大和総研
Daiwa Institute of Research

2021 年 11 月 30 日　全 8 頁

コロナ禍でマネーフローの動向はどのように変化したか？

国内に資金が集積・滞留する動きを確認

金融調査部 研究員 遠山卓人

［要約］

- コロナ禍におけるマネーフローの動向を国際収支統計の金融収支から見ると、依然として金融収支の黒字（対外資産の純増）は続いているものの、コロナ禍前と比べ黒字額は減少している。内訳を見ると、直接投資については取得超幅が 2020 年第 2 四半期に 12 年ぶりに 1 兆円を割るなど、投資を抑制する動きが確認できた。また、証券投資についても 2020 年第 2 四半期以降 6 四半期連続で処分超を記録している。全体的なマネーフローの動向としては、コロナ禍において国内に資金が集積・滞留する動きがあったことがうかがえる。

- 直接投資（ネット）では、対外直接投資の取得超幅（移動平均値）が縮小している。背景には、コロナ禍の影響で国内外の移動が制限されたことや海外経済の不透明感が増したことで、日本企業の事業拡大意欲が抑えられたことがあると推測される。

- 証券投資（ネット）では、コロナ禍以前とは一転して対外証券投資における株式・投資ファンド持分の処分超が続くようになり、対内証券投資が 2020 年第 2 四半期以降 6 四半期連続で流入超となるなど、コロナ禍における資金の国内への集積・滞留の傾向が明確である。日米金利差の縮小、新型コロナウイルス変異株（デルタ株）の感染拡大による景気回復の後ずれ懸念を受けてのリスク回避等が背景にあると考えられる。

- 本稿では、コロナ禍において①日米の金利差の動向が証券投資に影響を与えたこと、②新型コロナウイルスの感染動向が金融収支および各投資の動向に影響を与えたことを説明した。この 2 点を基に金融収支動向の先行きを考察すると、①金利差拡大に伴う対内証券投資の流入超幅の縮小、②新型コロナウイルスの新たな変異株（オミクロン株）の感染拡大による対内・対外投資の不活発化の可能性が考えられる。

金融収支：国内への資金の集積・滞留を確認

11 月に財務省、日本銀行から国際収支関連統計（2021 年 7-9 月期）が公表された。コロナ禍におけるマネーフローの動向を国際収支統計の金融収支から見ると、依然として金融収支の黒

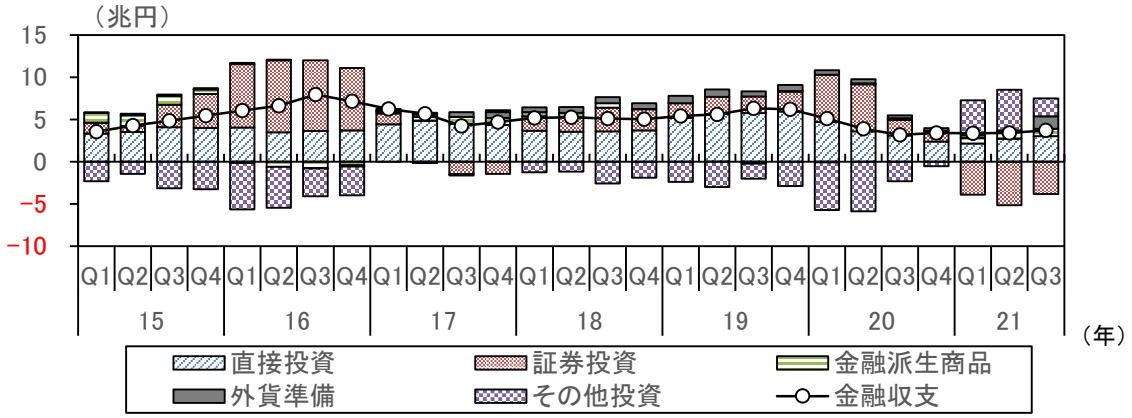
大和証券グループ　株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

