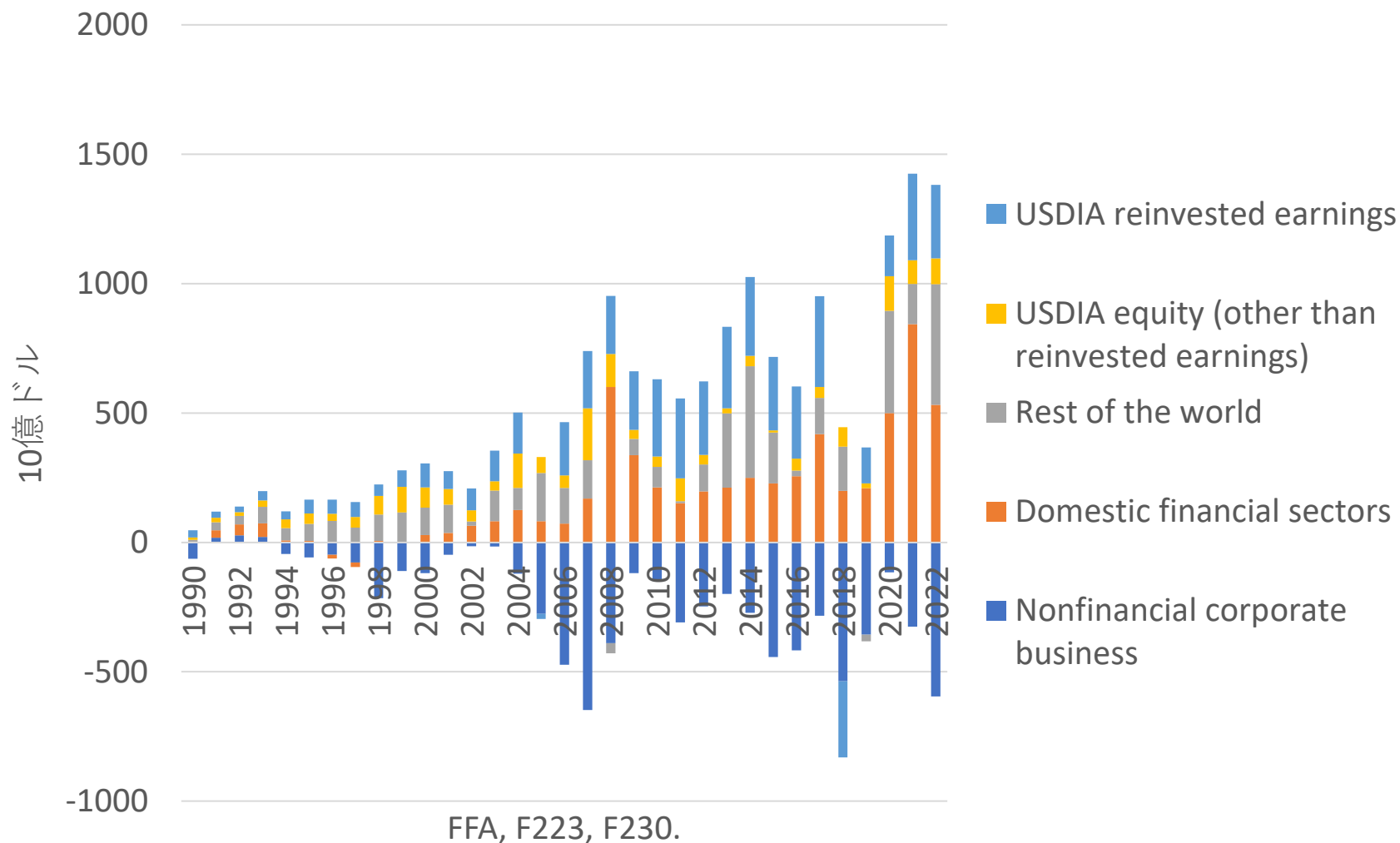
## F223 Corporate equities (net issues)



FFA, F223.

