

金融危機と 米国資金循環の動向



経済調査部門 土肥原 晋

doihara@nli-research.co.jp

1—はじめに

米国では、住宅バブルの崩壊や金融危機を受けた急速な景気後退や信用不安の高まりで、金融取引面でも大きな変化を見せた。特に、家計では住宅ローンを中心に借入れが減少、バランスシート調整が進行する一方、政府では景気・金融安定化策で資金需要が急拡大している。

本稿では、2009年1—3月期までのデータをベースとし、資金循環面における上記の変化にスポットを当てた。

[注、なお、過去の米国資金循環については、「資金循環から見る米国経済事情」(ニッセイ基礎研REPORT:2005年6月号)、「最近の米国資金循環の動向」(同2003年9月号)等もご参照下さい。]

2—資金循環の推移・動向

1 | 2008年資金フロー全体の概要

米国では、2007年12月のリセッション入りにより、資金循環表でも様々な変化が窺われる。2008年の資金循環を前年と比較すると、最も変化の激しかった家計部門では、負債の大幅減により純金融投資(以下、金融バランス=金融資産純増-負債純増)が増加、家計部門はそれまでの資金不足部門から、余剰部門に転じた。一

方、事業部門ではリセッション入りに伴い、借入れの減少が大きく、金融バランス、貯蓄・投資バランスとも均衡に近い状態となった。政府部門では財政赤字拡大に伴う総貯蓄の減少の一方、負債の急増により総投資も減少を見せた。海外部門は金融資産・負債とも増加幅が大幅減少、総投資は総貯蓄を上回る縮小となった。

[図表-1] 2008年の米資金循環表

〔家計部門〕				〔事業部門〕			
	2008	2007	前年比		2008	2007	前年比
総貯蓄	1431	1333	99	総貯蓄 (総内部留保)	1064	1047	17
純貯蓄	193	57	135	純貯蓄	252	403	▲150
減価償却	1099	1081	18	減価償却	812	644	167
総投資	2124	1637	487	総投資	1068	880	189
資本支出	1479	1659	▲180	資本支出	1067	1047	20
純金融投資	645	▲22	667	純金融投資	1	▲168	169
金融資産増	552	882	▲330	金融資産増	516	1044	▲529
負債増	▲92	904	▲996	負債増	514	1212	▲698
不突合	▲693	▲304	▲389	不突合	▲4	167	▲171
〔政府部門〕				〔海外部門〕			
	2008	2007	前年比		2008	2007	前年比
総貯蓄	▲296	73	▲369	総貯蓄	656	721	▲65
純貯蓄	▲548	▲219	▲329	海外部門受取	3311	3243	69
減価償却	309	289	20	海外部門支払	2658	2524	134
総投資	▲293	75	▲368	総投資	529	773	▲244
資本支出	490	473	18	純金融投資	529	773	▲243
純金融投資	▲773	▲398	▲375	金融資産増	723	1686	▲963
金融資産増	653	173	481	負債増	194	913	▲720
負債増	1426	570	856	不突合	127	▲52	179
不突合	▲3	▲2	▲1				

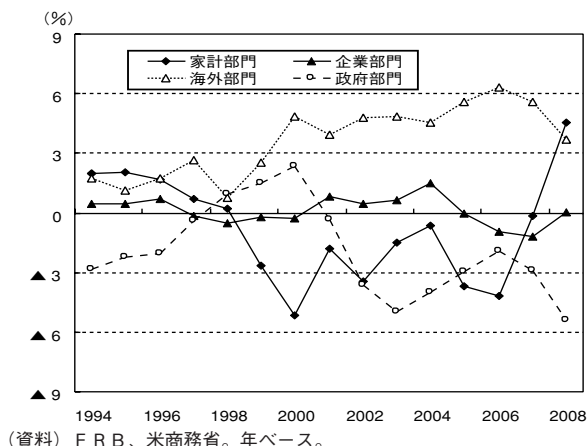
(注) 事業部門は非農業・非金融、上記の政府部門には州・地方政府を含む。
(資料) FRB、10億ドル

<参考>

米国の資金循環表では、上表に見られるように部門毎の総貯蓄と総投資がバランス、総投資は資本支出と純金融投資に分けられる。2008年の資金循環表は、政府部門を除く他の部門では、純金融投資がプラスとなり資金余剰を示した。なお、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によって不突合(=総貯蓄-総投資)が生じ、期間別の収支戻は一致しない。

次に、2007年までの金融バランスの推移を見ると、家計、企業、政府部門が資金不足(金融バランスがマイナス)を見せ、海外部門のみがその受け手となっていたが、2008年は家計部門が海外部門を上回る余剰を示し、企業部門も資金不足をほぼ解消、半面、歳入減と金融安定化策等で資金需要の急増した政府部門が資金不足を急拡大させた。2009年も同様の状況が持続しているため、政府部門のみが資金不足に陥った90年代の状況が再現される可能性がある。

