

Weekly エコノミスト・ レター

資金循環に見る米経済の実態

経済調査部門 主任研究員 土肥原 晋
(03)3512-1835 doihara@nli-research.co.jp

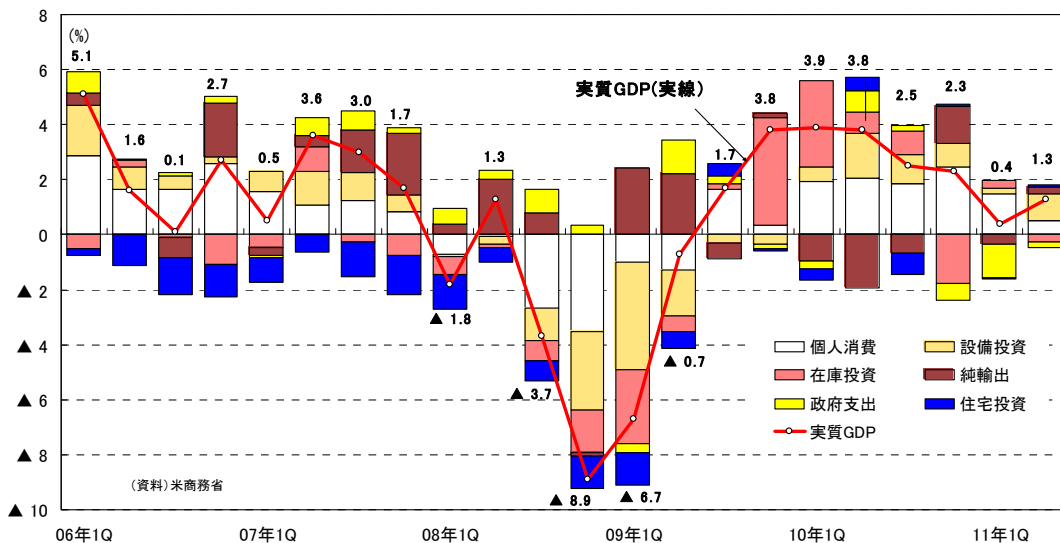
<米国経済の概況>

- ・ 金融市場混乱の影響を受け、一時はリセッション入り間近とも見られた米景気であるが、雇用統計をはじめ、9月経済指標は概ね回復の動きを見せている。このため、7-9月期GDPは、個人消費の持ち直し、設備投資の牽引等で年率2%台の市場予想となっており、また、相次ぐ政策テコ入れもあって、リセッションは一旦先送りの情勢となっている。

<資金循環に見る経済実態>

- ・ 金融危機前後の資金循環は大きく変化し、家計や企業が負債減に転じる一方、連邦政府の負債増が顕著に。その後、企業部門の負債は増加に転じたものの、家計部門の負債減は持続。
- ・ 家計全体ではバランスシート調整が進展するも、金融資産の回復に偏り、住宅ローンを抱える多くの家計では調整の遅れが懸念される。
- ・ 連邦政府の負債は、伸び率が縮小するものの、増加基調が続く。依然、最大の資金不足部門として他部門の余剰資金を一手に吸収している。

(図表1) 米国の実質GDPと寄与度の内訳推移 (四半期、前期比年率、%)



1、米国経済の概況

(1) 最近の経済動向

●7-9 月期 GDP は 2% 台に回復も、低成長は持続

米国の成長率は、1-3 月期は前期比年率 0.4%、4-6 月期も 1.3% に留まった。上半期の低成長は、回復途上の米経済に、中東情勢の波乱で原油価格が急騰、日本の震災による自動車生産・販売への影響、米国の悪天候等が重なったことが大きい。7-9 月期もハリケーン等の天候要因に加え、夏場の債務上限引上げ問題の混乱やギリシャを中心とした欧州債務問題の再燃等による金融市場波乱の影響が懸念されるが、上半期の米経済に影響の大きかった原油・ガソリン価格の高騰や日本の震災の影響は緩和・収束しつつある。9 月平均の原油価格は 86 ドル/バレルと 4 月 110 ドル/バレルから 22% 下落、9 月自動車販売も年率 1310 万台と震災直前の水準を回復した。このため、4-6 月期の GDP ではガソリン価格高騰や自動車販売減少の影響で落ち込みの大きかった個人消費（前期比年率 0.7%、1-3 月期は同 2.1%）の持ち直しが期待できそうだ。また、4-6 月期に同 10.3% と堅調だった設備投資は、7-9 月期も牽引役が期待される。更新投資は 4-6 月期に同 6.2% と伸びを低下させたものの回復基調にあり、一定の伸びを確保しよう。また、4-6 月期に急伸（同 22.6%）した構築物投資は商業ビル等の伸びにより二桁の伸びを維持しそうだ。27 日に発表予定の 7-9 月期 GDP は 2% 台の回復（現時点での市場予想は 2.2%）が見込まれている。

予想通りなら 2 四半期連続の上昇となるが、今後も回復基調が続くとみるのは時期尚早だろう。個別の経済指標を見ると、8 月の雇用者増や小売売上高の速報値はともに前月比でゼロとなり、8 月実質個人所得は連月で前月比の減少が続くなど、一時は、リセッション直前ともいえる様相を呈した。その後、9 月雇用統計では雇用者増が 10.3 万人、7・8 月分も大幅に上方改定され、9 月小売売上高でも前月比 1.1% と予想を上回る増加を見せ、8 月分は上方修正された。リセッション入りは一旦先送りされた形となったが、依然、米景気が脆弱な状況に変わりはない。

