

第2章 金融構造と証券市場

1. 金融市場と証券市場 金融市場は、資金の需要と供給とを付け合せ、効率的な価格形成を行うことで、資金余剰主体から資金不足主体へ資金を循環させる働きをもつ。広義の金融市場は、資金取引の期間が1年を超えるかどうかによって短期金融市場（貨幣市場）と長期金融市場（資本市場）とに分けられる。短期金融市場は満期1年以内の短期信用を扱う市場を指し、参加者は日々の流動性ポジションの調整を行う。これに対して、長期金融市場は新規の資本投下のための資金調達を対象となるため、資本市場と呼ばれる。もっとも、期間による区分は恣意的なもので、1年を超える金融商品でも早期の解約ができるもの、満期1年以内の商品でも継続して借り換えができるものなどがあるため、単純に期間によってその性質をはかることはできない。

金融市場の中で、資金の取引が証券の形態をとる場合を証券市場と称する。アメリカの証券・金融市場は高度に発達し、参加者も多様で取引される証券の種類・取引量ともにきわめて大規模である点に特徴がある。活動的な金融市場の存在は、連邦準備制度が公開市場操作等を通じて金融政策を行う前提でもある。

証券市場の参加者は、連邦・州政府、地方自治体、政府機関、企業、個人、機関投資家および金融機関と幅広い。加えて連邦準備制度が、金融政策当局として証券市場の需給両面に登場する。短期証券市場では、多くの参加者が需給両面に登場するが、純資金需要者は連邦政府、供給者は家計および金融機関である。長期市場では資金の需要者と供給者は比較的固定的で、純需要者は連邦政府、純供給者は保険・年金基金等である。

証券市場については、発行市場と流通市場という区分も用いられる。発行市場は、新規発行された証券の取引が行われ、流通市場は既発行証券の取引が対象である。流通市場の存在は、証券保有者が満期前に証券を譲渡することを可能にする。証券市場での資金のやり取りは、短資会社、債券ディーラー、投資銀行といった専門の金融業者によって仲介される。専門仲介業者の存在意義は、資金取引にかかわる取引費用を削減し円滑な取引を実現することにある。アメリカの金融機関は数が多く平均的に規模が小さいことが特徴であり、このため市場は一般に非常に競争的であるとされる。

短期金融市場

種別	代表的な満期	主要な借り手	流通市場
フェデラル・ファンズ 譲渡可能定期預金 (CD)	主に1営業日 1～6カ月およびそれ 以上	預金金融機関 預金金融機関	活発な銀行間市場 あまり活発でない
銀行引受手形 (BA)	90日	金融関係および一般事 業会社	限定的
ユーロダラー： 定期預金 (譲渡不能) CD (譲渡可能)	翌日もの、1週間 1～6カ月、それ以上 1～6カ月、それ以上	銀行	なし
短期財務省証券 (TB)	3～12カ月	銀行 連邦政府	やや活発 非常に活発
買戻し条件付き債券売却 (RP)	1日、2日～3カ月が 多い	銀行、証券会社、証券 保有者、事業会社、政府	なし。ただし、短期新 発債市場は活発
連邦政府機関： 割引債	30～360日	連邦政府機関 農業信用制度 連邦住宅貸付銀行 (F HLB)	活発
利付債	6～9カ月	連邦全国抵当貸付公庫 (FNMA)	活発
コマーシャル・ペーパー (CP)	1～270日	金融関係および一般事 業会社	やや活発
地方債	30日～1年	州政府および地方自治 体	大量の銘柄のみやや活 発な市場あり