[図表-2] 部門別金融バランスの対名目GDP比

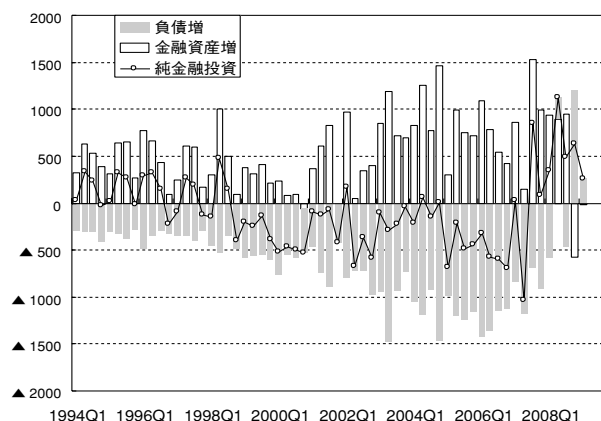


2 | 家計部門の動向

(1) 家計部門の金融バランス

家計部門の金融バランスは、98年を境に資金不足となり、その後の住宅ブームにより住宅ローンが急増したため、資金不足が常態化していた。しかし、住宅バブルの崩壊で住宅ローンが純減に転じ、足元では、負債が2四半期連続で減少するなど、近年見られなかった動きを見せている。加えて、金融資産への投資も金融危機の影響を受けて純減となったため、金融バランスは2008年を通じて資金余剰となった。

[図表-3] 家計の金融バランスの推移 (四半期)



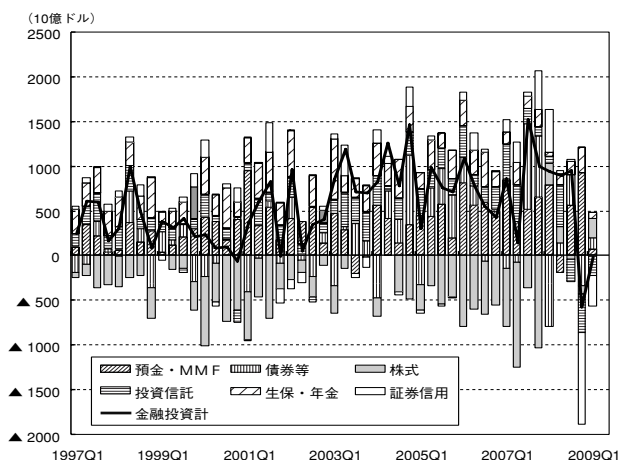
(2) 家計部門の金融投資・負債の内訳

近年の金融投資の内訳 (純増ベース、以下も

同様) を見ると、預金・MMFを中心に投資信託、年金がほぼ安定的に純増、半面、株式は、ほぼ一貫して売却超過を続けていた。金融危機後の投資面で変化が目立つのは、恒常的に売却されてきた株式が株価下落で買われ、半面、投資信託が売却超過に転じた。また、政府系住宅金融機関への不安の高まりからモーゲージ債が売られ、財務省証券が買われた。

全体的にリスク回避の動きを強めたものと思われるが、こうした動きは金融機関への信用リスクにも及び、定期預金の解約の一方、現金・当座預金が膨らんだ。また、証券信用投資の回収を急いだ。このため、前記のように、金融投資では、過去に見られないような大幅なマイナス(投資資産の売却超過)という異例の事態が生じた。

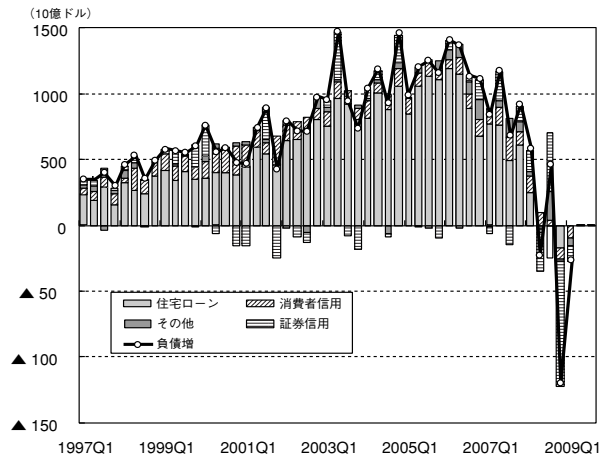
[図表-4] 家計の金融投資の推移 (四半期)



家計の負債増の大半は、住宅ローンが占める。このため、負債全体の動きは住宅ローンの推移に近い。住宅ブームのピークアウトで、家計の住宅ローン借入れ額は2006年1Qをピークに縮小に向かった。その後、住宅市場の不振が深刻化すると、2008年2Qにはマイナスに陥るなど、様変わり状況となった。

[なお、証券信用負債は金融危機直後の2008年4Qに、9,499億ドルの大幅マイナス(借入れの返済)となり、負債全体でも大幅減となったが、半面、投資面での証券信用投資の回収(10,236億ドルのマイナス)と併せてみると、家計部門全体の証券信用は大幅に縮小される。]

[図表-5] 家計の負債増加内訳 (ネット、四半期)



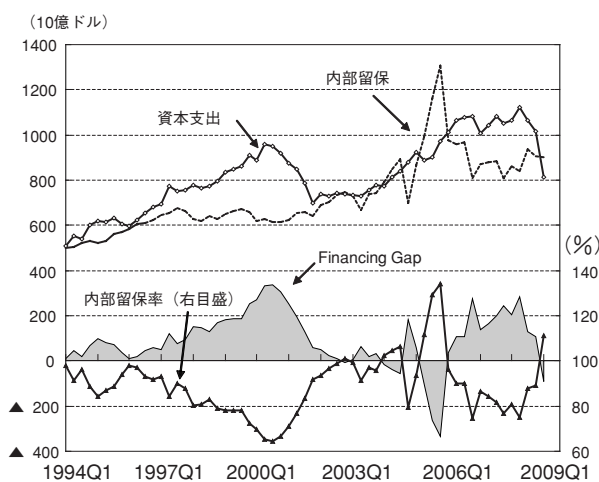
3 | 企業 (非金融) 部門の動向

(1) 企業部門のFinancing Gap

企業部門の資本支出 (=設備投資+在庫投資) は、前回リセッション後の2001/4 Qをボトムに増加に転じた。

一方、内部留保は、2005年4 Qをピークに縮小し、2006年以降は資本支出を下回ったが、金融危機後の資本支出の急低下により、再び資本支出を上回った。このため、資本支出と内部留保の差であるFinancing Gapは、足元ではマイナスとなり、企業の資金需要の減少を示している。

