

最近の米国資金循環の動向

- テロ事件を転機に変化を見せる部門別状況 -

経済調査部門 土肥原 晋
doihara@nli-research.co.jp

はじめに

2001年の米国経済は、10年ぶりのリセッションに9.11テロ事件というショッキングな事件が重なり、景気のみならず資金循環面でも大きな痕跡を残す形となった。テロ事件後の海外資金流出入に異変が起きたことは知られているが、米国内の個人部門、政府部門等における資金流出入の変化もまた大きいものがある。テロ事件から約2年が経過したが、現在の動向は、事件を転機に生じた変化の延長線上にあると見られる。本稿ではテロ事件前後を中心に、最近の米国の資金循環の動向について検証を試みた。

全体の概要

米国景気の認定機関であるNBER(National Bureau of Economic Research)は、米国のリセッションを01年3月から11月と発表した。資金循環面では01/3Qから4Qにかけての変化が大きく、9月に起きたテロ事件が、リセッションの動きを増幅したのは確かと思われる。しかし、ここを転機にその後1年程度の調整期を経て2003年に入ると、資金循環では、多くの点で安定化の動きが窺える。10年ぶりに家計の株式投資が売却増から投資増に転じたのは、むしろ異常に属

するのかもしれないが、一時はマイナスに転じるのかと見られた家計部門の貯蓄率は4%弱での安定した動きを回復し、資金不足が続く中、02/4Qには一時的ではあるが資金余剰となった。

企業部門(非金融、以下同)では、設備投資が不振な中で、内部資金が年々増加を示し、今や相当額の設備投資を賄える水準に至っている。一方で、連邦政府はテロ事件後に資金不足に転じ、また、州・地方政府も同様な動きを見せているため、政府部門の不足額は拡大している。

海外部門は米国における資金不足の受け手となっている。同部門の純投資(米国への資本流入)は、テロ事件後に大きく経常赤字を下回っ

図表 - 1 2002年の資金循環表

(単位: 10億ドル)

〔家計部門〕		〔企業部門: 非金融〕	
総貯蓄	1,306	総貯蓄	800
貯蓄額 (= 所得 - 消費)	291	利益 (税、配当後)	89
資本減耗	801	資本減耗	818
その他	215	その他	71
総投資	1,294	総投資	779
資本支出	1,334	資本支出	803
純金融投資	40	純金融投資	24
金融資産増	687	金融資産増	165
負債増	727	負債増	189
不突合 (総貯蓄 - 総投資)	12	不突合 (総貯蓄 - 総投資)	21
〔政府部門〕		〔海外部門〕	
総貯蓄	12	総貯蓄	488
財政収支	252	海外部門受取	1,782
資本減耗	230	海外部門支払	1,294
その他	34	その他	0
総投資	9	総投資	475
資本支出	352	純金融投資	475
純金融投資	343	金融資産増	603
金融資産増	127	負債増	129
負債増	470	不突合 (総貯蓄 - 総投資)	13
不突合 (総貯蓄 - 総投資)	4		

(資料) FRB。以下も同様。FRB以外についてのみ出所を注記した。

たが、直近3四半期はこれを上回り、安定した推移を見せている。半面、米国のネットポジションの悪化が急速に進んでいるわけで、長期的には不安定要因を増幅していることには留意が必要である。

<参考>米国の資金循環表では、上表に見られるように貯蓄投資バランスと純金融投資(=金融資産増-負債増、資金過不足に相当)の流れを明示している。2002年の資金循環表は、家計部門の資金不足、海外部門の資金余剰を示し、日本との相違は大きい。本来合致するはずの貯蓄投資バランスは統計数値の期間対応の認識の違い等によって不突合が生じ、期間別の収支尻は一致しない。発表形式は、部門別や各市場の時系列分析をより重視した形となっている。

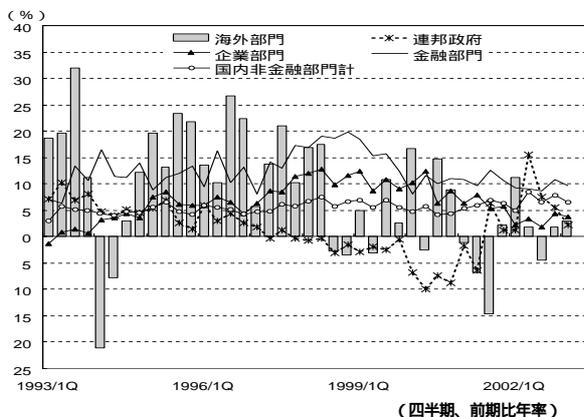
1. 部門別の資金循環動向

(1) 部門別の資金調達

部門別の負債伸び率

米国の部門別負債残の伸びは、ネットの資金調達を反映したものとなる。過去10年間の国内非金融部門(含む政府、除く金融)の負債の伸び率は、年率5%を挟んで比較的安定的な推移を見せたが、リセッション後の負債の伸びは強含みの推移を示している。