字（対外資産の純増）は続いているものの、コロナ禍以前と比べ黒字額は減少している（図表１）。内訳を見ると、直接投資については取得超幅が 2020 年第 2 四半期に 12 年ぶりに 1 兆円を割るなど、投資を抑制する動きが確認できた（図表２）。また、証券投資についても 2020 年第 2 四半期以降 6 四半期連続で処分超を記録している。全体的なマネーフローの動向としては、コロナ禍において国内に資金が集積・滞留する動きがあったことがうかがえる。

金融収支の構成要素別にマネーフローの動向を見ると、直接投資は 2020 年第 2 四半期に取得超幅を大幅に縮小（前四半期比▲4.0 兆円）させたが、その期を底にコロナ禍前の水準に戻りつつある。また、証券投資は 2020 年第 1 四半期に大幅な取得超（＋18.3 兆円）となったものの、翌第 2 四半期には▲0.2 兆円の処分超に転じ、同年第 4 四半期には▲8.3 兆円にまで処分超幅が拡大、以後も処分超が 2021 年 7-9 月期（今四半期）まで継続する流れにある。

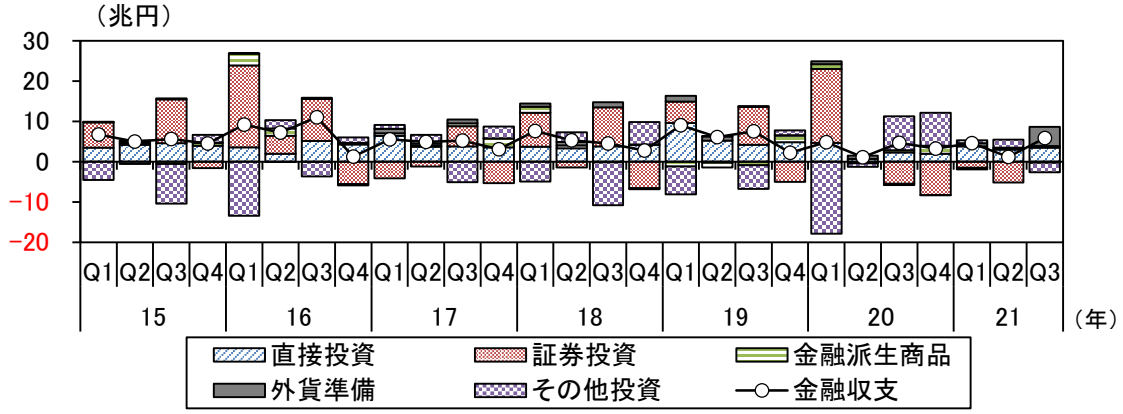
なお、今四半期の金融収支は＋5.9 兆円の黒字と 2020 年第 1 四半期以降で最も黒字額が大きくなった。証券投資の処分超幅が前四半期から縮小したこと等が寄与した。また、今四半期は外貨準備が大幅に増加し、その他投資がマイナスに転じたが、これらは国際通貨基金の特別引出権（SDR）配分が 2021 年 8 月に発効されたことが影響している。

図表１　金融収支の推移（移動平均）



（注）移動平均は直近 4 四半期の平均値。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表２　金融収支の推移（原数値）