●低成長の背景にある住宅・雇用問題～脆弱な景気を政策で下支え

上半期の低成長には上記の様々な要因が影響したが、昨年暮れに決定した 9000 億ドル弱の景気対策と金融緩和策（QE2）等が下支えした。そうした政策効果が薄れた所に、債務上限問題や欧州信用問題等による金融市場の混乱が生じ、リセッションへの懸念を強めた。このため、9 月には米政府は 4500 億ドルの追加対策を発表、FRB も追加の金融緩和策を決定したが、要は、様々なショックには政策的なテコ入れが必要なほど成長力が弱い状況にある。

こうした弱さの背景には住宅と雇用の問題が存在する。過去、米国の景気サイクルの多くは、住宅に左右されてきた。金利に敏感な住宅市場は、景気過熱時に金融引締めで落ち込む一方、金利低下が進行すると回復に向かう。景気減速期間中に手控えられた住宅需要の蓄積も加わり、景気回復時には推進役となっていた。ところが、リセッション終了後 2 年が経過、歴史的な金利低下にも反応せず、住宅市場は冷え込んだ状況が続いている。3 割を超える下落を見せた住宅価格はなお底値を模索、家計のバランスシート調整を通じ、個人消費の大きな抑制要因となっている。

雇用状況についても、長期に渡る大規模な雇用減から回復できていない。リセッション（2007/12～）後の雇用減少は直近の過去 2 回のリセッションをはるかに上回り、リセッション直前との比較では未だに 650 万人を超える雇用減が続く。その分、雇用者所得の喪失が大きく、個人消

費を抑制し、住宅市場では差し押さえ増加要因となっている。

しかし、これまでの財政赤字の拡大と金利低下余地の縮小で政策面の支援は手詰まりとなっている。米政府は9月に景気対策を発表したが（詳細は9/9エコノミストレター参照）、来年の大統領選を前に政党間の合意が難しさを増しており、成案は不透明である。このため、金融政策により頼らざるを得ない。政策目標金利は既にゼロとなっているため、FRBでは様々な非伝統的金融政策を検討、8月の向こう2年間のゼロ金利表明に続き、9月FOMCではツイストオペの実施を決定するなど、連月で追加緩和策を決定した。米国経済は低空飛行を続ける余力は残していると思われるが、外的ショックを跳ね返すほどの強さはない。一方、景気テコ入れの政策対応も次第に小粒になり、効果は限定・一時的だ。このため、欧州信用問題が緊張を高める中、米景気が強さを取り戻すまでは、景気が失速しそうになると、限定的ながらも政策的なテコ入れが繰り返される状況が続くそう。

（2）金融政策の動向

● 9月FOMCでは、4千億ドルのツイストオペを決定

9月20・21日開催のFOMC（連邦公開市場委員会）では、現在の景気について“かなり大幅なダウンサイドリスク”を抱えるとし、2012年6月末までに4000億ドルの残存期間6年超の長期国債を買い入れると同時に、同額の残存期間3年以内の国債を売却するツイストオペレーションの実施を決定した。これにより長期金利を一層低下させ、金融緩和を推進する。また、MBS（住宅ローン担保証券）償還金等のMBSへの再投資を決定、住宅市場への支援を維持・強化する。

前回FOMCでは、2013年半ばまでの実態上のゼロ金利（0% - 0.25%）据え置きを表明しており、連続の金融緩和策の決定となる。ただし、会期を1日延長して議論したものの、市場の注目度の高い追加の量的緩和策（QE3 = quantitative easing）は見送られた。今回決定のツイストオペは市場の予想通りであったが、声明文で“大幅なダウンサイドリスク”の存在を指摘したこと等から株式市場は急落（NYダウ30種で▲283ドル）、8月FOMC直後の急上昇（+429ドル）とは対照的だった。一方、債券市場では、超長期債の購入比率の高さ等が評価され、長期国債金利（10年）は一時1.7%台をつけるなど大きく低下した。現在は、2.2%前後と8月FOMC時点まで戻したものの、7月末2.8%、6月末3.15%等との比較では、大幅に低下した水準にある。

● 議事録に見る金融政策の方向性～QE3は“温存”～

10/13公表の9月FOMC議事録によると、景気に関しては、「ほとんどの委員が景気見通しの下方改定が追加の緩和策を正当化するとし、金融政策だけで景気を完全に修復できるわけではないが、追加緩和策がFRBの責務により重要な貢献を行う」と判断した。今回、適切な追加緩和策として支持された保有債券の入れ替えによる償還期限延長策には、3委員が反対を表明した。一方、MBSの償還金の同証券への再投資についてはほとんどの委員からの支持を得た。