- 非金融企業は、**1980**年代以降、自社株買いと**M & A**によって資金を放出する傾向にある。
- **1990**年代後半は非金融企業と国内金融が株式発行がマイナスになっており、外国のみが株式発行で資金を調達している。
- **2000**年以降になると国内金融の株式発行が増加するが、大半を**ETF**が占める。

# F223 Corporate equities (net issues), F230 US direct investment abroad



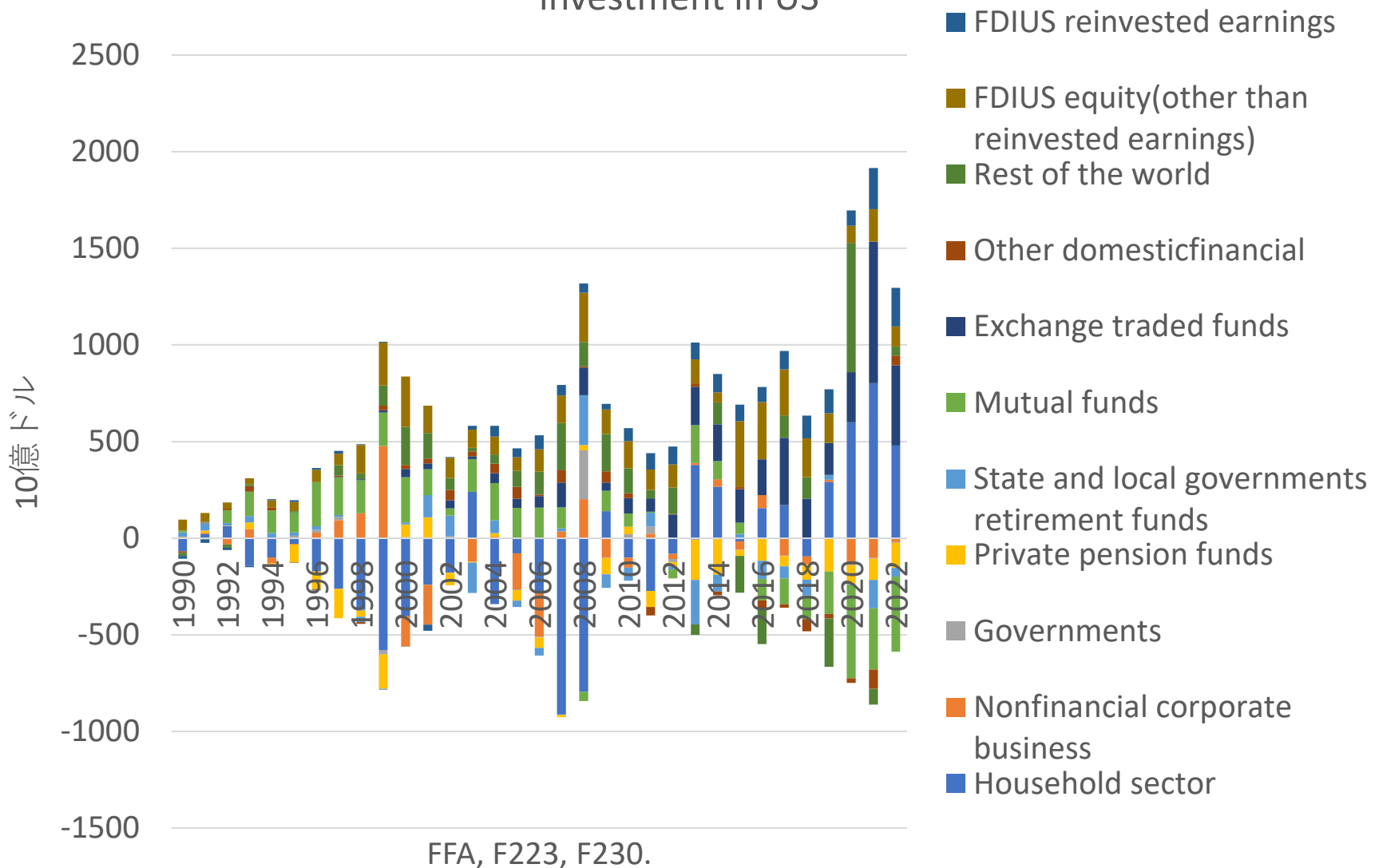