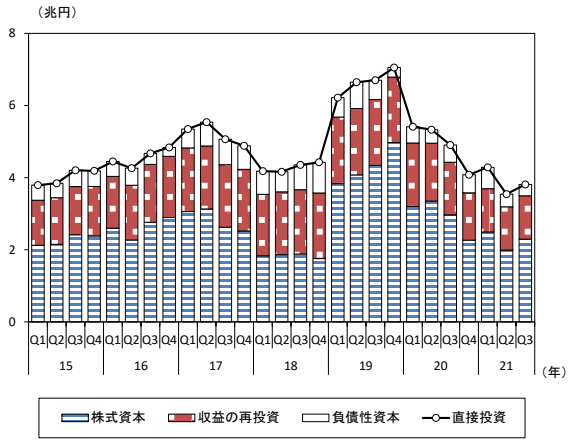


（注）原系列。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

対外・対内直接投資：対外直接投資が減少傾向

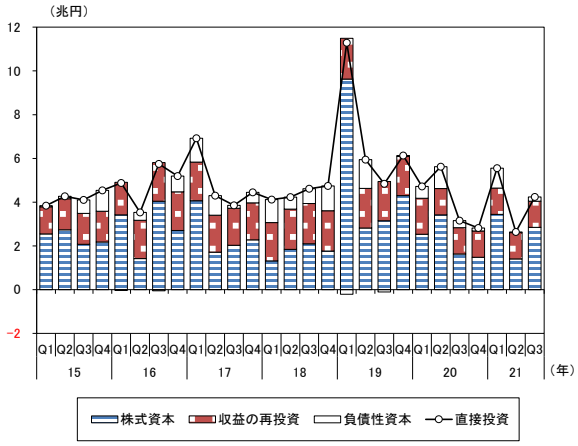
直接投資（ネット）では、対外直接投資の取得超幅（移動平均値）が縮小している（図表３）。対外直接投資の構成項目別にマネーフローの動向を見ると、コロナ禍において株主資本の変動が大きくなっていることが読み取れる（図表４）。そのため、対外直接投資の取得超幅（移動平均値）が縮小している背景には、コロナ禍の影響で国内外の移動が制限されたことや海外経済の不透明感が増したことで、日本企業の事業拡大に対する意欲が一時的に低下したことがあったと推察される。

図表３　対外直接投資の推移（移動平均）



（注）移動平均は直近４四半期の平均値。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表４　対外直接投資の推移

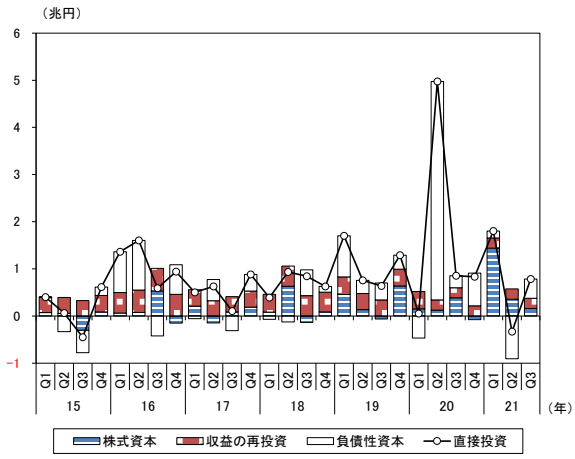


（注）原系列。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

コロナ禍における対内直接投資の動向については、2020 年第 2 四半期に大幅な流入超を記録しており、年単位で比較した場合 2020 年の流入超幅はそれ以前の年と比べ拡大したといえる（図表５）。しかし、各内訳の動向を見てもコロナ禍において特定の傾向があったことは確認できない。なお、今四半期の対内直接投資は＋0.8 兆円の流入超となった。前四半期に処分超を記

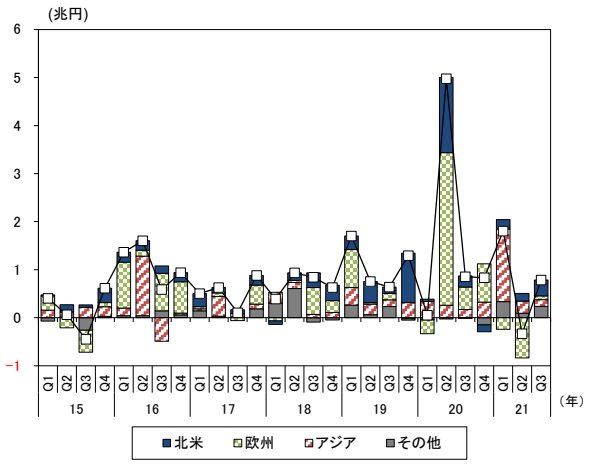
録した負債性資本（直接投資関係にある当事者間の資金貸借や債券の取得処分等）と欧州からの対内直接投資が流入超に転じた（図表６）。