図表 - 2 部門別の負債伸び率



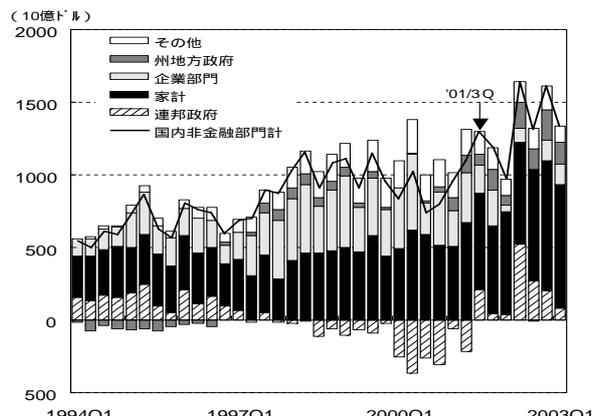
しかし、各部門別の動きは変化が激しい。企業部門では、90年代後半には好景気を背景に前期比年率10%を超える伸びを見せていたが、リ

セッション入りとともに急速に伸び率を低下させた。これに代わってリセッション以降、急速に増加したのが、財政収支の悪化した連邦・州地方政府である。一方、海外部門の負債は、90年代後半に高い伸びを続けてきたが、2001年はマイナスに転じている。

国内非金融部門の資金調達状況

資金調達額ベースでは、国内の非金融部門全体の調達額が、リセッション後に急増していることが一層よくわかる。特に、家計部門の資金調達額は、リセッション後も拡大し、97年の3.3千億ドルから02年の7.7千億ドルへとこの5年間で倍増して国内非金融部門の過半を占めている。懸念されるのは、連邦政府の資金調達の増加である。また、州地方政府も財政悪化から、最近では企業部門を抜いて第3位のシェアを占めている。

図表 - 3 非金融部門の資金調達の推移



(注) 除く株式。四半期データは季節調整済年率で以下も同様。

部門別の負債残高

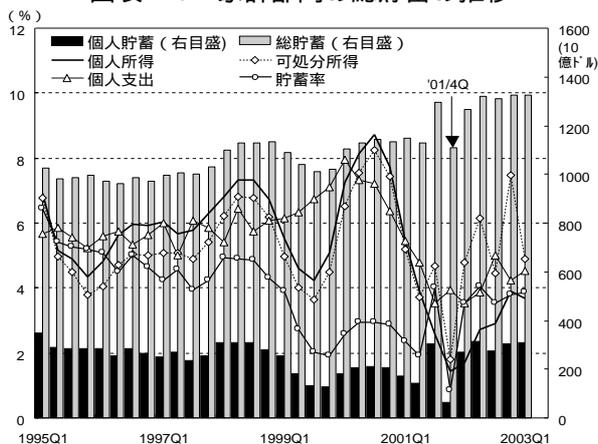
上記の調達の結果、国内非金融部門合計の負債残高はこの10年間で1.8倍に増加した。中心は家計部門で、2003/1Qには国内非金融部門の41%を占め、10年前の34%から7%占率を伸ばした。企業部門も同時期に21%から24%へと増加した。一方、一時、黒字転換を見せた連邦政府は、27%から18%へと急速にシェアを落としたが、今後は財政赤字の急増から増加に転じると思われる。

(2) 家計部門の動向

家計の総貯蓄の動向

テロ事件の家計部門への影響は大きい。リセッション入りにより、01年の個人所得は急低下していたが、01/4Qをボトムに反転する。家計の貯蓄額も、01/3Qは減税還付で急増したが、01/4Qは再び低下してボトムをつけ、その後は急速に回復し、安定した推移を見せている。