- 株式（F223）に直接投資（F230）の株式部分を合計すると、アメリカにおける株式発行による資金調達のおよそ半分は外国によるものとなる。



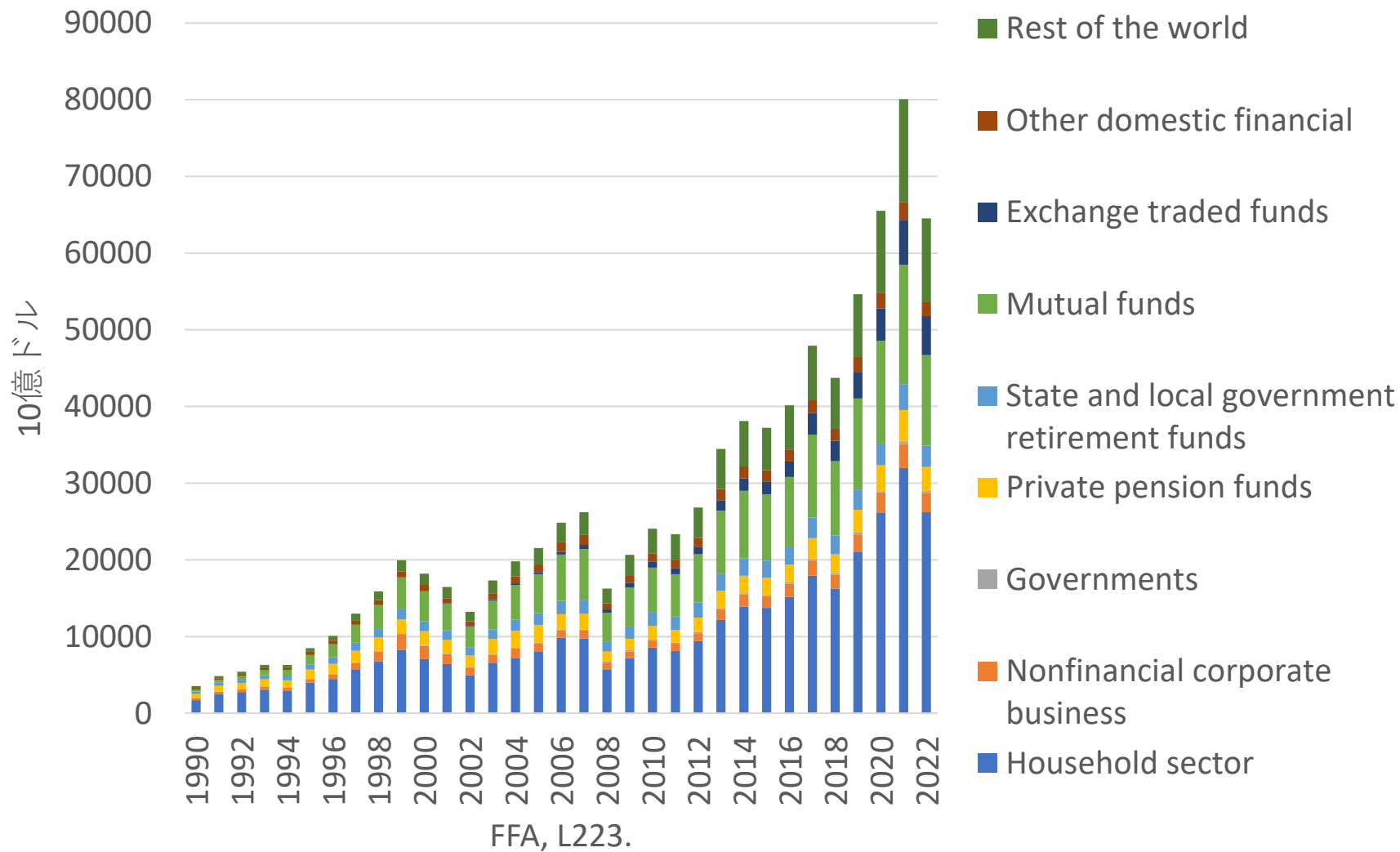
- 金融危機前は家計が売って、投資信託と外国が購入する。
- 金融危機以降、家計・ETFが買い手の中心。
- 外国は**2014**年までは市場全体の**10%**前後を占める買い手であったが、**2015**年以降は売り越しの年もある。