図表５　対内直接投資の推移



（注）原系列。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表６　対内直接投資の推移（地域別）



（注）原系列。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

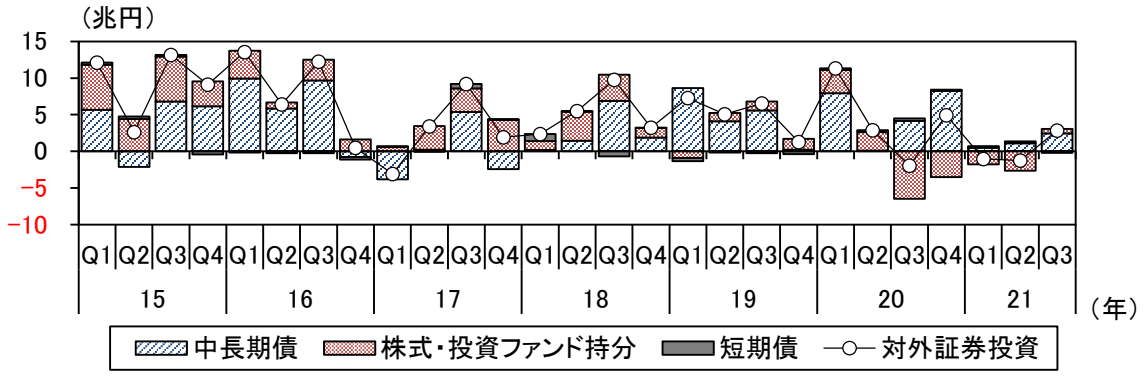
対外・対内証券投資：2020 年以降海外から国内へ資金が流入

証券投資（ネット）では、コロナ禍以前とは一転して対外証券投資における株式・投資ファンド持分の処分超が続くようになり、対内証券投資が 2020 年第 2 四半期以降 6 四半期連続で流入超となるなど、コロナ禍における資金の国内への集積・滞留の傾向が明確である。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）によるリバランス、2020 年 3 月以降の日米の短期金利差縮小、新型コロナウイルス変異株（デルタ株）の感染拡大による景気回復の後ずれ懸念を受けてのリスク回避等が背景にあると考えられる。

対外証券投資の構成項目別にマネーフローの動向を見ると、株式・投資ファンド持分は 2020 年第 3 四半期に▲6.5 兆円の大幅な処分超を記録し、その後も処分超が 3 四半期続いた（図表７）。部門別の動向を見ると信託銀行の処分超が目立つが、世界的な株高を受けて行われた GPIF によるリバランスが影響した可能性が考えられる（図表８）。