[図表-6] Financing Gapの推移 (四半期)



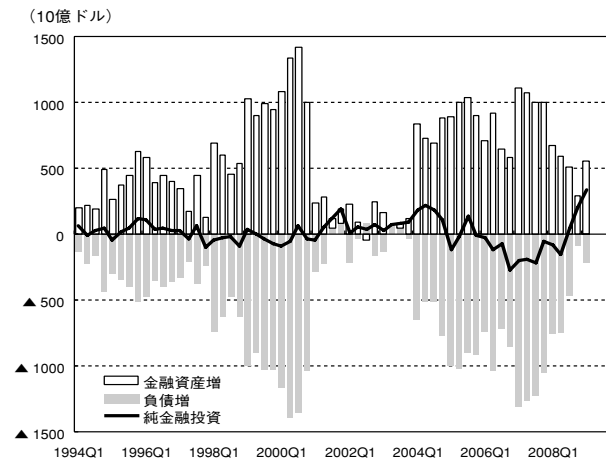
(2) 企業部門の金融バランス

企業部門の金融バランスは、家計部門に比べ金融投資と負債がバランスしている。また、景気との関係では、回復時に金融資産・負債とも増加、リセッション時には共に急減する。これは資産面の売掛金に対し、負債面では買掛金を含むなど、景気変動とともに両建てで増減するものを含むこと等が主因となっている。

そのため、金融バランス自体の変動はそれほど大きくないが、好況時には負債超過に、不況時には金融投資超過へと振れる傾向を持つ。

最近の動きでは、金融投資、負債とも2007年1 Qをピークに減少傾向を続けており、金融バランスでは上記のFinancing Gapの減少に見られるように金融危機後の資金需要減により、2008年3 Q以降、金融投資超へと転じている。

[図表-7] 非金融企業部門の金融バランス (四半期)

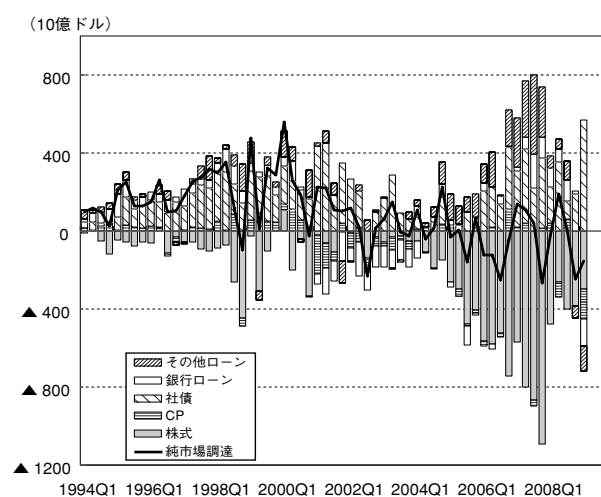


(3) 企業部門の資金調達

企業部門では、Financing Gapに相当する資金調達を行うこととなる。金融危機後は、資金需要が後退したが、この時期の負債面の動きはむしろ活発化している。特徴的なのは、2009年1 Qに於ける短期資金の返済 (CPが1,519億ドル減、銀行・その他ローンが2,704億ドル減) の一方、社債発行が急増 (5,703億ドル) したことであろう。

こうした動きは2001年のリセッション時にも見られた。当時は景気後退で余剰資金を圧縮、金利低下で債券発行を増加させた。今回は事情が異なり、金融危機でCP市場が機能しないため借り換えが出来ず、また、銀行の貸し渋りもあって社債発行に向かったと見られる。実際、9月リーマンショック後の長期金利は、10年国債が10月末までに0.4%上昇したのに対し、Baa格債では2.6%の急上昇となった。一方、資金面で余裕のある企業を中心に、株価急落を受けた自己株買入が続いた。

[図表-8] 非金融企業部門の資金調達（ネット）



4 | 政府部門の動向

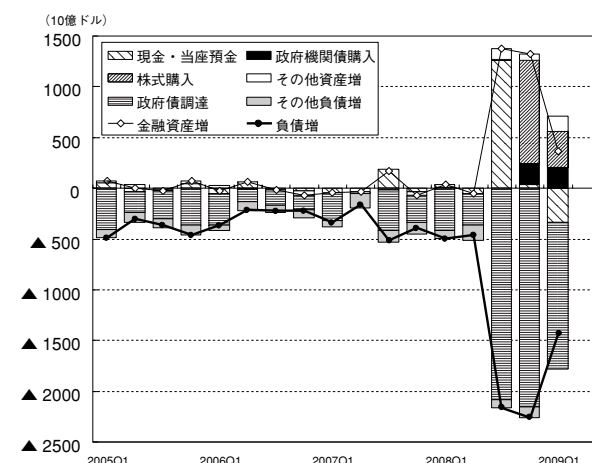
(1) 連邦政府の金融バランスと資金調達

連邦政府の金融バランスは、財政赤字を財務省証券で調達するシンプルな形が中心となり、金融投資はほとんど行われなかったが、今回金融危機以降は金融投資・負債がともに急増するなど、異例の状態を呈している。