# F223 corporate equities (net purchases), F 230 Foreign direct investment in US



- 外国の株式購入（F223）に対米直接投資（F230）の株式部分を合計すると、外国によるアメリカ株式投資は金融危機前は10-20%前後を占めている。金融危機後、株式の売り越しがある場合でも対米直接投資を合計すると買い越しとなっている。

## L223 Corporate equities (Holding at market value)



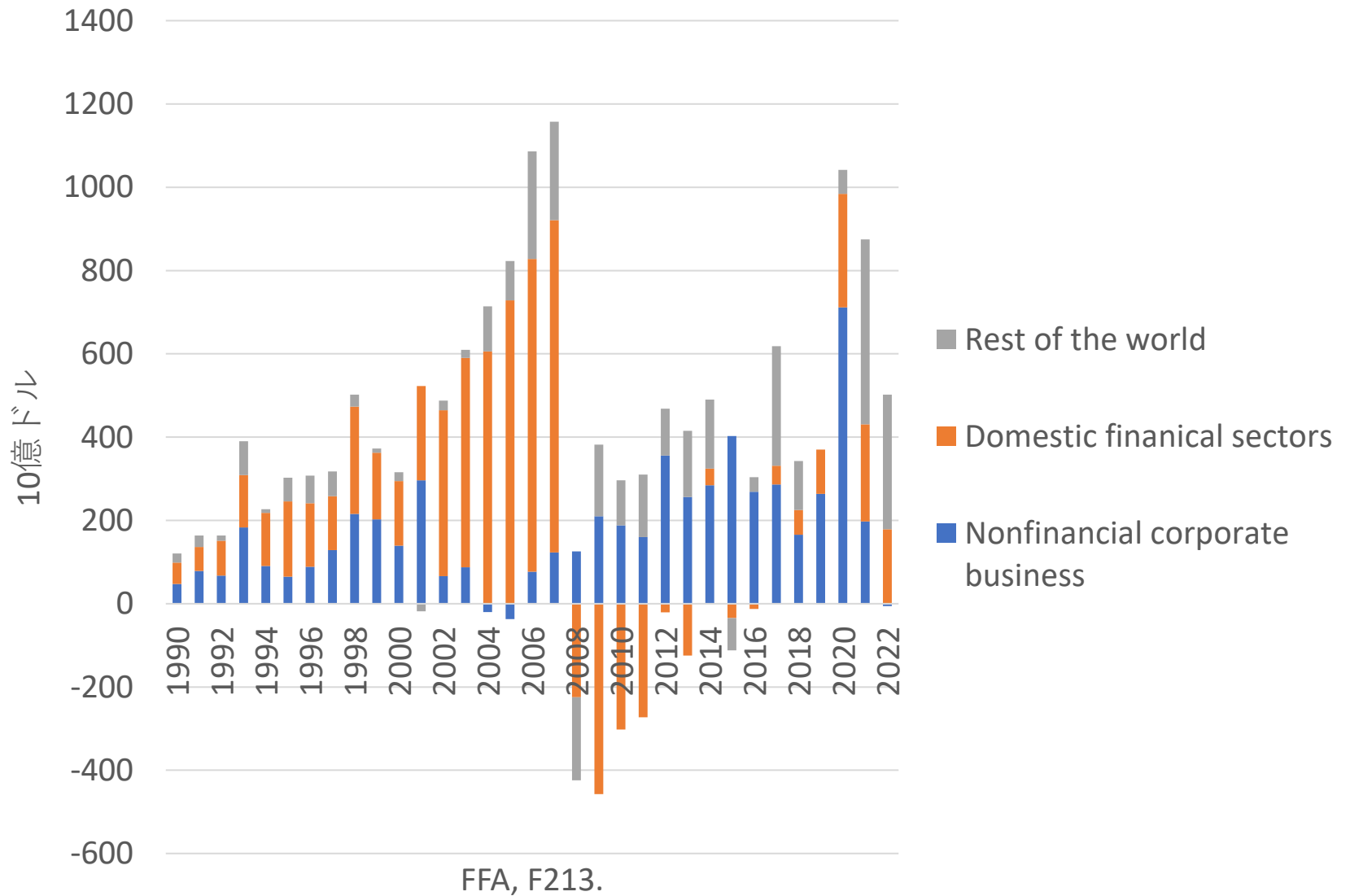
- 株式保有残高では、家計部門が**40%弱**を占めて最大の保有部門である。
- 投資信託も保有額を増加させて**20%強**を占める。
- 外国は投資信託に次ぐ規模。金融危機後に保有額を増加させ、**2022年**には**20%弱**を占める規模に拡大。