図表 - 4 家計部門の総貯蓄の推移



家計部門の金融勘定

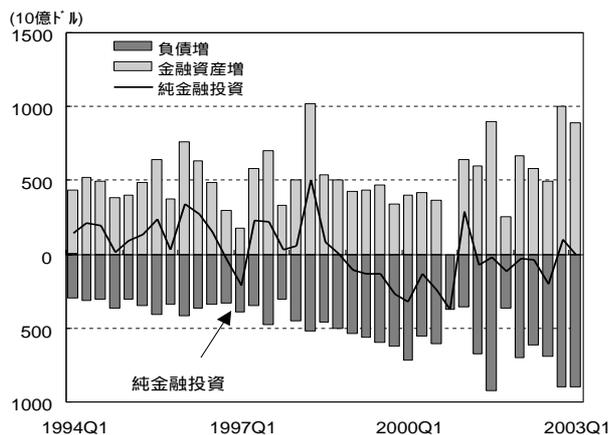
テロ事件前後の家計の金融勘定を見ると、資産・負債とも急減したが、その後は回復歩調に転じている。家計部門については、純金融投資のマイナスにより、借入れ超過が指摘されることがあるが、金融市場の変動の影響を受ける金融資産に対して、負債の推移はより安定的である。純金融投資のマイナスは株式売却等による金融資産の減少に伴って起こるケースも多い。

実際、金融資産の内訳を見ると、定期預金・MMFや投資信託・年金等が比較的安定的に推移する中、株式・債券等の市場商品の増減によって資産の変動が増幅されている。特に株式は、ほぼ一貫して売却超過を続けており、株式市場がピークをつけた2000年には株式売却が増加し、2000/4Qの純金融投資はマイナスとなった。テロ事件後に株式の売却は一時的に増加するが、株式市場がボトムをつけた後は売却額も縮

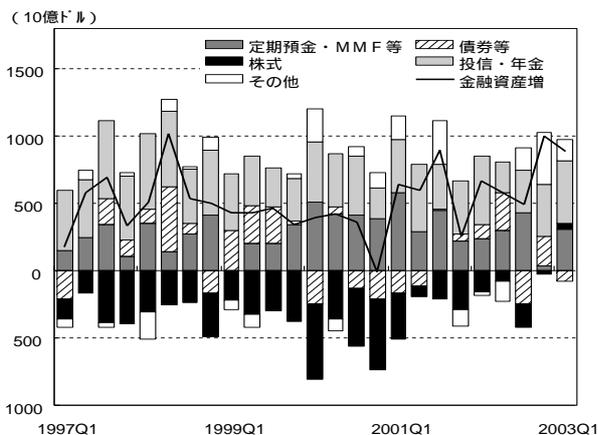
小し、直近期の03/1Qは、93/2Q以来10年ぶりの純増となった(株式市場での部門別売買動向は20頁参照)。