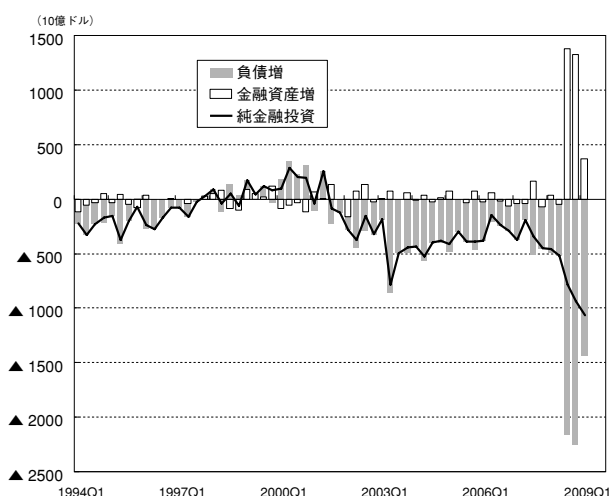
米政府は、金融危機時の対応として、緊急経済安定化法を制定し7,000億ドルの不良資産救済プログラム（TARP）を設定、この資金を利用して金融機関への支援（優先株の取得等）を行った。このため、金融投資の内訳を見ると株式や政府機関債が計上され、負債面には、これらの資金手当てとしての国債発行が大半を占め

ている。

[図表-9] 連邦政府の投資・負債の内訳（四半期）



[図表-9-(2)] 連邦政府の長期金融バランス



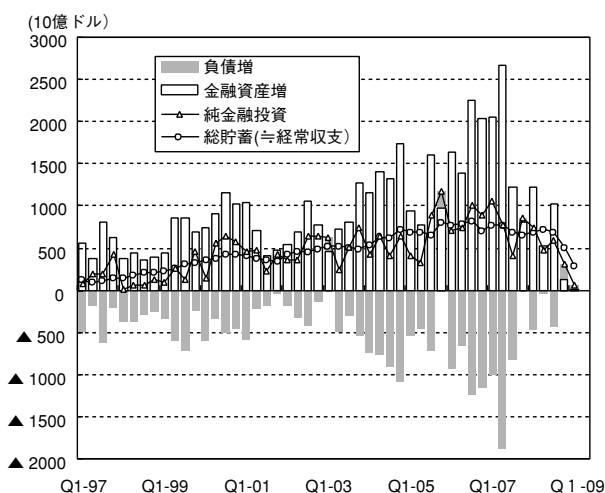
5 | 海外部門の動向

(1) 金融危機と海外部門の金融バランス

海外部門にとっては、米国への輸出が収入、米国からの輸入が支払となり、その差し引きが総貯蓄となるが、ほぼ米国の経常赤字の絶対額に相当する。一方、総投資はほぼ金融バランスに一致し、米国への直接投資は金融投資に、米国からの直接投資は負債に含まれる。最近の動きを見ると、リセッション入りで輸出入とも減少し、経常赤字（≒総貯蓄）が縮小、一方、金融資産・負債とも減少し、金融バランスは均衡状態に接近している。

海外部門で注目されるのは、米国への金融投資（インフロー）の動向である。リセッション前の2007年上半期までは経常赤字の2倍以上の金融投資があり、その余剰分で米国は海外への投資（アウトフロー）を行った。しかし、金融危機前後では、経常赤字を下回る額しか流入せず、米国は海外投資を純増出来ず、海外投資回収（負債の純減）の動きも見られる。