〔出所〕 アンマリー・ミュレンダイク著、立脇和夫、小谷野俊夫訳『アメリカの金融政策と金融市場』東洋経済新報社、2000年

資本市場

種別	満期	主要な借り手	流通市場
政府証券 中期債 長期債	2～10年 30年 (現在)	連邦政府 連邦政府	非常に活発 非常に活発
連邦政府機関 中期債 (bond)	3カ月～10年	農業信用制度、連邦住 宅貸付銀行 (FHLB) と関連機関	新発債やや活発 既発債不活発
長期債 (Debenture)	2～30年	連邦全国抵当貸付公庫 (FNMA)、連邦住宅抵 当貸付公社 (FHLMC)	満期によりやや活発
マスター・ノート (譲渡可能)	10年以内	FNMA、学生貸付普 及公庫 (SLMA)	活発
ゼロ・クーボン債	長期	FNMA, SLMA	限定的
金利スワップ	2～10年	SLMA	活発
社債	2～30年	金融関係および一般事 業会社	活発
地方債	2～30年	州政府および地方自治 体	活発
デリバティブ 金融先物 (フューチャー)	契約期間は3カ月～2 年	ディーラー、銀行 (ユーザー)	非常に活発 (現物市場 と裁定)
オプション	契約満了日までにスト ライク価格で実行	ディーラー、銀行、ノ ンバンク	非常に活発
スワップ	元本期間中の金利を交 換	ディーラー、銀行、ノ ンバンク	非常に活発
ストリップス	年2回、元利金の支払 期日 (最長30年)	連邦政府 (ディーラー により間接的に実行)	活発

〔出所〕 同上

2. 企業の資金調達 企業は資金不足部門であるが、その割合はGDP比で数%に過ぎず、1990年代前半、2000年代前半の折々には逆に資金余剰に転じている。戦後一貫して内部資金の割合が高い資金調達構造がこれに対応している。企業の外部資金調達は、借入を主体としてきた日本と異なり、株式、社債、借入を組み合わせた多彩な構造をとっている。株式・出資金に負債等を加えた企業の資金調達残高は、2018年第3四半期で22兆ドルあまりである。

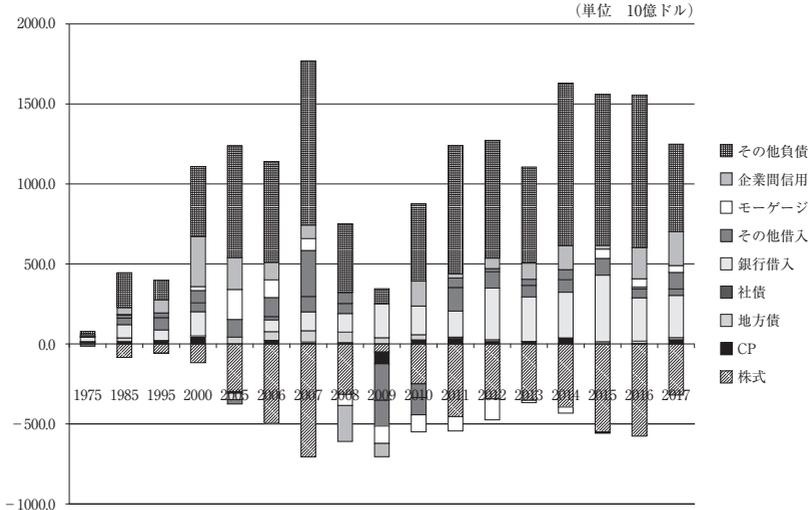
1980年代半ば以降、株式による資金調達がマイナスとなったことは特徴的であるが、これは企業買収ブームの影響を受けて敵対的買収に対する防衛策として自社株買いが行われたことによる。企業買収ブームの一段落した1990年代初めには大量償却の反動で株式が発行されたが、1990年代後半からの好況時にも、ストック・オプションの増加にともなって金庫株などの目的で自社株買いが行われた。2000年代では、ITバブル崩壊や2008年の金融危機の直後を除いて、株式による純調達は毎年大幅なマイナスとなっている。

CPは最近20年間で最も発達した分野の一つである。高格付企業は、銀行融資より低コストでCP市場からの短期借入れが可能であり、一方投資家にとっては政府債券を上回る利回りが得られる。CPが資金調達全体に占める割合は必ずしも大きくはないが、企業の資金調達の選択肢として定着している。