一方、資金調達面では、住宅ローンが大宗を占めている。最近の金利低下を映した住宅ブームにより、調達額の増加は急である。なお、消

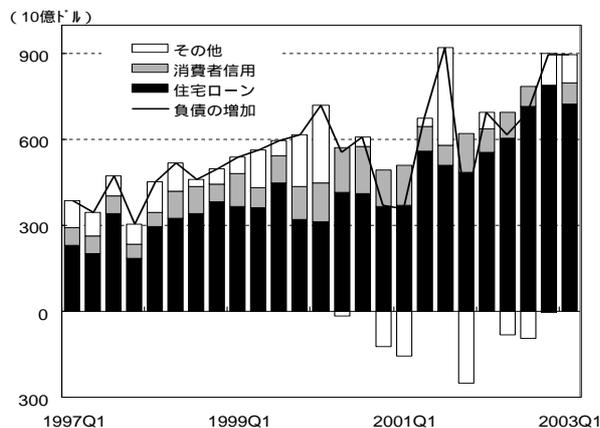
図表 - 5 家計の資金バランス



図表 - 6 家計の金融資産推移



図表 - 7 家計の資金調達動向



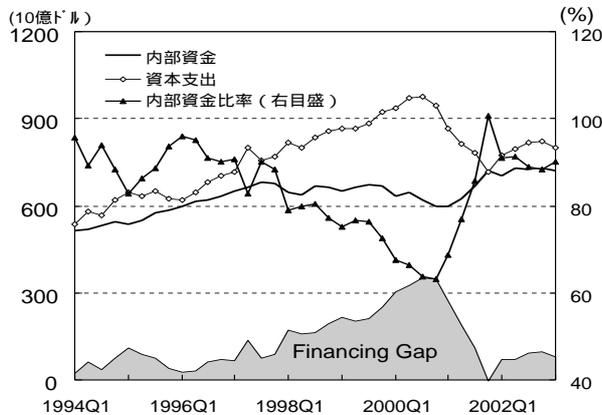
費者ローンについては、返済額も相当あり、純増ベースでのウェイトは小さい。

(3) 企業（非金融）部門の動向

企業部門の資金調達

企業部門の資金調達では内部資金（内部留保 + 資本減耗引当、除く海外留保益）は重要な要素である。資本支出（=設備投資 + 在庫投資）と内部資金の差であるFinancing Gapの推移を見ると、97年に内部資金が弱含みに転じたにもかかわらず、資本支出が増加したため、Financing Gapが拡大した。その後のリセッションとテロ事件を経て、資本支出は急低下する一方、内部資金が改善し、2001/4Qには一時Gapが解消した。その後も内部資金は強含みに推移しており、内部資金比率（=内部資金 / 資本支出）は90%前後の推移にある。

図表 - 8 Financing Gapの推移



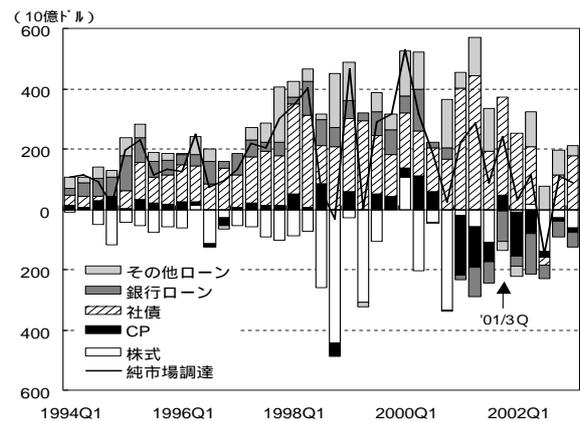
企業部門では、上記のFinancing Gapに相当する外部資金調達を行うこととなる。実際には下図の通り期毎の変動は大きいものの、純市場資金調達は、概ね2000/1Qをピークに縮小トレンドに転じ、Financing Gapに準じた動きとなっている。

調達手段別では、長期的な傾向として株式調達が減少し、債券が増加している。また、リセッション以降の特徴として、株式減少幅の縮小

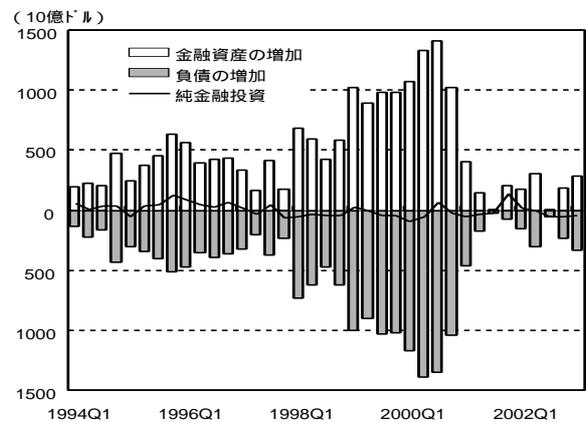
と、CPや銀行借入れ等の短期資金調達の減少が窺われる。銀行借入れは、長年続いていた調達増が、2001/1Qを境にマイナスに転じ、CPもほぼ同様な動きを見せた。このため、最近の調達手段で純増したのは、債券と銀行以外のローンに限られる。

なお、企業部門全体では金融資産と負債がバランスしており、純金融投資の変動が小さいのも特徴と言えよう。また、同部門の負債残高(株式を除くベース)では社債と借入れが中心だが、社債の構成比がこの10年で47%から55%に上昇する一方、借入れは44%から39%に低下した。短期銀行借入れの比率が低下したため、長期資金調達比率は60%から69%へと高まった。