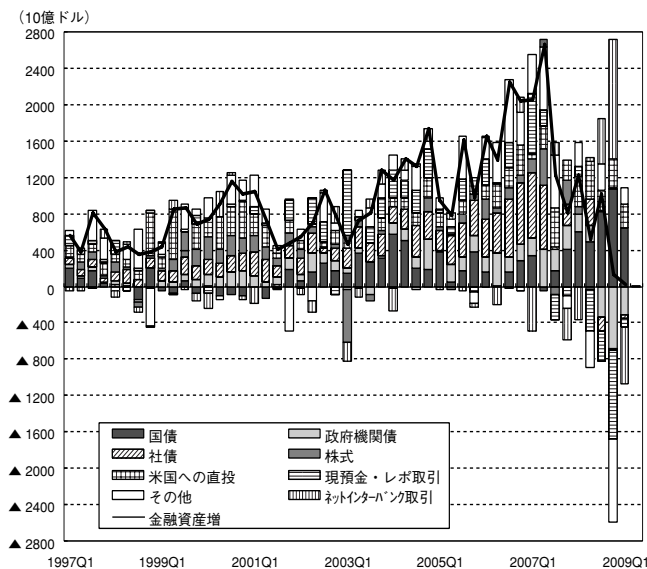
〔図表-10〕 海外部門の金融バランス（四半期）



(2) 海外部門の金融投資・負債の内訳

海外からの米国への投資は、米国の金融市場の動向を映じ、多様かつ変化に富んだ動きとなる。今回の金融危機後には、信用リスクの高ま

〔図表-11〕 海外部門の金融投資（四半期）

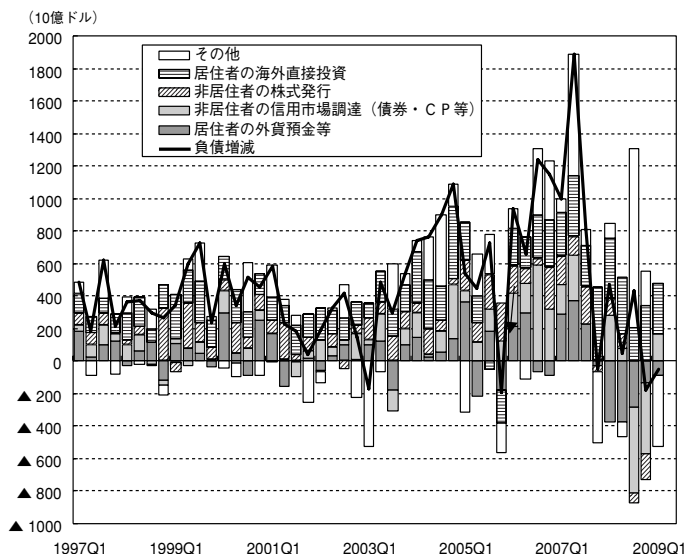


った政府機関債が売られ、その分、国債が買われた。短期資金の動きも激しく、現預金・レポ取引が縮小し、インターバンク取引が急増した。もっとも、2009年に入るとインターバンク取引は純減に転じた。

一方、海外部門の負債面では、非居住者による債券・CP等の返済、居住者による外貨預金の圧縮等、信用収縮やリスク回避に関連した動きが見られた。

なお、海外からの資金流入が細る中でも、居住者による海外向け直接投資は一定額が持続、また、海外からの米国への直接投資額も増加が続いた。世界的な株価急落の中で、投資機会を得た資金の動きと見られる。

〔図表-12〕 海外部門の負債増減（四半期）



3— 資金循環から見た課題

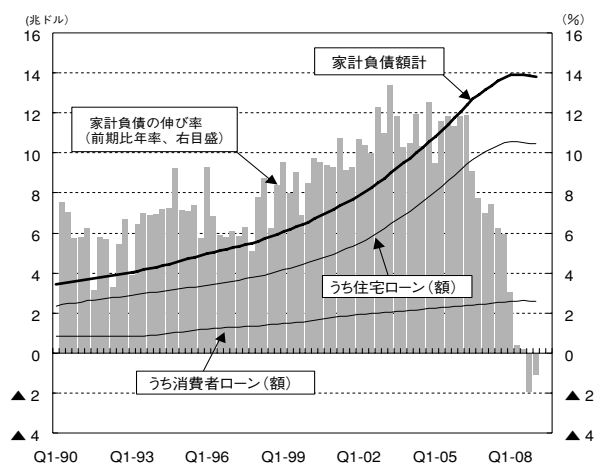
1 | 懸念される家計のバランスシート調整

家計負債は、長期的に増加傾向を続けており、2004～6年の住宅ブーム時は住宅ローンの純増が急速だったのに加え、住宅価格上昇による担保余裕分に設定したホームエクイティローンが上乗せされた。しかし、その後の住宅バブルの崩壊により負債の伸びが縮小、金融危機後は住

宅ローンが純減を見せるに至った。このため、家計負債も純減の動きを見せたが、ピークをつけた2008年3Qからは2.9%の減少に留まる。

一方、資産面では住宅資産以上に株価の下落率が大きく、家計資産全体ではピークだった2007年3Qから17.6%の減少となる。このため家計の負債/資産比率は悪化した状態が続いており、また、最近の所得の伸び悩みにより、可処分所得で見た負債比率も高止まりしている。

[図表-13] 家計負債の推移と伸び率



[図表-14] 家計の負債比率の推移 (四半期)

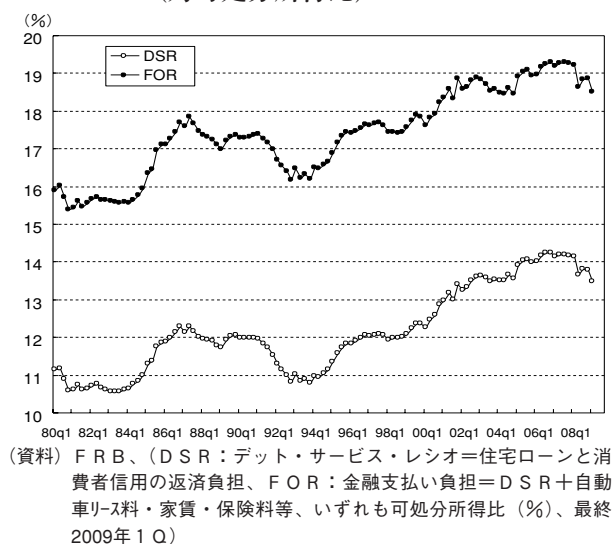


なお、家計の可処分所得比で返済負担率を見ると、足元ではピークアウトの動きとなっているものの、長期的には、依然、高水準に位置しており、今後の調整が必要と思われる。

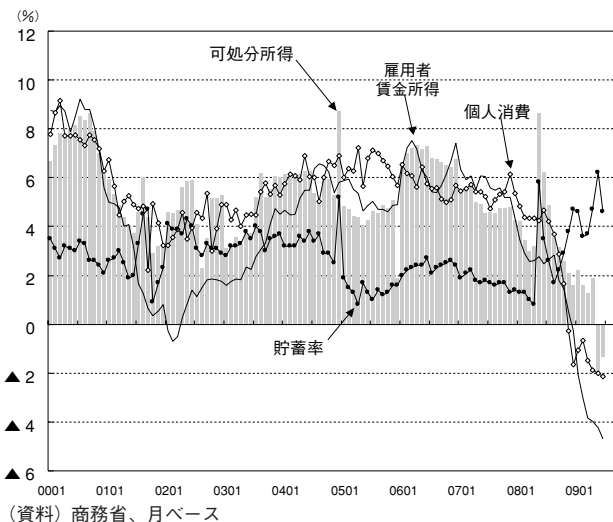
このため、今後しばらくは、家計が負債の増

加を抑制する方向に動くと思われるが、これは、消費の抑制と貯蓄率の上昇を意味しており、既に、5月貯蓄率は6.2%と約14年ぶりの高水準に急上昇するなど、バランスシート調整の進展を窺わせる。個人消費は米国GDPの7割を占める中核部門であり、個人消費の回復が緩慢なものとなれば、今後の景気回復スピードも緩やかなものとならざるを得ない。