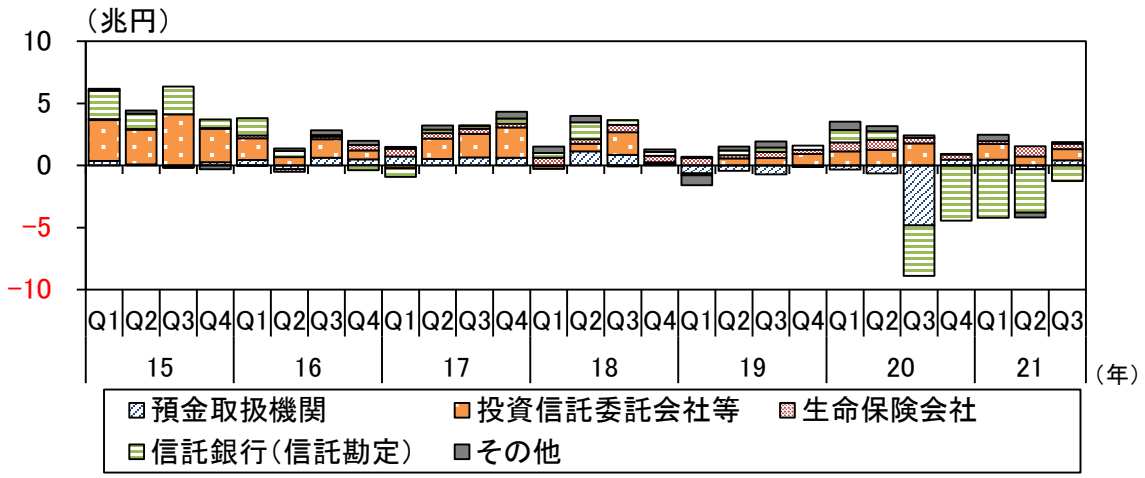
中長期債については、直近 2 四半期は取得超幅が拡大している。地域別内訳を見ると、北米向けが 2021 年第 1 四半期は＋2.1 兆円の取得超であったのが、同年第 2 四半期、第 3 四半期は＋3 兆円前後まで拡大している（図表９）。このことより、直近 2 四半期の動向の背景としては、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げ観測が 2021 年 6 月下旬頃から 9 月にかけて後退したことを受けて、市場が安定化するとの期待が強まったことがあると考えられる。もっとも、コロナ禍以前と比べると 2021 年における中長期債の取得超幅の水準は一服しており、資金が国内に滞留しているといえる。さらに、部門別の内訳ではその他部門の中長期債の取得超幅が 2020 年第 3 四半期、第 4 四半期に大きく拡大したが、これは GPIF のリバランスが関係していると考えられる（図表 10）。

図表７　対外証券投資の推移



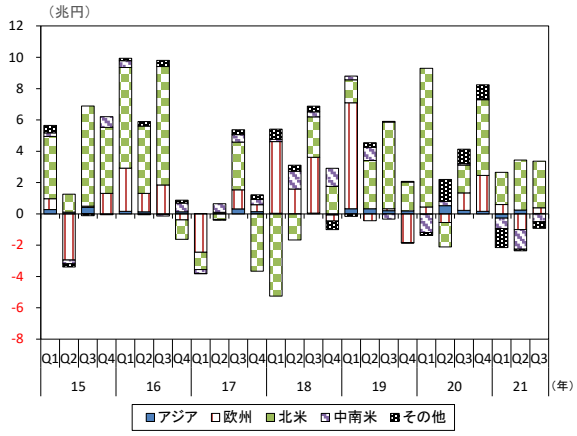
（注）原系列。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表８　部門別 対外証券投資（株式・投資ファンド持分）



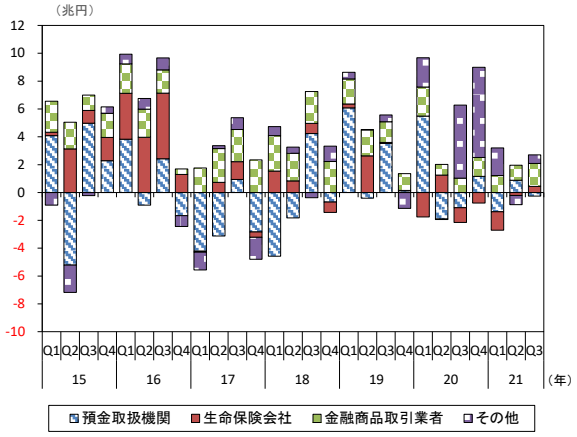
（注）原系列。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表９　地域別 対外証券投資（中長期債）