図表 - 9 非金融企業部門の純市場資金調達



図表 - 10 非金融企業部門の資金バランス

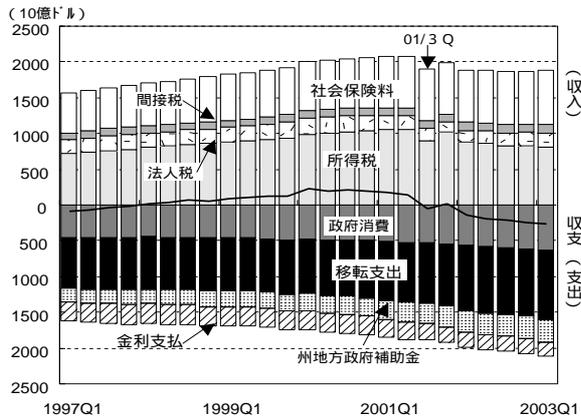


(4) 政府部門の資金調達

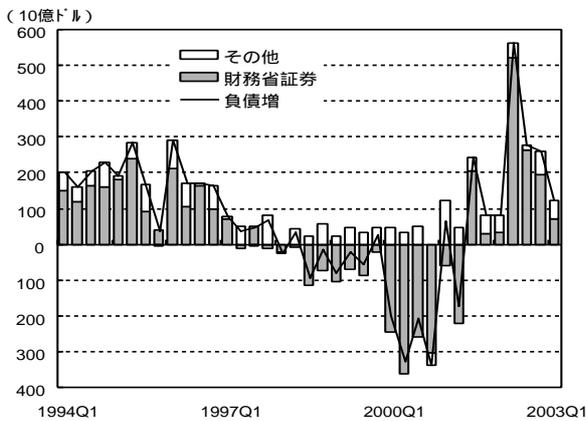
連邦政府では、財政収支の不足を市場から調

達しているが、そのほとんどが財務省証券である。財政収支は98年には四半期ベースでプラスに転じたが、リセッションによる収支悪化と減税により2001/3Qにマイナスに転じた。その後も景気回復の遅れから歳入が伸び悩んだのに加え、2003年にも大型減税策が取られたことから、当面の財政赤字は拡大の方向にある。なお、州地方政府の収支も歳入不足で悪化が著しい。

図表 - 11 連邦政府の歳出入の推移



図表 - 12 連邦政府の資金調達推移



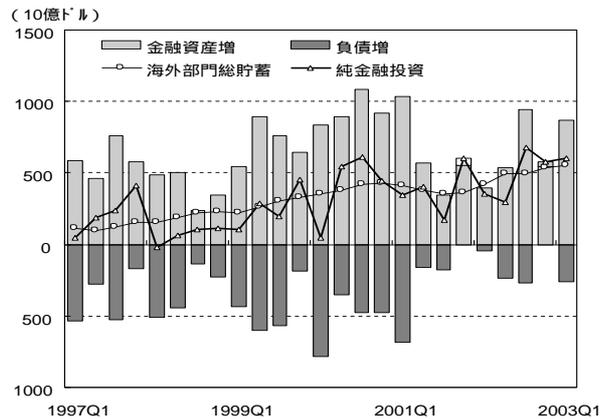
(5) 海外部門の動向

海外部門の資金循環

海外部門では、米国の経常収支に該当するものが総貯蓄となり、国際収支の金融勘定収支(日本の資本収支にあたる)が純金融投資となる。国際収支の仕組み上、両者は一致するはずであるが、経常赤字幅が相対的に安定した推移を見せる中、米国への投資が市場環境の影響を

受け大きく変動することもある。相当額の差異が生ずる場合がある。最近の動きを見るとテロ事件以降、変動が激しかったが、直近3四半期は純金融投資が経常収支を上回り安定している。

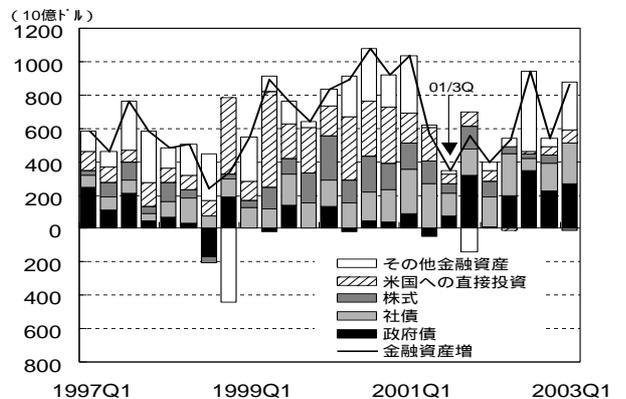
図表 - 13 海外部門の資金バランス



海外部門の純金融投資の推移

海外からの米国への投資は、米国の好景気・株高を映して90年代後半に増加したが、テロ事件後は急速に縮小し、その後、経常赤字の拡大とともに再び増加に転じている。しかし、投資先については、テロ事件前の99~2000年は直接投資・株式・社債への投資が中心だったのに対し、テロ事件後は、政府債が急増し、これに社債が次ぐ半面、株式・直接投資への投資が縮小するなど入れ替わりは大きい。