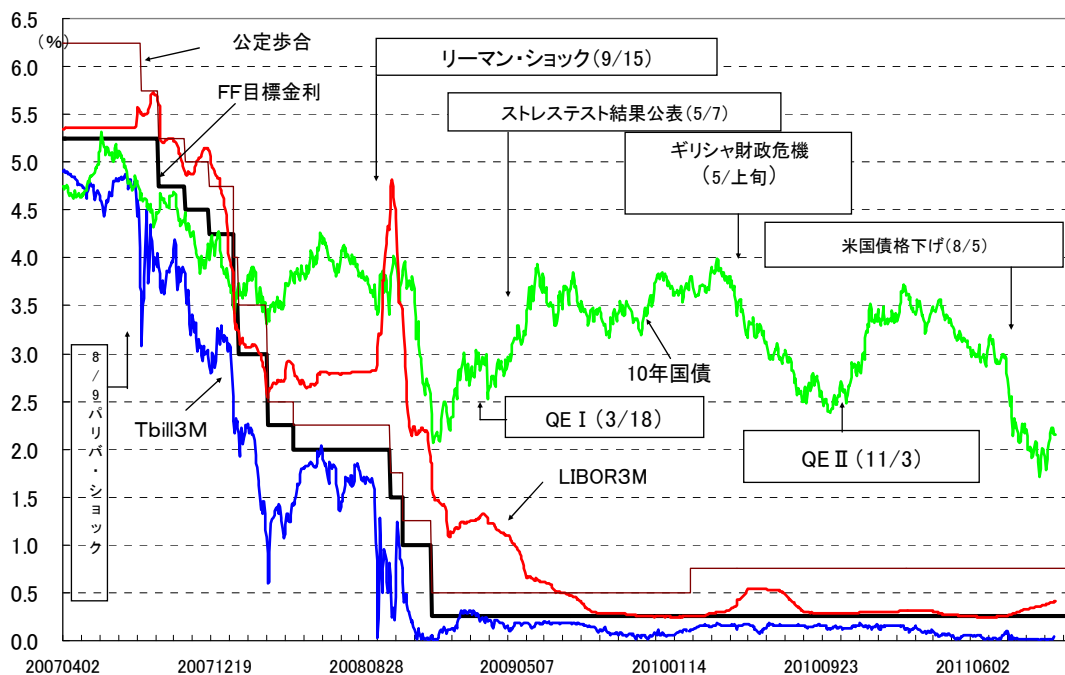
なお、市場に影響を与えた声明文の「大幅なダウンサイドリスクがある」との景気認識については、多くの意見が「景気が下降に転じたわけではなく、緩やかに上昇しているものの、“逆風のショック”により傷つき易くなっている」とした。また、そうしたショック要因として「家計のバ

ランスシート調整の想定以上の長期化、足もとでの予想以上の財政緊縮、欧州信用問題の米国への波及」等を上げ、実際にそのような局面が生じた時には、最善と思われる金融・流動性手段を用いることで合意している。

一方、政策のオプションとしては、SOMA (the System Open Market Account) ポートフォリオの償還期限の延長策に関して、①現行の再投資策、②ツイストオペ等による追加資産購入、③長期債購入拡大策を挙げ、さらに④準備金への付利 (IOR = Interest on Required Balances and Excess Balances) の引下げ等について検討した。これらの策は「政策金利の下げ余地の無いなかでは追加的な金融緩和効果がある」と判断されたが「バランスシートのデレバレッジ、信用の抑制、景気先行きの不透明、等の状況下では景気刺激効果は限定的・一時的である」との意見や、こうした策の実施に関しては「短期債の調整等によりFRBのバランスシートを拡大しないことが必要」との意見が出された。多くの意見は「大規模な資産購入は一層の追加的な景気対策が必要とされる局面のオプションとして取っておくべき手段」としていた。また「大規模な資産購入とそれに伴うバランスシートの拡大 (いわゆるQE 3) は、景気刺激効果以上にインフレやその期待を刺激するため、デフレ懸念が強まった局面に於ける備えとして温存すべき」との意見もあった。さらに「長期債の保有規模の拡大は、市場機能の低下をもたらす」との懸念も見られた。

なお、IORの引下げについては、金融市場や信用仲介機能等への混乱の可能性や、その影響が不透明とされた。このほか、市場とのコミュニケーションの改善では、声明文だけでは充分でないとしその他の手段の必要性があるとするなど改善方向で合意している。

(図表 2) 政策金利と長短期金利の推移 (日別)



2、資金循環に見る米経済の実態

住宅バブルの崩壊や金融危機を受けた急速な景気後退は、資金循環面にも大きな変化を与えた。その後、2009年6月にはリセッションを脱し、企業部門が負債増へと転じるなど、正常化への動きも窺われる。しかし、家計では、依然、住宅ローンを中心に借り入れが減少、バランスシート調整が進行中である。以下では、2011年上期までの資金循環表における変化を検証した。

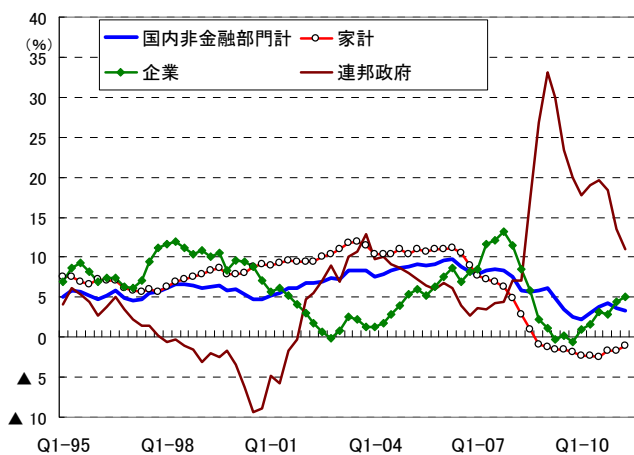
(1) 国内借り入れの動向～家計部門の負債減が3年に渡り持続

国内非金融部門の借り入れは、2009年4Qには前期比年率1.4%に低下、2009年年間では前年比3.1%と異例の低水準となった。その後、2010年は年間で4.2%と伸びを高めたが、2011年1Qは年率1.9%、2Qは同3.0%と再び伸び悩んでいる。