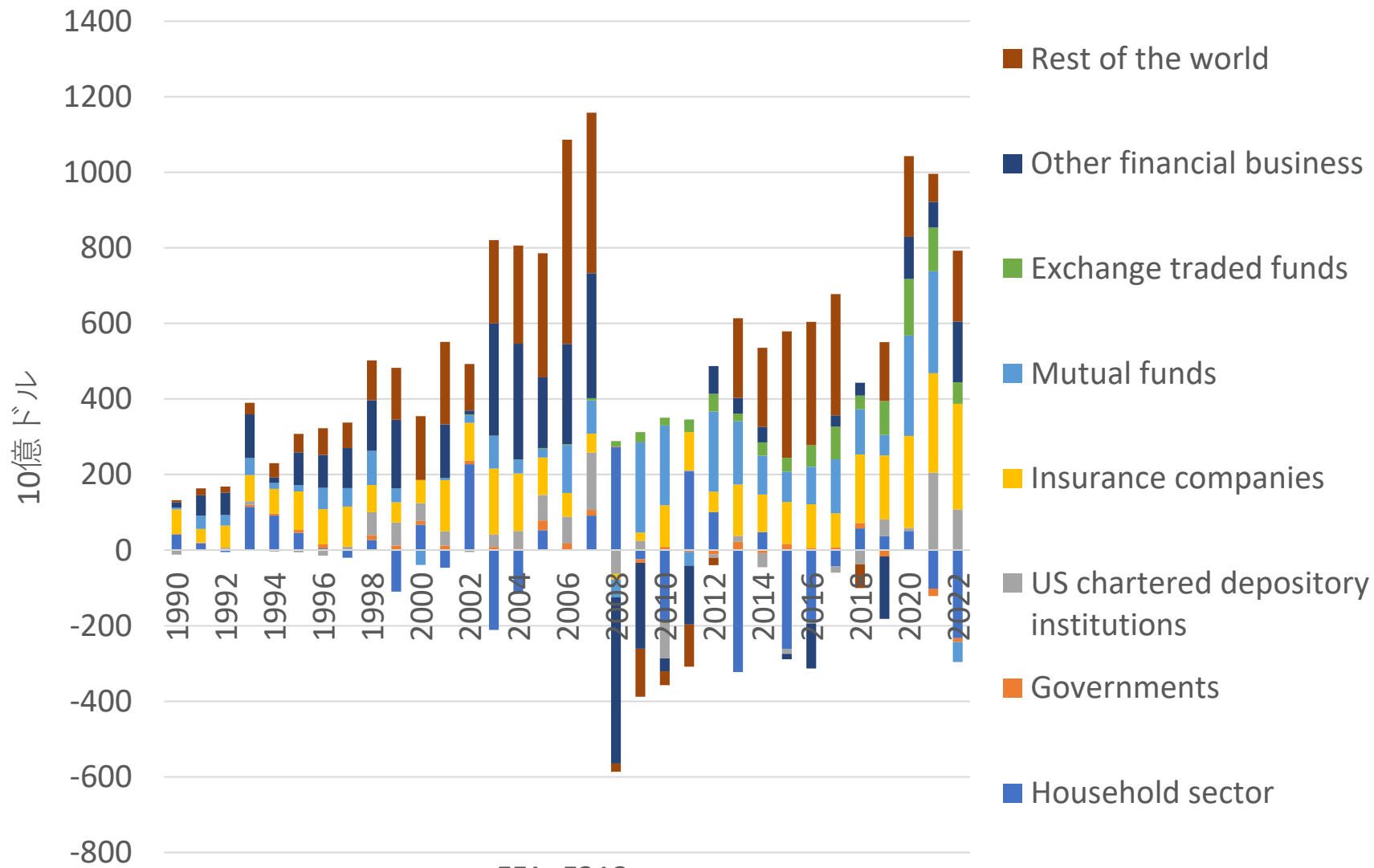
- 外国の株式保有残高（L223）に対米直接投資残高（L230）の株式部分を合計すると、外国によるアメリカ株式保有残高は30%近くになり、家計部門と並ぶ保有額になる。
- 金融危機以降、株式の資産・負債両面で外国の比重が増加している。