図表 - 14 海外部門の金融資産の増加推移



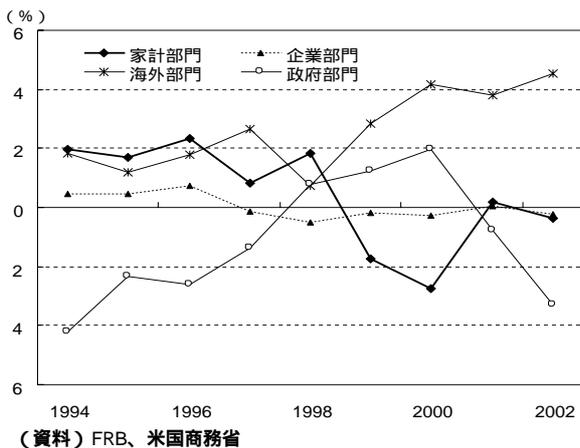
一方、海外部門の負債は、非居住者による米国での資金調達と、居住者の海外投資に分けら

れるが、リセッション入りとともに急速に減少した。それまで中心的な存在であった外国銀行預金が、ドルの反落等により縮小に転じたのが大きい。なお、米国からの直接投資については、テロ事件後、米国への直接投資が減少している中で比較的安定的に推移しているが、これは、欧州へのM&A以外にも、ラ米やアジアなどへの低賃金の生産拠点や鉱山開発等、分散度が高いことによる。

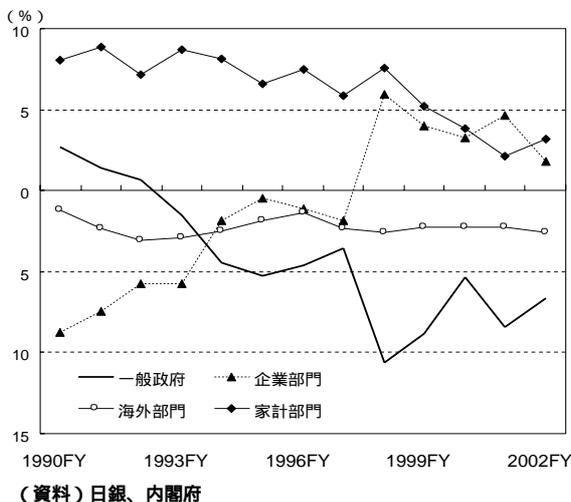
(6) 各部門別の純金融投資の動向

近年の米国の非金融各部門の純金融投資を見ると、海外部門が、安定的な資金余剰部門となっている点、日本と対照的である。なお、財政収

図表 - 15 米国の部門別純金融投資の対名目GDP比



(参考) 日本：部門別資金過不足の対名目GDP



支の悪化で政府部門が資金不足に転じたことにより、海外部門の余剰が他の部門の不足を引き受ける構図となっている。

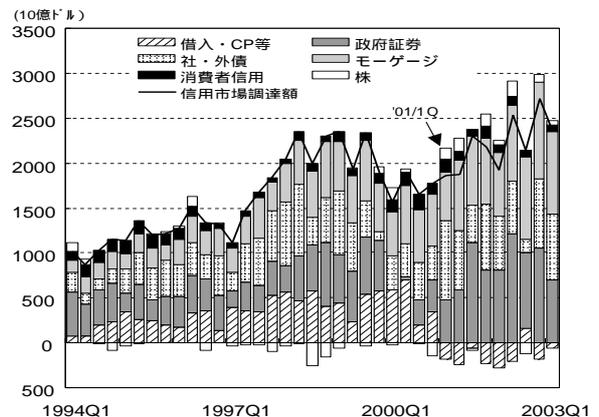
2. 金融市場の動向

(1) 信用市場の動向

信用市場調達額の推移

米国の信用市場における調達額全体の推移を見ると、90年代末をピークに2000年にはボトムをつけ、その後、再び増加している。調達手段別では、モーゲージ、社債・外債、政府証券等が中心であるが、最近の変化としては、銀行借入・CP等が、2001年を境にマイナスに転じたこと、同様のタイミングで連邦政府の赤字転換により、政府証券による調達が急速に増加したこと等であろう。