[図表-15] 家計の金融支払い負担 (対可処分所得比)



[図表-16] 個人消費と貯蓄率の推移



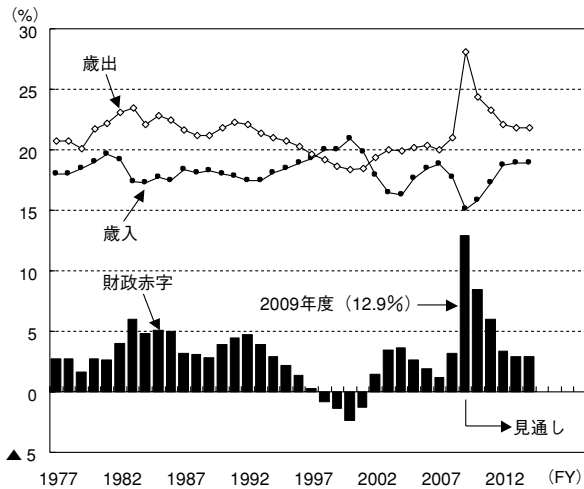
2 | 財政赤字急拡大の影響

部門別金融バランスを四半期ベースで見ると、政府部門は、金融危機を含む2008年3Q以降3

四半期連続で唯一の資金不足部門となっている。特に、2009年1Qの政府部門は対名目GDP比▲8.4%にまでマイナス幅を拡大させている。

しかし、上記の数値には2月に成立した7,870億ドルに昇る景気対策法の影響はほとんど含まれていない。2009年度の連邦政府の財政赤字は、1兆8,410億ドルと対名目GDP比▲12.9%にまで拡大(予算教書)すると見込まれており、当面、政府部門の資金不足額は、増加推移が見込まれる。

【図表-17】 連邦財政赤字の推移
(対名目GDP比、%)



【図表-18】 連邦財政赤字・政府債務の見通し

(単位: 10億ドル)	2008 実績	2009 見通し	2010	2011	2012	2013	2014
歳入	2,524	2,157	2,333	2,685	3,075	3,305	3,480
歳出	2,983	3,998	3,591	3,615	3,633	3,818	4,016
財政収支	▲459	▲1,841	▲1,258	▲929	▲557	▲512	▲536
対民間負債	5,803	8,531	9,882	10,873	11,468	12,027	12,595
純金融負債	5,297	7,032	8,249	9,154	9,710	10,222	10,757
名目GDP予測値	14,222	14,240	14,729	15,500	16,470	17,498	18,386
実質GDP伸び率(%)	▲0.2	0.3	3.5	4.4	4.6	3.8	2.6

(対名目GDP比、%)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
歳入(%)	17.7	15.1	15.8	17.3	18.7	18.9	18.9
歳出(%)	21.0	28.1	24.4	23.3	22.1	21.8	21.8
財政収支(%)	▲3.2	▲12.9	▲8.5	▲6.0	▲3.4	▲2.9	▲2.9
対民間負債(%)	40.8	59.9	67.1	70.1	69.6	68.7	68.5
純金融負債(%)	37.2	49.4	56.0	59.1	59.0	58.4	58.5

(資料) 2010年度予算教書、財政年度別

課題は、こうした資金不足をどのように補填するかであろう。これまで米国の資金不足を一手に充足してきた感のある海外部門は、2009年

1Qには対名目GDP比0.4%にまで資金余剰を縮小した(詳細は後述)。一方、政府の資金不足を家計と企業部門で充足するのは無理が生じよう。特に企業部門は景気が回復に向かえば再び資金不足に転ずることが想定される。財政赤字縮小に向けた猶予期間はそれほど長くはない。

3 | 海外部門の資金フロー上の課題

(1) 資本流入が急速に縮小

資金循環面における海外部門の課題は、米国がドルへの信認を保ち、今後も海外からのインフローを維持できるか、という点にある。

直近の米国への金融投資(インフロー)を見ると、2008年3Qの1兆198億ドル(年率)から、4Qは同1,279億ドル、2009年1Qは同144億ドルと、金融危機以降の急減が目立つ。このため、米国から海外への投資(=アウトフロー、金融バランス上は負債)にまわす余裕分はなく、2008年4Q以降は海外投資の回収(負債がマイナス)が生じている。

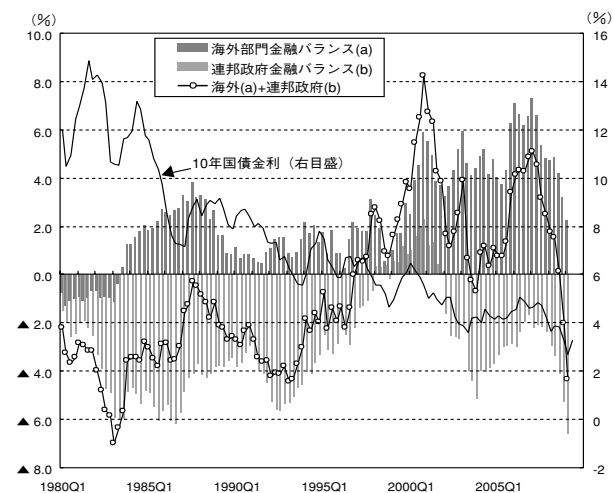
なお、国際収支上では、2009年1Qの経常赤字2,933億ドル(年率、NIPAベース)は、本来同額のネットインフローによって均衡するはずであるが、資金循環表上の同金額は年率619億ドルに留まり、年率2,337億ドルもの金額が不一致(Discrepancy)として計上される事態となっている。