部門毎の動きを見ると、家計では消費者ローンが昨年4Q以降増加に転じたが、大半を占める住宅ローンの減少が続き、2008年3Q以降、3年間に渡る負債減が続いている。半面、企業部門では、2010年3Q以降負債増に転じた。一方、連邦政府の負債は2008年以降3年間に渡り前年比20%超の高い伸びを続け、今年の上半期になって漸く年率で1桁へと伸びを縮小、州・地方政府の上半期負債は減少に転じた。国内非金融部門の負債はリセッション中を含めて純増を続けたが、多くは上記の連邦政府負債の急増によるものと言えよう。

その他、国内金融部門は2009年以降、2年半に渡る負債減を続け、海外部門は2009年以降負債増に転じたが、2011年2Qは年率▲0.7%と1年ぶりに純減に転じた(図表3)。

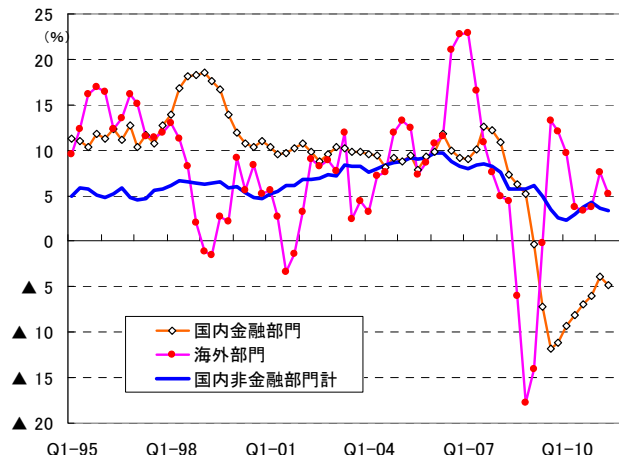
(図表3-①) 負債の伸び率



(注)前期比年率の3四半期移動平均、

(資料)FRB、以下ではFRB以外についてのみ出所を注記。

(図表3-②) 負債の伸び率



(注)前期比年率の3四半期移動平均

なお、資金循環で用いたデータは季節調整済み年率。

(2) 部門別資金過不足の推移

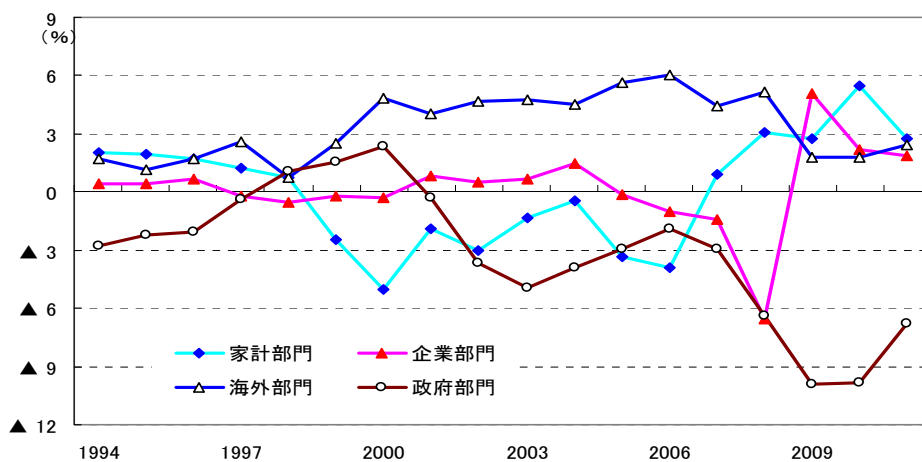
米国ではリセッション前後に資金循環表で大きな変化が生じた。家計部門では、2007年には負債増加額が縮小、純金融投資〔以下、金融バランス(=金融資産純増-負債純増)と呼ぶ〕がプラスとなり資金余剰部門に転じた。その後2008年以降は負債純減による資金余剰が続いている。ま

た、企業部門でもリセッション後の2009年には負債が純減するなど余剰部門に転じた。海外部門でも2008・2009年に負債が純減に転じたが、金融資産の純増額の縮小も大きく、余剰部分を大きく縮小させた。一方、連邦政府は財政赤字拡大に伴い大幅な調達を実施、負債の急増を招いた。

この結果、全体の金融バランスを見ると、2006年には、海外部門が唯一の余剰部門だったが、2007年には家計が、2009年には企業部門が資金余剰に転じ、金融危機後は、赤字拡大で資金需要の急増した政府部門のみが資金不足となっている（図表4）。

<参考> 米国の資金循環表では、部門毎に総貯蓄と総投資がバランスするが、総投資は資本支出と金融投資収支に分けられ、金融投資収支（金融バランス＝金融資産純増－負債純増）が資金余剰ないし資金不足を示す。2009年の資金循環表では、政府部門を除く他部門では、金融バランスがプラスとなり資金余剰を示した。