（注）原系列。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 10　部門別 対外証券投資（中長期債）

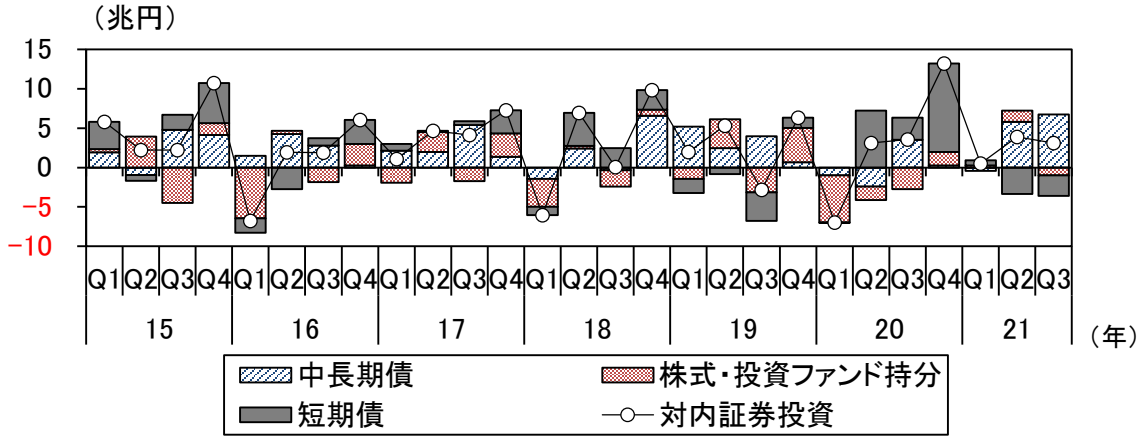


（注）原系列。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

対内証券投資の構成項目別にマネーフロー動向を見ると、短期債は 2020 年第 4 四半期に統計開始以来最大となる＋11.2 兆円の流入超を記録するなど、2020 年における流入超幅の拡大が目立った（図表 11）。2020 年 3 月以降実施された FRB の利下げにより日米の短期金利差が縮小したが、これに注目した短期筋等のマネーの流入が影響したと思われる。2021 年第 1 四半期以降は、短期債の流入超幅は縮小し、今四半期は▲2.6 兆円の処分超となった。地域別の内訳で 2021 年第 1 四半期以降北米からの投資の処分超幅が拡大していることを踏まえると（図表 12）、背景には対ドルで円安が進行する中で短期債の投資妙味が薄れたこと、米経済の回復を受けて投資家のリスクオンの姿勢が強まったこと等があると考えられる。

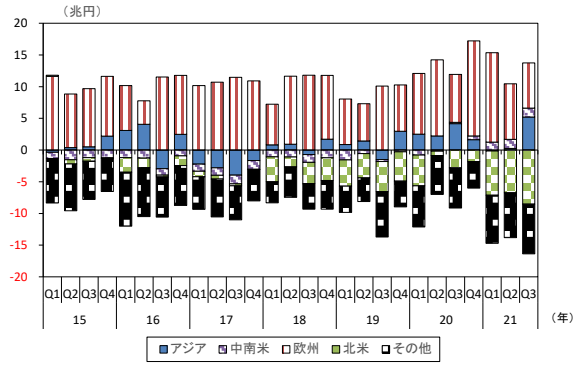
また、中長期債は直近 2 四半期において高水準で推移しており、今四半期は統計開始の 1996 年以来最大となる＋6.7 兆円の流入超となった。背景としては、2021 年 4 月～8 月頃にかけて米長期金利が低下傾向にあり、日米の長期金利差が縮小したことで日本国債の相対的な投資妙味が意識されたこと（図表 13）、新型コロナウイルス変異株（デルタ株）の感染拡大による世界経済の景気回復の後ずれ懸念からリスク回避の動きがあったこと等があると考えられる。