2000年以降の財政赤字拡大は海外部門の潤沢なインフローによってまかなわれ、長期金利上昇抑制の一因とされた。しかし、2009年度の財政赤字が1.8兆ドルに昇る状況では、海外からのインフローが正常化しても不足が生じ、家計・企業部門を含めた投資抑制が余儀なくされる事態もあり得よう。

80年代の「双子の赤字」は、財政赤字が経常赤字より大きかったため、財政資金の調達は、海外部門だけでは賄えず、この不足分の調達が、

それ以外の部門と競合して、金利の高止まりを招き、大きな問題となった。今後、財政赤字が拡大したまま景気回復に向かえば、同様の問題が生ずることが懸念される。

〔図表-19〕 海外・連邦政府の金融収支の推移



(注) 金融バランスは対名目GDP比の3四半期移動平均

(2) 海外の米国債保有状況～高まる中国の存在

最近の市場金利を見ると、短期金利が低位で推移する一方、長期国債金利が6月に4%近辺への上昇を見せた。背景には、昨年後半に見られた他の資産からの長期国債への逃避先需要が低下する中、FRBの長期国債買取り等の措置に不安を感じた投資家による長期債から短期債へと移行の動きが伝えられる。実際、最大の米国債投資家である中国ではT-Bill購入の一方で中長期国債を売却したとされる。米政府の財政赤字見通しが予想以上に膨れていることも懸念材料と言えよう。

このため、国別に海外諸国の今回金融危機前後の保有状況を見ると、主要保有国の純増ペースに、減少等の大きな変化は見られない。ただし、金融危機後の海外公的機関の保有米国債を見ると、T-Billが倍増するなか中長期国債は増加が見られず、短期債指向を強めてリスク回避を図る動きが顕著であり、今後の長期債への投資スタンスが注目される。

なお、中国の外貨準備は、6月末には2兆ドルを超え、前年比18%増と増勢が続いている。米国債保有額も金融危機以降の伸びは、海外全体の伸びの倍となり、5月末には初の8,000億ドル台に乗せるなど、その存在感を高めている。

〔図表-20〕 金融危機前後の国別米国債保有状況

(単位10億ドル)	2009年5月末保有額	金融危機後	金融危機前
		昨年8月末から5月末までの増加率	昨年1月末から6月末までの増加率(注)
1 中国	801.5	39.7	2.3
2 日本	677.2	7.4	▲0.9
3 カリブ地域	194.8	46.6	12.1
4 原油輸出国	192.9	13.7	21.0
5 イギリス	163.8	98.5	72.5
6 ロシア	127.1	▲16.7	7.0
7 ブラジル	124.5	19.5	85.5
8 ルクセンブルク	96.3	6.5	25.9
9 香港	93.2	41.6	12.5
10 台湾	75.7	14.4	1.8
11 スイス	63.7	38.8	13.0
12 ドイツ	55.2	6.6	▲3.5
13 アイルランド	50.6	167.7	▲10.9
14 シンガポール	39.6	24.1	▲21.5
15 インド	38.8	92.1	▲19.9
16 韓国	37.4	▲11.2	▲13.5
17 メキシコ	31.6	▲3.1	19.0
18 トルコ	28.8	▲16.0	7.4
19 ノルウェイ	28.3	1079.2	28.9
20 タイ	26.8	▲11.8	12.1
(小計)	2947.8	23.9	11.1
その他	345.3	11.5	▲1.3
合計	3293.1	22.5	9.8
うち公的機関	2287.5	17.6	-
うちT-Bill	586.2	138.7	-
うちBonds & Notes	1701.3	0.1	-

(資料) 財務省、注: 昨年6月にベンチマークの変更があり、上記期間での比較とした。

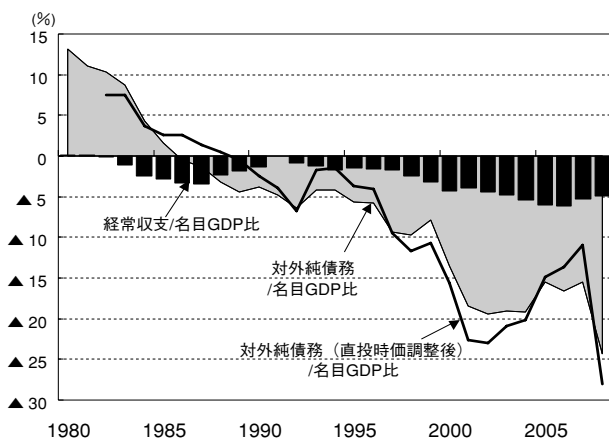
(3) 対外投資ポジションとドル信認問題

米国では恒常的とも言える経常赤字が続いており、既に1980年代後半には対外純債務国となっている。ただし、抜きん出た経済規模と対抗馬の不在から、ドルは基軸通貨としての地位を維持してきた。海外からのインフローに関しても、米国経済への信認の厚さを背景としている。しかし、純債務国になって久しい米国への信認がいつまで続くこととなるのか、そのサステナビリティに関しては、常々問題とされてきた。この点、金融危機以降、ドル以外の基軸通貨を求める動きが再燃しており、今後の議論の行方が注目される。