図表 - 16 信用市場調達額

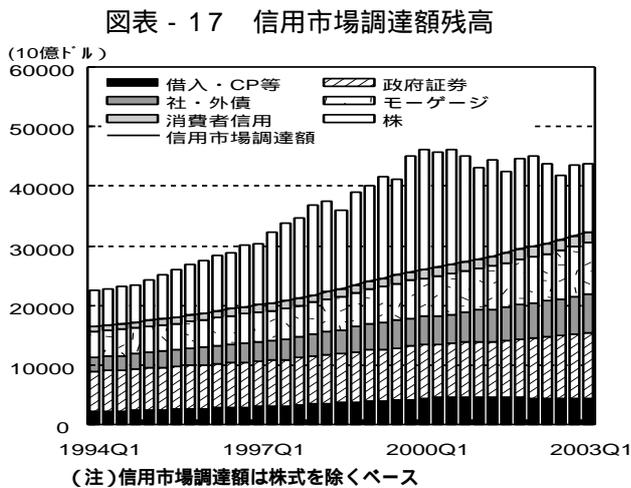


信用市場調達残高の推移

信用市場からの調達増が続いた結果、信用市場調達残高(除く株式)は、この10年間でほぼ倍増した。最も構成比が高いのは、政府証券(含む地方債)であるが、90年代後半の発行減により10年前の41%から34%へとシェアを落としている。次に構成比が高いのはモーゲージで、そのシェアは27%と10年前とほぼ同率を維持している。借入れ・CP等の短期資金調達と社・外債等の長期の資金調達は、2000年にはそれぞれ

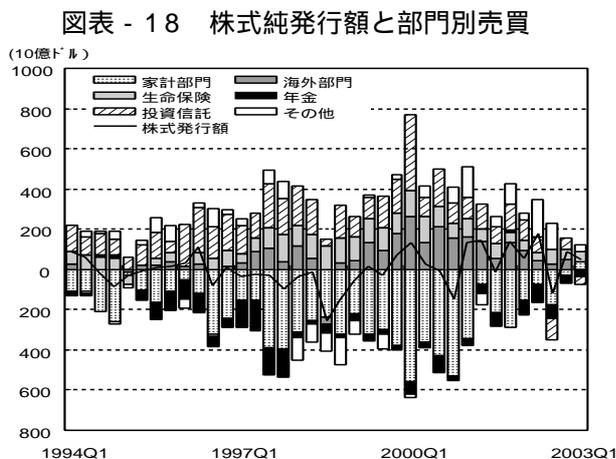
れ全体の17%、18%と構成比が接近したものの、その後の利下げの過程で社・外債の調達が進み、現在はそれぞれの構成比は13%、20%とこの差を拡大している。

なお、株式による調達は、買収・自社株償却等により圧縮される中、2000年までは株価の上昇が株式残高（時価ベース）を押し上げた。その後、株価が下落したため、株式を含めた市場調達規模全体は弱含みの推移にある。



(2) 株式市場での調達動向

90年代後半の株式市場では、95年に5,000ドル(DJ30)を越えた後も上昇し、99年には1万ドルに達し、2000年にピークをつけた。



この間、家計部門の売却超過が一貫して続いた。この10年の動きを見ると、家計と年金が主

要な売り手となり、投資信託・生命保険・海外部門が買い手となっている。長年の売却超過により、10年前には50%あった家計部門の保有シェアは、現在37%にまで減少している。家計部門に続く保有主体は、投資信託・年金・海外部門・生命保険等となっている。

なお、家計部門における年金・投資信託・生命保険等を通じた株式間接保有率は57%と、直接保有分を上回っており、これを勘案した保有シェアは上記ほど減少しているわけではない。

(3) 債券市場の動向

債券の発行は、90年代後半に拡大し、純増ベースでは10年前と比べ3倍弱の増加を見せた。また、発行主体は政府機関債と社債が中心となった。政府機関債拡大の背景には住宅市場の拡大があり、社債市場の拡大には、株式・銀行借入の減少等が起因している。