図表 11　対内証券投資の推移



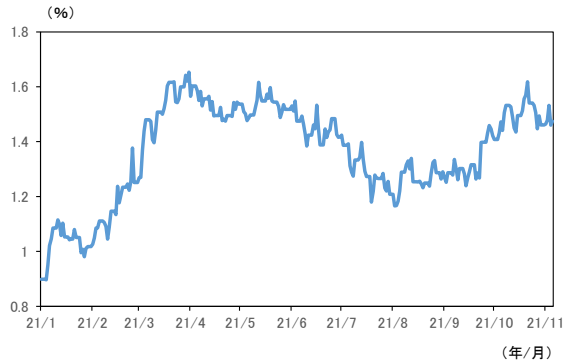
（注）原系列。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 12　地域別 対内証券投資（短期債）



（注）原系列。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

図表 13　日米 10 年債利回り差の推移



（出所）Bloomberg より大和総研作成

先行き：日米金利差、新型コロナウイルスの新変異株（オミクロン株）の動向に注目

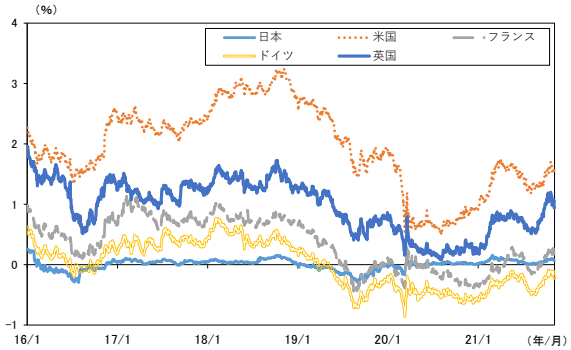
本稿では、コロナ禍において①日米の金利差の動向が証券投資に影響を与えたこと、②新型コロナウイルスの感染動向が金融収支および各投資の動向に影響を与えたことを説明した。この2点を基に金融収支動向の先行きを考察すると、①金利差拡大に伴う対内証券投資の流入超幅の縮小、②新型コロナウイルスの新たな変異株（オミクロン株）の感染拡大による対内・対外投資の不活発化の可能性が考えられる。

11月に公表された米国のCPIの結果を受けて、（11月中旬の時点では）FRBの利上げ観測が広がっており、将来的に日米金利差が拡大（円安ドル高が進行）することが予想されていた。仮に日米金利差が拡大していった場合、日本の債券の投資妙味が薄れることで、2021年7-9月時点で大幅な流入超を記録していた中長期債をはじめ、対内証券投資の流入超幅が縮小する可能性が考えられる。また、日米金利差の動向に加え、オミクロン株の動向も重要になると思われる。世界保健機関（WHO）はオミクロン株の感染力の強さや重症化リスク等については明らかになっていないとしており（本稿執筆時点）、今後オミクロン株に関するさらなる情報が待たれるが、日本政府をはじめ各国政府は全世界からの外国人の入国を原則停止するなど国境を跨ぐ人流の抑制に動き出しており、経済活動の停滞・景気回復の後ずれが予感される状況にある。また、オミクロン株の発見を受けて世界的に株安が進行する等、市場参加者もリスク回避の姿勢を強めている。仮にオミクロン株が世界経済の景気回復に深刻な影響を及ぼす場合、対外直接投資の減少など、投資活動の不活発化に繋がる可能性が考えられる。

日米金利差の動向とオミクロン株の感染状況は無関係な事柄ではなく、オミクロン株の感染拡大による経済停滞を受けてFRBが利上げに対する姿勢を変えるといった可能性も考えられる。そうした点も踏まえつつ、今後の日米金利差、オミクロン株の動向に注目したい。