CPが短期借入れニーズに対応するのに対して、社債は長期の資金調達のために利用される。発行企業の種類により、公益事業、運輸、工業、金融、不動産などと区別される。発行額は景気動向などにより不規則であるが、資金調達に占める割合は大きい。1980年代には高利回りであるものの信用力が低く投資適格の基準を満たさないジャンクボンドへの投資が活発化し、社債投資が活況を呈した。その後も2000年代前半の数年を除き社債発行は高水準が続いており、2018年第3四半期の発行残高は5兆4000億ドルを超える。

一方、日本で企業の資金調達に大きな位置を占める銀行借入は、必ずしも重要な位置を占めておらず、いわゆる間接金融の比率は高くない。アメリカでは証券形態での資金調達手段が豊富であり、信用力の高い企業ほど低コストで市場から直接調達ができるためである。2009年には、金融危機の影響で社債での借入が増加し、銀行借入が大きく減少した。

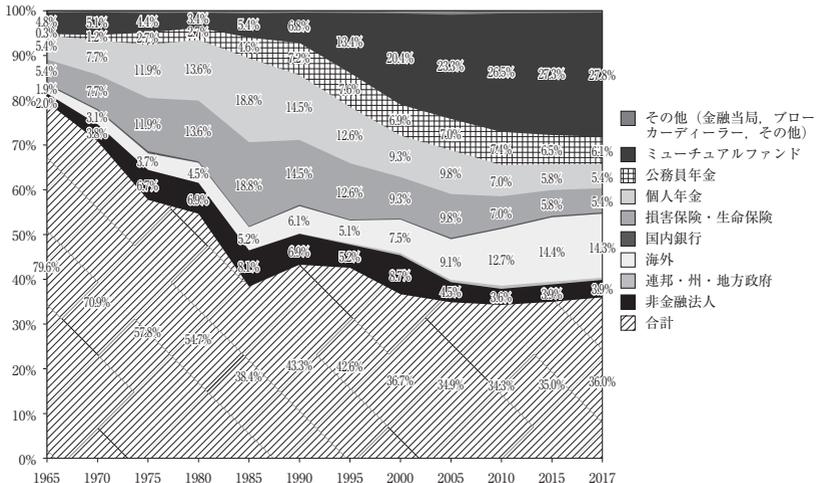
企業の資金調達（フロー）
（非金融法人）



(注) 地方債とあるのは、インダストリアル・レベニュー債で、州や地方政府が発行し企業誘致など民間投資にあてる債券。

(出所) FRB, Flow of Funds Account (Financial Accounts of the United States), each issue より作成

発行済株式の保有構造



(注) 個人には非営利組織を含む。ミューチュアルファンドにはETFとクローズドエンドファンドを含む。

(出所) FRB, Flow of Funds Account (Financial Accounts of the United States), each issue より作成

3. 政府証券市場 政府部門は、アメリカにおける最大の証券発行主体である。とりわけ連邦政府は、徴税権を背景に信用リスクのない証券を発行することで、証券市場において大きな位置を占めている。90年代末の一時期を除いて一貫して財政赤字となっており、とりわけ2008年の金融危機以降の赤字幅は大きく拡大している。

連邦政府の資金調達を行う財務省は、譲渡性のある市場性証券と、貯蓄国債のように譲渡性のない証券の両方を発行するが、民間部門の保有する財務省証券の8割以上は市場性証券である。財務省は、満期1年未満の割引債の形をとる短期証券（Treasury Bill）、満期1～10年の中期債（Treasury Note）、満期が10年超の長期債（Treasury Bond）、個人など特定の投資家のみが購入できる非市場性の貯蓄国債（Savings Bond）を発行しており、流動性の高い市場を形成している。財務省証券の定期的な発行は、証券市場の流動性にとって重要な役割を果たす。