（図表4）米国の部門別金融バランスの対名目GDP比



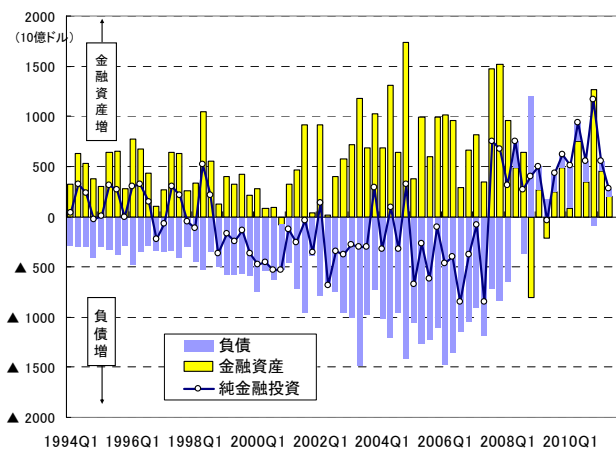
（資料）FRB、米商務省。年ベース、2011年は上半期。

（3）家計部門の動向

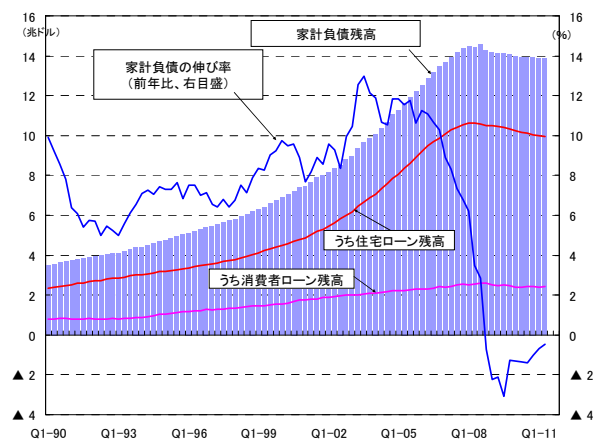
①家計部門の金融バランス～異例の負債減が続く

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。

（図表5）家計の金融バランスの推移（四半期）



（図表6）家計負債の推移と伸び率



しかし、2007年のリセッション入り以降は、資金余剰に転じ、特に、2008年のリーマン・ショック直後には株価や住宅価格の急落で金融資産への投資が純減となり、負債面でも住宅ローンが純減に転じるなど、異例の動きを見せた。その後、金融市場の落ち着きに伴い金融投資はプラスに転じたが、負債の減少はその後も続いている(図表5・6)。

②家計のバランスシート調整は金融資産頼りの進展

家計部門の資産全体ではピークだった2007年3Qから2009年1Qには20.2%減となったが、株価の下落率が51.4%と大きかった。その後、株価の戻りが大きく、2011年2Qの家計資産全体ではピーク比で9.4%減にまで縮小した。半面、住宅資産の減少は持続、金融資産に頼った回復となっている。

負債については2008年3Qまで増加が続いたこともあり、ピーク比での減少は4.7%減に留まる。この点、金融資産の回復の進展で、家計全体としてみるとバランスシート調整は改善している。もっとも、直近の住宅資産の減少▲28.9%に対し、住宅ローンの減少は▲6.4%に留まる(図表7)。

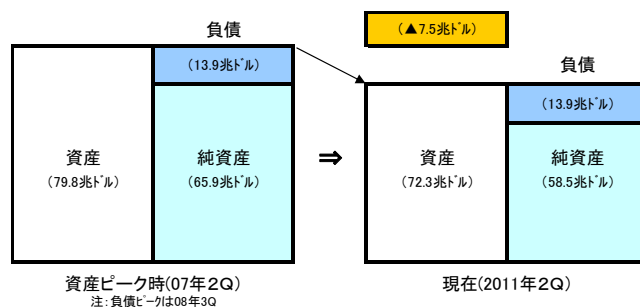
このように、家計部門全体ではバランスシート調整が進展しているが、金融資産の回復に頼ったものであるため、金融資産保有が少なく住宅ローンを抱えた家計の負担軽減にはいたっていない。こうした家計に向けた返済負担の軽減(住宅ローンのリファイナンス等)への政策対応が検討されている。

③負債比率は高止まるも、金利低下により返済負担は改善

家計の負債を資産との対比で見ると、2011年2Qの負債/資産比率は19.2%とピークだった2009年1Qの22.2%から低下しているものの、依然、高止まりの状態にある。また、今7-9月期は債務上限問題やギリシャ危機等で金融市場が混乱、この間の株価下落率は▲12%となり、上記比率が上昇した可能性がある。また、可処分所得で見た負債比率は119.5%とピークの135.3%(2007年3Q)から低下しているものの、前々回リセッション終了後の2001年4Q(104.2%)との比較ではなお高水準にある(図表8・9)。

一方、可処分所得比で家計の返済負担率を見ると、DSR(デット・サービス・レシオ)は11.09%(2011/2Q)と1994年以来の低水準に、FOR(金融支払い負担)では16.09%(2011/2Q)と1993年以来の低水準へと低下している。長期金利低下の影響も大きく、ツイストオペレーションの実施で、長期金利が低水準で安定的に推移すれば今後も改善が見込まれよう。(注)DSR:デット・サービス・レシオ=住宅ローンと消費者信用の返済負担、FOR:金融支払い負担=DSR+自動車リース料・家賃・保険料等、いずれも可処分所得比(%)、出所:F R B)