7月に入って、ガイトナー財務長官は中国・中東・欧州など米国債の主要な保有国を歴訪、「強いドル」と「財政赤字圧縮」を「公約」し、

米国への投資保持を要請した。しかし、米国における海外投資家の保有証券のうち「官」による保有は34%（2008年6月末：財務省）、海外部門の資産全体では17%（2008年末：商務省）に過ぎない。民間による米国へのインフローは、“公約”ではなく、先行きの見通し如何によって決まることは言うまでもない。

【図表-21】 対外ネット投資ポジションの推移



(資料) 商務省、対名目GDP比、年別、%

4 | 金融規制強化の行方

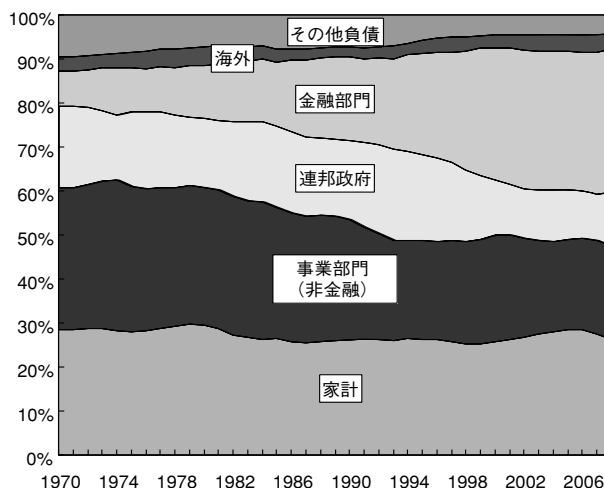
長期的に負債残高の動きを見ると、金融部門の負債残の伸びが、過剰消費の家計や財政赤字の連邦政府を上回って推移している。この結果、現在の負債残高の部門別シェアを見ると、金融部門が32.5%、家計が26.3%、連邦政府が12.1%、海外部門が3.5%となる。

金融部門は80年代前半のビックバンと呼ばれた規制緩和の流れを受けて、急速に拡大してきたが、今回の金融危機で、金融機関への規制強化の動きが強まっている。6月に発表された規制強化案では、FRBの権限強化とデリバティブへの規制強化が提案された。今後の議論にもよるが、規制強化への方向性は次第に強まりつつある。

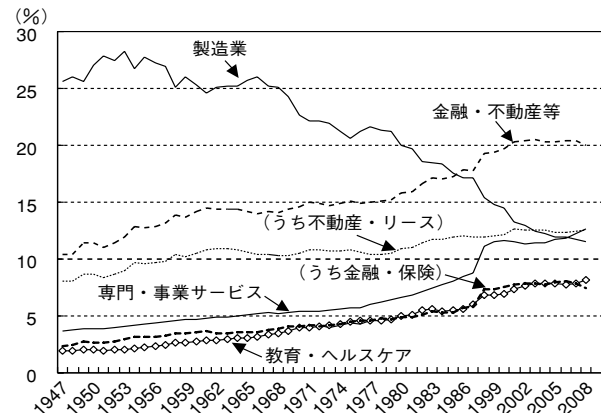
ただし、金融・不動産部門は、GDPの2割強を占める米国の主要産業である。規制の強化策を誤れば、米国へのインフローを減少させ、

金融部門の競争力を弱めることにもなりかねず、その帰趨が注目される。

【図表-22】 部門別の負債残高シェア (%)



【図表-23】 産業別のGDP構成比



(資料) 商務省

4—おわりに～長期目標への筋道が不明確なオバマ政権の対応

今回のリセッション以前には、世界的な金余りの中で米国はそれらの資金の受け入れ先となっていた。特に、家計と政府は大幅な資金不足下にあり、外国からの資金流入が補った。

しかし、状況は一変した。負債残高の伸びが示すように、低金利の恩恵を最も享受してきた家計部門は、一転、負債の調整を迫られている。オバマ大統領は、「これまでの借金に頼った消費

経済は砂上の家であり、岩盤に建つ家を構築するため、今後は貯蓄して投資を行い、輸出を増加させなければならない」と新たな米国経済の再建を強調した。さらに、米国の深刻な経済危機は「短期的な利益が優先され、目先の利益のために規制を骨抜きにした」ことよるとし、規制の強化を提案している。

また、「短期的には雇用を一気に創出し、長期的な成長に向けてエネルギー、ヘルスケア、教育等への投資が必要」と主張した。政権担当から半年が経過、経済・金融危機からの安定化は進展したものの、リセッション入り後の雇用者減は7百万人に接近するなど現状は「雇用を一気に創出する」状況とは程遠い。

5月の貯蓄率は14年ぶりの高水準になったが、これは減税にもかかわらず消費を喚起できない結果であり、政府の意図するものではなく、実際、雇用・輸出とも大幅な減少が続いている。今後も貯蓄率上昇が続くのであれば、成長率は抑制され、雇用の改善は先送りされよう。

7月に入っても、政権担当者からは、輸出主導型で経済再建を行うとの主張が繰り返されている。しかし、前述のように、米国では金融業の拡大の一方、製造業は長期的に縮小推移を辿ってきた。輸出主導型の経済は、一朝一夕に出来るわけではない。政権は長期的な目標を示しながら、それに向けての道筋を示せない状態とも言える。7月には政権への支持率が60%を下回るなど、オバマノミクスへの支持にも陰りが見られつつある。