2017年には財務省証券合計で4470億ドルが新規発行され、残高は16兆4000億ドルに上る。発行残高は、2007年から金融危機をはさんでおよそ3倍に増加した。政府証券の保有状況については、2017年末で38.3%が海外投資家によって保有されているほか、金融緩和政策の結果、金融当局の保有も14.9%と大きく、続いて年金が14.2%、個人が9.0%、州・地方政府が4.3%を保有している。機関投資家である保険会社、ミューチュアルファンド、商業銀行、MMFなどは、2～7%前後と保有比率は多くない。

政府債券の流通市場は、連邦準備制度による公開市場操作の対象としても重要な役割を果たしている。また、政府債券は、レポ取引等によって証券の短期金融の役割も果たす。

政府機関債は、住宅・農業・貿易などの分野で特定の業務をになう政府機関が発行する債券である。財務省証券に比べて規模は小さいが、証券化の原型となった住宅用モーゲージ証券との関連で重要である。また、州・地方自治体が発行する地方債は、州、郡、市・町、学区域、下水道区域などの特別機関が発行する証券を含み、種類が多い。地方債は免税措置がとられているため人気のある投資商品であり、格付会社によって信用リスク情報が提供されている。

財務省証券の保有主体別割合

(単位 10億ドル, %)

	1985		1995		2005		2010		2015		2017	
個人	281.2	16.0	842.6	15.2	379.1	2.5	1048.6	10.0	1141.1	7.5	1477.6	9.0
非金融企業	41.1	2.3	57.1	1.0	52.1	0.3	48.0	0.5	37.4	0.2	42.1	0.3
州・地方政府	258.7	14.7	292.1	5.3	538.5	3.6	635.6	6.1	680.2	4.5	687.4	4.2
海外	226.4	12.9	816.9	14.7	1984.4	13.1	4458.8	42.4	6146.2	40.6	6284.9	38.3
金融当局	177.8	10.1	378.2	6.8	744.2	4.9	1021.5	9.7	2461.6	16.3	2454.2	14.9
商業銀行	228.1	13.0	306.6	5.5	112.4	0.7	298.6	2.8	534.2	3.5	616.8	3.8
損害保険・生命保険	84.0	4.8	247.2	4.4	209.2	1.4	258.0	2.5	310.1	2.0	377.9	2.3
個人年金	128.6	7.3	120.2	2.2	111.4	0.7	202.2	1.9	286.7	1.9	323.7	2.0
公務員年金	257.5	14.6	728.1	13.1	1113.5	7.4	1430.8	13.6	1889.3	12.5	2007.4	12.2
MMF	24.6	1.4	71.3	1.3	90.4	0.6	342.1	3.3	485.9	3.2	702.9	4.3
ミューチュアルファンド	40.3	2.3	145.8	2.6	189.0	1.2	475.5	4.5	912.7	6.0	1132.4	6.9
ブローカー・ディーラー	-4.0	-0.2	18.3	0.3	-64.6	-0.4	94.5	0.9	65.3	0.4	119.6	0.7
その他	14.5	0.8	1536.6	27.6	9681.4	63.9	190.2	1.8	190.2	1.3	204.0	1.2
合計	1758.7	100.0	5560.9	100.0	15141.1	100.0	10504.4	100.0	15141.1	100.0	16430.9	100.0

(注) 商業銀行は外国銀行の米国支店・信用組合を含む。ミューチュアルファンドはETFを含む。その他はGSE, ABS 発行者, 持株会社を含む。

〔出所〕 FRB, Flow of Funds Account (Financial Accounts of the United States), each issue より作成

公共部門の資金到達 (フロー)

(単位 10億ドル)

	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2017
政府負債合計	484.5	406.4	262.2	-88.2	919.5	2123.9	982.5	935.5
連邦政府	299.0	293.8	227.0	-215.6	453.9	1696.8	759.3	647.3
州・地方政府	185.5	112.5	35.2	127.4	465.6	427.1	223.2	288.2
有価証券								
財務省証券	265.7	272.1	163.8	-274.0	347.3	1645.3	724.4	447.0
市場性証券	193.2	174.7	173.7	-276.3	223.1	1590.0	688.1	554.4
非市場性証券	72.5	97.4	-10.0	2.3	124.2	55.3	36.3	-107.3
地方債	155.4	46.2	-60.9	16.5	166.7	79.3	9.0	-3.1
政府借入	27.5	8.0	21.8	31.0	66.2	48.3	57.1	220.1
その他・年金保険準備金	35.9	80.1	137.5	138.4	339.2	351.0	192.0	271.4