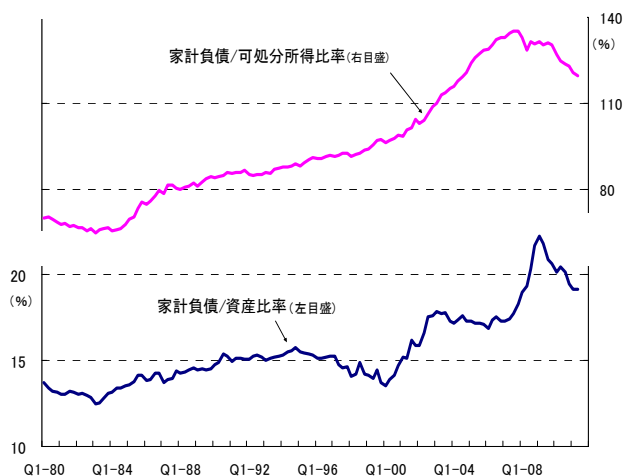
(図表7-①) 家計のバランスシートの変化



(図表7-②) 家計バランスシートの内訳

項目	ピーク比(%)			ピーク時	資産比(%)	項目	ピーク比(%)			ピーク時	資産比(%)
	2009/1Q	2010/2Q	2011/2Q				2009/1Q	2010/2Q	2011/2Q		
家計資産	▲20.2	▲14.8	▲9.4	2007/3Q	100	家計負債	▲2.8	▲4.3	▲4.7	2008/3Q	19
住宅資産	▲26.5	▲24.5	▲28.9	2006/4Q	22	住宅ローン	▲1.1	▲4.2	▲6.4	2008/1Q	14
金融資産	▲21.6	▲13.9	▲3.9	2007/3Q	68	純資産	▲24.9	▲18.0	▲11.3	2007/2Q	81
株式	▲51.4	▲33.9	▲13.6	2007/2Q	12						
投資信託	▲33.6	▲13.8	8.6	2007/3Q	7						
年金積立金	▲27.2	▲14.5	▲1.2	2007/3Q	19						

(図表8) 家計の負債比率の推移(四半期)



(図表9)家計の金融支払い負担(対可処分所得比)

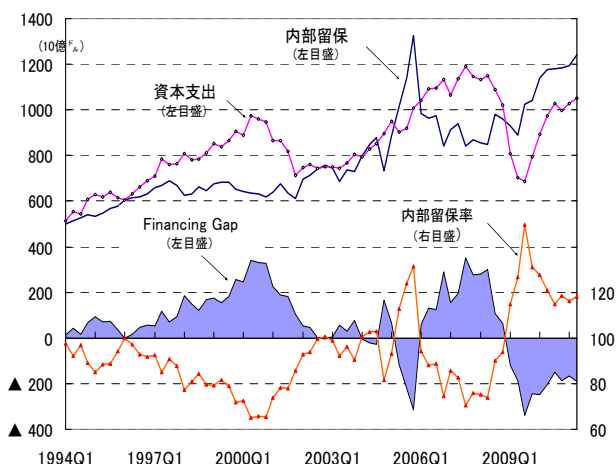


(4) 企業(非金融)部門の動向

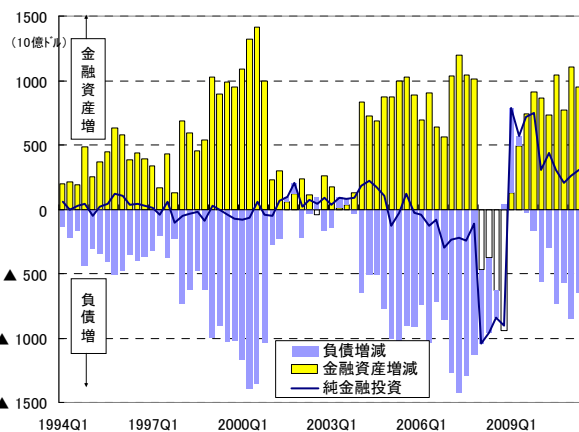
①企業部門の Financing Gap ~異例の長期間の内部留保超が続く

企業部門 (Nonfarm Nonfinancial Corporate) の資本支出 (=設備投資+在庫投資) は、リセッション直後の 2009 年 3 Q をボトムに増加に転じた。一方、企業の内部留保は、2009 年 1 Q 以降は資本支出を上回り、その後も拡大している。このため、Financing Gap (=資本支出-内部留保) は 2009 年以降マイナスに転じ、内部留保で資本支出を賄える状況が続いている (図表 10)。

(図表 10) Financing Gap の推移(四半期)



(図表 11) 非金融企業部門の金融バランス(四半期)



②企業部門の金融バランス~大幅な資金余剰も徐々に縮小

企業部門の金融投資と負債は、景気回復時に両者とも増加し、半面、リセッション時には共に減少する傾向を見せる。これは資産面に売掛金、負債面に買掛金を含むなど、景気変動とともに増減する項目に左右されるところが大きいためである。ただし、両建てで動く資産は、両者の差引き

である金融バランスへの影響が少ないため、企業部門の金融バランスの変動は概して小幅である。

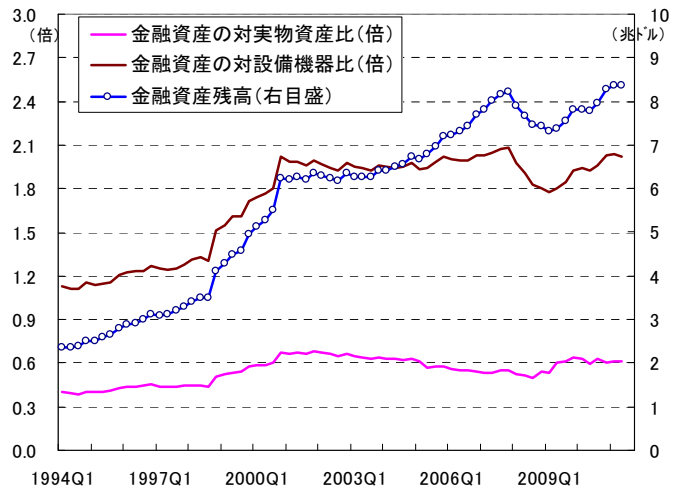
しかし、リセッション入り後の 2008 年には、金融資産取り崩しの動きにより金融投資が大幅な純減に振れ、その後は負債が急速に縮小し 2008 年 4 Q以降は純減となったため、金融バランスも大きく変動した。2009 年 3 Q以降の金融バランスは大幅な資金余剰に振れたが徐々に縮小に向かっている(図表 11)。