## F213 Corporate and foreign bonds (net issues)



- 金融危機前までは外国の債券発行は全体の**20%**前後を占める。金融危機後、国内金融の発行が激減する中で外国の割合が**40%**超に上昇する年も。

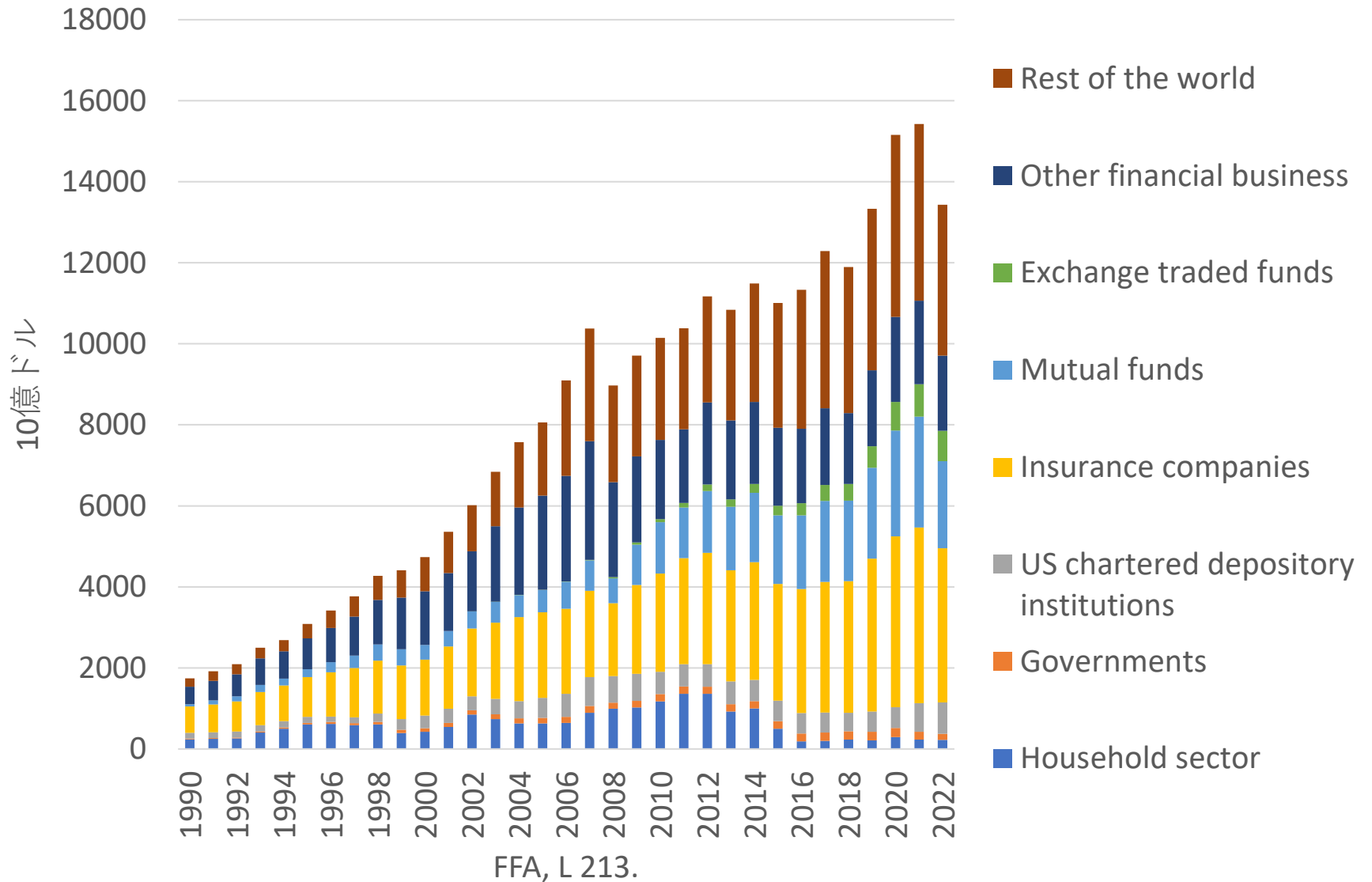
## F213 Corporate and foreign bonds (net purchases)