〔出所〕 FRB, Flow of Funds Account (Financial Accounts of the United States), each issue より作成

4. 個人金融資産 個人部門は、アメリカの証券市場において資金供給セクターの1つであるが、日本の個人部門が安定的な貯蓄主体として資金供給を行ってきたのに対して、大きな資金供給部門とはなっておらず、1990年代後半からは個人部門が資金需要サイドにまわることもしばしばであったが、2008年の金融危機後は、一転して資金供給に大きな割合を占めるようになった。

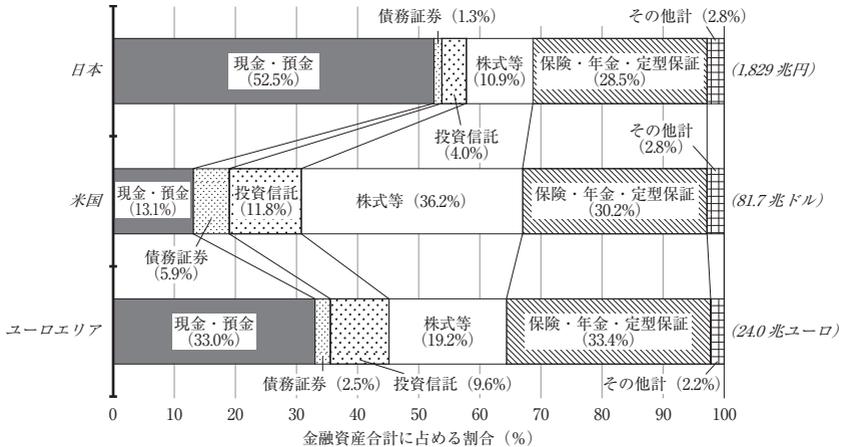
フローで見た傾向としては、まず株式発行の純減が続いていることを反映して、個人の株式取得もネットで減少が続いている点が指摘できる。これに対して年金は一貫して増加しており、ミューチュアルファンドへの投資と合わせて機関投資家を通じた株式保有が増加していると推測される。政府証券の購入は1990年代前半まで増加したのち、金融危機直後を除いて減少が続いており、2010年代に入ると、地方債・政府機関債を合わせても減少が目立ち、同時に社債も売却が続いている。

ストックで見た個人金融資産については、1990年代に入るまで20%超を続けてきた預金の割合が低下し、2000年代には金融危機後を除き13~15%程度に減少した。これに対して、債券・株式などの有価証券の保有は、ミューチュアルファンドなどを通じたものをあわせると個人資産の約半分を占め、個人が広く金融リスクを負担する構造が定着している。年金・保険は1990年代後半以降順調に拡大して個人金融資産の3割を占め、日本と同程度である。一方、株式・出資金はITバブルの崩壊を受けて2000年代初頭に減少したものの、個人金融資産に占める割合は3割と日本にくらべてかなり大きい。もっとも直近では2008年の金融危機で大きく減少したが、その後回復して2017年の株式保有残高は2008年の2.5倍を超えた。また、パートナーシップ形態をとる非法人企業に対する持分が大きいのもアメリカの個人資産の特徴である。

個人にとっては免税措置のある連邦・地方政府証券も一般的である。とりわけ高い限界税率に直面する富裕層の個人にとって、免税措置は実質的な利回りの点で有利となるため人気が高いとされる。

近年の特徴として、個人部門の負債の拡大を挙げることができる。負債残高は、住宅担保の借入れや消費者金融の拡大によって、2000年の7兆4000億円から2008年には14兆2000億ドルに2倍近く拡大し、金融危機後に減少に転じたが、その後は上回るまで拡大している。