③企業の資金余剰と設備投資

前記のように、企業部門では 2009 年以降、資金余剰に転じているが、企業が設備投資を手控えているわけではなく資本支出は伸長、企業の負債も 2009 年 3 Q以降純増に転じている。金融資産の残高も、リセッション時の落ち込みを回復している。

一方、実物資産や設備機器との対比で金融資産を見ると、2000 年まで増加を見せた後はほぼ横ばいに推移、リセッション時に落ち込んだものの、近年の上昇でほぼリセッション前の水準を回復している。企業部門全体では、金融資産・実物投資がバランスを保った回復を見せていると思われる(図表 12)。

(図表 12) 金融資産の推移(残高ベース)



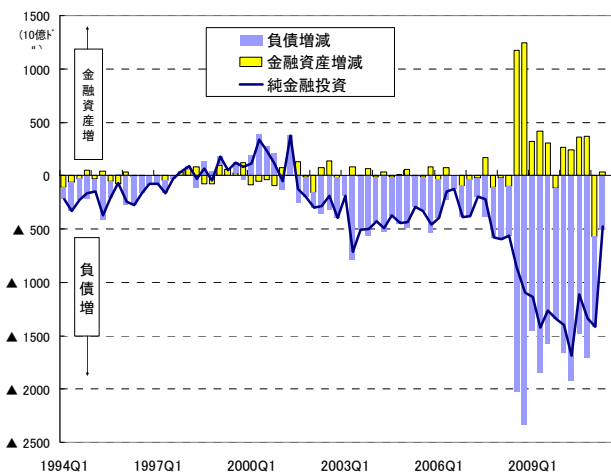
注：金融資産残高は売掛金や海外直接投資等を除いた。

(5) 政府部門の動向

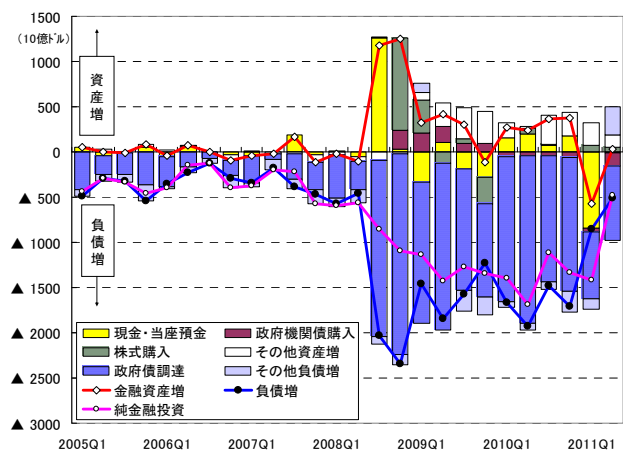
①連邦政府の金融バランスと資金調達の特徴

連邦政府の金融バランスは、財政赤字に転落した 2001 年以降資金不足状態が続いており、2009 年に企業部門が余剰に転じた後は唯一の資金不足部門となっている(図表 13)。

(図表 13) 連邦政府の金融バランス



(図表 14) 連邦政府の投資・負債の内訳(四半期)



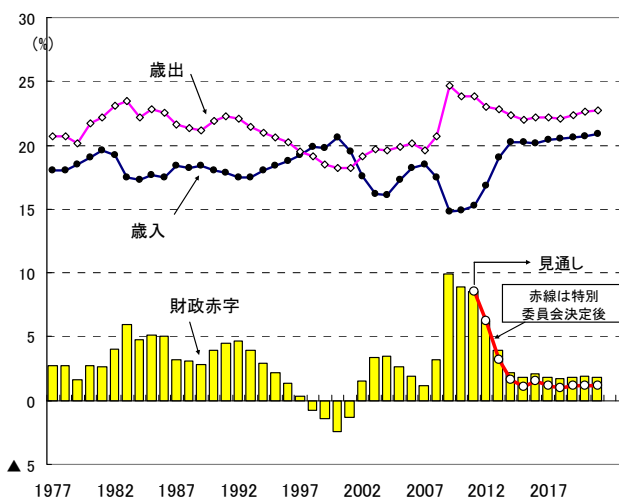
連邦政府の資金調達の内訳を見ると、財政赤字を財務省証券で調達するシンプルな形となっている。これまで金融投資はほとんど行われていなかったが、金融危機以降は、緊急経済安定化法による7000億ドルの資産買取り枠（TARP）を設定、金融機関への支援（優先株の取得等）を行ったことにより、金融投資・負債がともに急増、異例の動きとなった。この結果、金融投資の内訳には、株式や政府機関債が計上され、負債面には、資金手当てとしての国債発行が急増した（図表14）。

② 財政赤字急拡大で大幅な資金不足に

2009年にオバマ大統領が就任すると、2月には約8千億ドルに昇る景気対策法が成立した。さらに、景気回復の遅れから、2010年暮れにも約9千億ドル規模の追加景気対策を決定しており、2009年度以降、連邦政府の財政赤字は急拡大、対名目GDP比で8%を超える異例の規模の赤字が持続している（図表15）。

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、現在では対名目GDP比2.4%にまで資金余剰を縮小しているが、家計と企業部門が余剰に転じたことにより、こうした政府の資金不足を充足している。今後も、停滞気味の景気が続くと見られ、こうした構図がしばらく維持されると思われる（図表-4参照）。