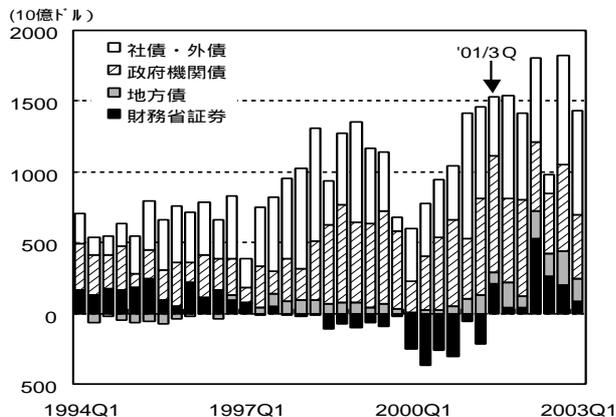
しかし、財政収支の赤字とともに、2001/3Q以降、財務省証券が純増に転じ、その後も拡大の動きを見せている。地方債も発行規模は大きくはないものの、リセッション以降の州財政の悪化等により、発行が増加している。

債券の残高では、財務省証券、政府機関債、地方債、社・外債等の主要債券の発行残高の合計は、17.5兆ドルとこの10年でほぼ倍増した。債券の種類別の残高シェアでは、社・外債が最も多く全体の37%、政府機関債が32%を占め、かつて債券の中心を占めた財務省証券は21%に縮小している。

また、債券別に保有状況を見ると、財務省証券では、海外部門がシェアを倍増させた。経常赤字拡大が続く中、市場の透明性の最も高い財務省証券への指向を強めたものと思われる。政府機関債は、財務省証券の発行が頭打ちとなっていた時期に発行額を急増させてその代替とな

り、幅広い金融機関等に保有されている。社債は発行額が急増する中で海外部門のシェアが拡大している。

図表 - 19 種別債券発行の推移



3. 資金循環面から見た今後の問題

(1) 双子の赤字

以上のように、米国資金循環は、特に部門別の動きを見るとリセッション前後で大きな変化が見られる。テロ事件はこの時期に重なったことにより、米国の景気変動を増幅し、資金循環に影響を与えたと思われる。実際、株式市場のピークは2000年半ばであり、米国の景気後退は2001/1Qから3四半期続いたのであるが、資金循環面の変化はテロ事件直後の2001/3・4Qで大きい。家計の貯蓄のように正常化に動いたものもあれば、連邦政府のように一気に調達超過に転じた部門もあることに見られるように、ここが転機となった部門が多いのは事実である。

90年代後半の好況期には税収が増加して財政収支が好転したが、今回の財政赤字は、景気鈍化による歳入減に、大規模減税による制度改革が加わったもので、赤字からの脱出には持続的な景気回復が必要である。加えて、州地方政府の収支悪化も著しい。このため、今後、回復の遅れている企業の設備投資が盛り上がりを見せ、資金需要が増加すると、金利への上昇圧力

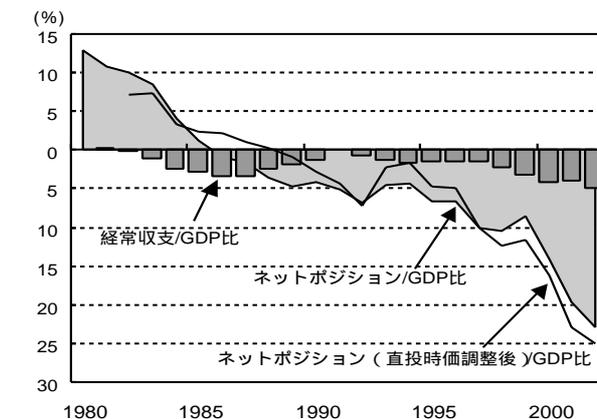
が高まる懸念は否定できない。経常赤字の増加もあり、「双子の赤字」再来の可能性が高まろう。

(2) ネットポジションの問題

米国の経常赤字は90年代に拡大基調で推移し、2002年には名目GDPの4.8%に達した。大幅な為替調整等がなければ、こうした傾向は持続すると思われ、ネットポジションのマイナス(=累積経常赤字増による米国の債務超過)も同様に積み上げられよう。ネットポジションは、時価ベースでは、名目GDPのほぼ25%に達しており、現在のペースが続けば、5年後には50%に近づくこととなる。

米国は唯一の基軸通貨国であり、基軸通貨国の純債務の積み上がりが、どの程度まで可能であるかは不明であるが、限度がないわけではない。米国が強いドルを望み、多くの貿易相手国も同様にドルとの調整を望んでいない状況では、当面、大幅な為替の調整は見送られよう。しかし、為替の調整が行われるリスクが年々増幅されているのは確かなことと思われる。

図表 - 20 ネットポジションの推移



(資料) 商務省、GDPは名目値。