家計の金融資産構成の国際比較 (2018年3月末)



(注) 「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債券証券」、「投資信託」、「株式等」、「保険・年金・定型保証」を控除した残差。

〔出所〕 日本銀行調査統計局『資金循環の日米欧比較』2018年8月

個人金融資産残高の推移

(単位 10億ドル, %)

	1995		2000		2005		2010		2015		2017	
総金融資産	23193.8	100.0	34801.4	100.0	47089.9	100.0	55402.5	100.0	74092.5	100.0	85193.8	100.0
預金	3528.4	15.2	4817.7	13.8	6579.6	14.0	8668.6	15.6	11243.5	15.2	12163.9	14.3
外貨預金	23.4	0.1	48.3	0.1	63.8	0.1	67.3	0.1	31.9	0.0	39.1	0.0
現金・当座預金	603.6	2.6	405.1	1.2	372.2	0.8	480.1	0.9	1209.6	1.6	1219.0	1.4
定期性預金	2344.4	10.1	3068.4	8.8	4881.7	10.4	6463.7	11.7	8450.4	11.4	9297.8	10.9
MMF	557.0	2.4	1295.9	3.7	1261.8	2.7	1657.5	3.0	1551.6	2.1	1608.0	1.9
負債証券	2174.2	9.4	2269.5	6.5	3283.8	7.0	4969.0	9.0	4550.3	6.1	4404.7	5.2
財務省証券	842.6	3.6	580.2	1.7	379.1	0.8	1048.6	1.9	1141.1	1.5	1477.6	1.7
政府機関債	229.5	1.0	613.1	1.8	432.9	0.9	221.4	0.4	447.4	0.6	432.4	0.5
地方債	490.6	2.1	482.9	1.4	1627.5	3.5	2075.1	3.7	1677.9	2.3	1635.5	1.9
社債	611.5	2.6	593.3	1.7	844.2	1.8	1623.9	2.9	1283.9	1.7	859.2	1.0
モーゲージ	109.2	0.5	95.8	0.3	127.0	0.3	132.0	0.2	114.8	0.2	112.5	0.1
その他貸付	145.5	0.6	462.6	1.3	632.1	1.3	751.4	1.4	840.8	1.1	784.1	0.9
株式	4006.1	17.3	7212.6	20.7	8125.0	17.3	8688.2	15.7	13365.4	18.0	17740.6	20.8
ミューチュアル ファンド	1209.8	5.2	2464.6	7.1	3296.6	7.0	4498.7	8.1	6731.4	9.1	8533.1	10.0
生命保険	565.5	2.4	838.8	2.4	1136.4	2.4	1272.8	2.3	1510.9	2.0	1626.6	1.9
年金	7513.8	32.4	11057.5	31.8	14562.4	30.9	18351.5	33.1	23504.7	31.7	25819.7	30.3
その他	3941.3	17.0	5582.2	16.0	9347.1	19.8	8070.3	14.6	12230.6	16.5	14008.6	16.4
総負債	5045.0	21.8	7407.1	21.3	12260.0	26.0	14036.4	25.3	14545.9	19.6	15565.2	18.3
うち住宅ローン	3319.9	14.3	4816.8	13.8	8941.5	19.0	9993.5	18.0	9583.1	12.9	10070.4	11.8

〔出所〕 FRB, Flow of Funds Account (Financial Accounts of the United States), each issue より作成