FFA, F213.

- 金融危機前の市場規模を回復していない。
- 1990年代は外国が20%弱程度であったが、2000年代以降30-40%に拡大している。

## L213 Corporate and foreign bonds (assets)



- 保険（生命保険）と投資信託で50%を保有している。
- 外国は徐々に保有残高を増やし、金融危機後は30%程度を保有している。





- 2023年春以降のSVB, Signature Bank, First Republic Bankの経営破綻とその外国への影響は？
- 2020年のコロナ対策給付金による預金流入と国債・Agency債の購入が増加。  
→ 2022年以降の金利上昇による債券の損失。



- 金融危機前の資金フロー額を超えたのは2020年以降であるが、その資金の大半がコロナ対策の家計給付にともなう預金増と財務省証券、GSE債投資の拡大であり、銀行の資金フローに占める外国の割合は低いと推測できる。

### 3 結論

---

- 金融危機以前は、外国が最大の資金余剰部門として特に国債市場で**40%**を超える資金を供給。
- 金融危機以降は、家計部門の資金余剰が増加するものの、国内金融の資金フローは継続的に縮小している。外国は資金フロー全体の**10-20%**程度を占めるが、とくに株式・債券市場で比率を上昇させている。
- アメリカにおける資金フローが金融危機以前のピークを超えるのは、**2020年**コロナ対策の家計給付と国債発行の急増による。
- 経常収支フローでみた時にアメリカの対外投資・対内投資がそれほど増加しているわけではないが、ストックで見ると増加しているという現象が指摘されている。米国株式市場全体が上昇している中で外国企業の株価も上昇していると考えられる。

- 参考文献

G. Adler and D. Garcia-Macia (2018) “The Stabilizing Role of Net Foreign Returns”, IMF Working Paper.

Board of governors of FRS (2021) (2022) Financial stability report.

P.O. Gourinchas and H. Rey (2013) “External Adjustment, Global Imbalances and Valuation Effects”, NBER Working Paper Series.

IMF (2021) External Sector Report, Divergent Recoveries and Global Imbalances.

代田純編 (2007) 『日本の国債・地方債と公的金融』 税務経理協会

小西宏美 (2009) 「アメリカ株式市場における自社株買い」 駒澤大学 『経済学論集』 40巻4号

奥田宏司 (2017) 『国際通貨体制の動向』 日本経済評論社

辻村和佑・辻村雅子 (2008) 『国際資金循環分析』 慶応大学出版会