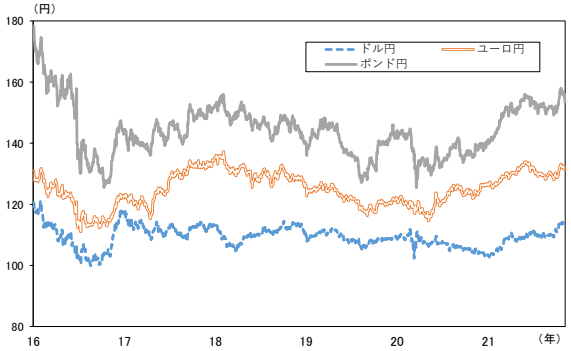
＜参考図表＞ 関連指標

長期金利（国債 10 年物）



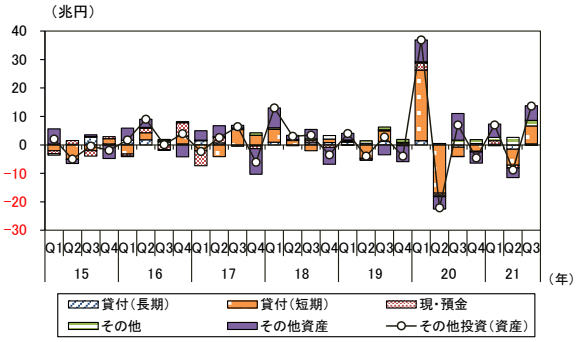
（注）直近データは 2021 年 11 月。
（出所）Bloomberg より大和総研作成

為替相場



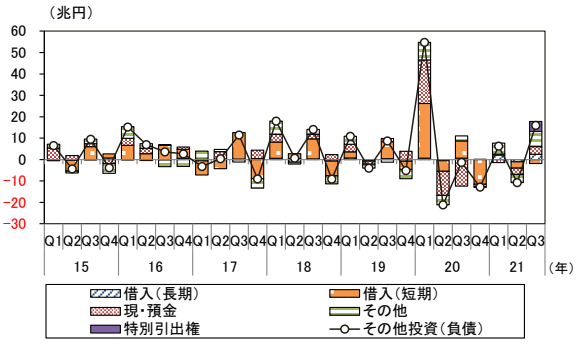
（注）直近データは 2021 年 11 月。
（出所）Bloomberg より大和総研作成

その他投資（資産、原数値）の推移



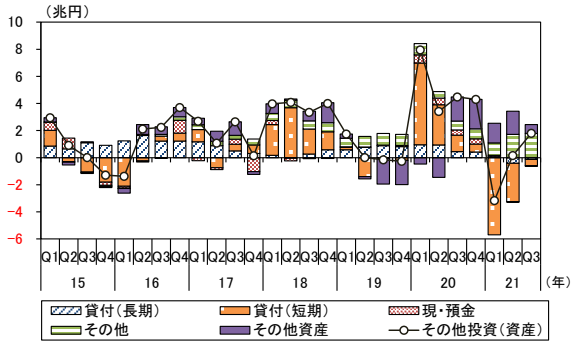
（注）原系列。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

その他投資（負債、原数値）の推移



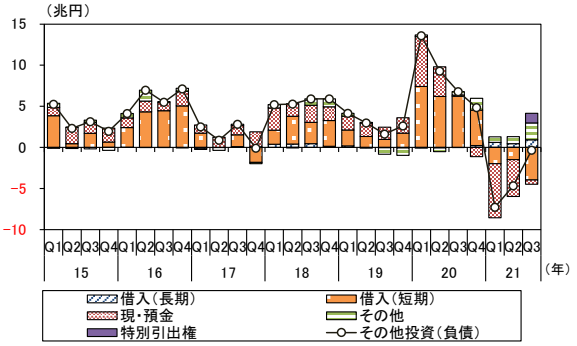
（注）原系列。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

その他投資（資産、移動平均）の推移



（注）移動平均は直近 4 四半期の平均値。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成

その他投資（負債、移動平均）の推移



（注）移動平均は直近 4 四半期の平均値。
（出所）財務省、日本銀行統計より大和総研作成