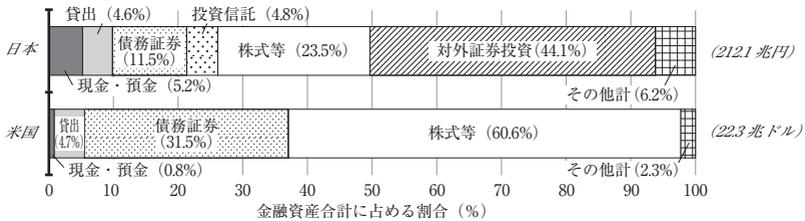
5. 主要機関投資家の資産運用 機関投資家には定まった定義はなく、投資家から幅広く資金を集め証券投資を業務とする組織として大まかに理解されている。証券投資信託、生命保険会社、損害保険会社、年金基金、投資信託などが代表的な機関投資家とされ、銀行業務を行う機関を含めるかどうかは場合によって異なる。機関投資家は、大量の資金を集中することで分散投資を可能にすることが最大の特長である。一方、市場規模に比べて相対的に大口の売買を行うために、特殊な取扱いを必要とする取引も含まれ、証券市場の価格形成に様々な影響を及ぼす存在でもある。

主要機関投資家とされるミューチュアルファンド、年金基金、生命保険、その他保険の総資産額は50兆ドルを超えて極めて大規模である。商業銀行は総計19兆ドルの資産規模であるが、有価証券での運用は2割強に過ぎない。これに対して、ミューチュアルファンドやMMF、生命保険や年金基金では、総資産の7～9割前後が有価証券で運用されている。投資家別に有価証券の保有傾向を見ると、商業銀行・貯蓄機関では政府機関債の保有が大きく、財務省証券、地方債、社債と続くのに対して、保険では社債・外国債が、個人年金基金・公務員年金基金では株式や投資信託が最大の保有証券となっている。一方、短期運用が前提のMMFでは政府証券やオープン・マーケット・ペーパーなど短期の証券が主力である。政府証券は信用リスクがなく流動性の高い証券であるため、すべての機関投資家が満遍なく保有している。

一方、証券別に投資家構造を見ると、政府証券は外国投資家の保有が4割と大きな割合を占めるほか、金融緩和の影響で金融当局が大きな保有割合を占め、機関投資家の保有は必ずしも多くない。地方債は免税措置が目的の個人が最大の保有者であるが、機関投資家の保有も大きい。社債は保険とミューチュアルファンドが、モーゲージは政府系資金を除けば商業銀行と貯蓄機関が多く保有する証券である。株式は家計による保有が最大であるが、続いてミューチュアルファンドや年金基金による保有割合が高い。

アメリカでは機関投資家の受託者責任が強調され、運用にあたっては最良執行義務が課せられる。このため、取引コストを少しでも削減するための多様な執行サービスや電子取引システム、資産管理のあり方が工夫されている。

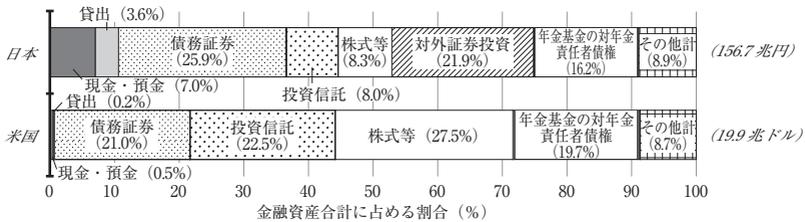
投資信託の資産構成 (2018年3月末)



(注) 「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「貸出」、「債券証券」、「投資信託」、「株式等」、「対外証券投資」(日本のみ)を控除した残差。

〔出所〕 日本銀行調査統計局『資金循環の日米欧比較』2018年8月

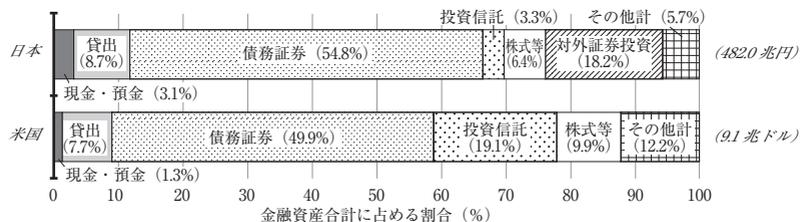
年金基金の資産構成 (2018年3月末)



(注) 同上

〔出所〕 同上

保険の資産構成 (2018年3月末)



(注) 同上

〔出所〕 同上