（図表15）連邦財政赤字の推移（対名目GDP比、%）



（資料）2011年度予算教書、見通しは2011年8月CBO

（6）海外部門の動向

① 回復に向う資本流入

海外部門にとっては、米国への輸入や米国の利払い等が収入となり、米国の輸出や米国への利息支払い等が支出となる。また、それらの収支が海外部門の総貯蓄となり、ほぼ米国の経常収支にバランスする。一方、金融資産と負債の収支となる金融バランスは、ほぼ総投資（国際収支面では資本収支）に一致、米国への直接投資は金融資産に、米国からの直接投資は負債に計上される。

大幅な経常赤字が恒常的となっている米国において、資金循環面における海外部門への課題としては、ドルへの信認を保ち、将来にわたって海外からのインフローを確保できるか、という点にある。リセッション前の2007年上半期までは経常赤字額の2倍以上の金融資産増（米国へのインフロー）があり、その余剰分で米国は海外への投資（＝アウトフロー、金融バランス上は負債）を行っていたが、金融危機前後では、経常赤字を大幅に下回る額しか流入せず、米国の海外投資回収（海外部門の負債の純減）によってバランスをとっていた。しかし、金融危機直後には海外からの米金融資産への投資（インフロー）、海外部門の負債（アウトフロー）がともに減少、金融バランス収支が経常赤字を大きく下回るなど異例の事態となったが、その後、金融資産・負債がともに増加に転じたため、金融収支は経常赤字に絡んだ動きを保っている（図表16）。

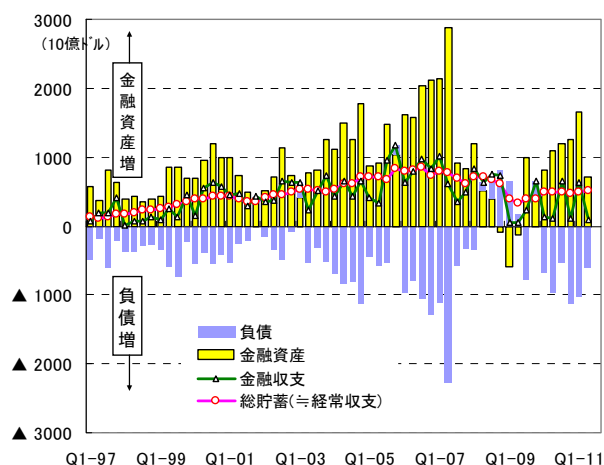
内訳については、海外からの米国への投資では米国債や米国株、米国への直接投資が大きく、

半面、海外部門の負債では、米からの海外向け直接投資が中心ながら、海外への株式や債券投資も大きい。もっとも、資産面では銀行間取引やその他資産、負債面では民間預金やその他資産等が折にふれて大きく変動するが、こうした資産・負債項目はならしてみると積み上がっているわけではない。なお、金融危機時には、金融投資では政府機関債や社債が大幅な純減となる一方、国債が増加するなどリスク回避の動きを強めた。ただし、株式は金融危機にあった2008・9年を含め、年間の純増ペースを維持している。

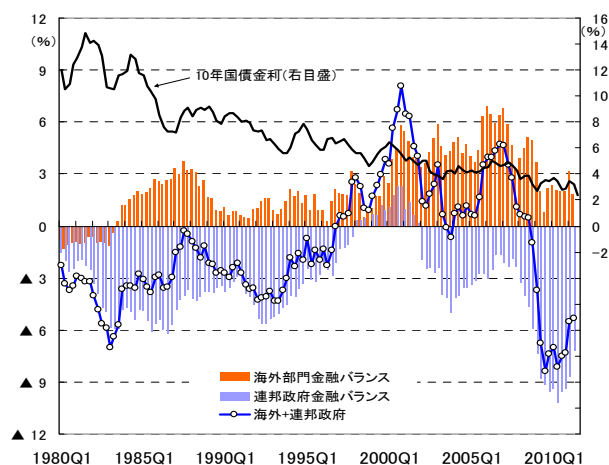
②海外インフローと財政赤字

2000年以降の財政赤字拡大は、ドル高維持もあって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るなど、海外インフローは、恒常的な財政赤字の財源としても重要な位置づけを占めてきた。しかし、近年の財政赤字のように1兆ドルを超える規模が続くのであれば、海外からのインフローで充足するには無理が生じ、家計・企業部門を含めた余剰資金が提供されることとなる。実際、海外部門のネットのインフローから連邦政府の赤字を差し引くと、2008年4Q以降はマイナスに転じ、その後も大幅なマイナスが続いている。景気回復時には資金逼迫の要因とも成りかねず、この面からも財政赤字の削減は大きな課題と言えよう。なお、80年代の「双子の赤字」時には、財政赤字が経常赤字より拡大、財政資金の調達は、海外部門だけでは賅えず、この不足分の調達が他部門と競合して金利の高止まりを招いている(図表17)。

(図表16) 海外部門の金融バランス(四半期)



(図表17) 海外と連邦政府の金融収支
～持続する双子の赤字



注:金融バランスは対名目GDP比の3四半期移動平均

③海外の米国債保有状況～高まる新興国の存在

最近の長期金利は、FRBの金融緩和策により、10年国債金利が一時1.7%台をつけるなど低位での推移が続いている。FRBは、景気回復の遅れを懸念し、緩和策維持する方向であり、当面、長期金利は低位で推移しよう。

米金利低下がドル安を招き、中国等の新興国では為替介入を実施、それらのドル資金が米国債へと還流している。最大の米債保有国である中国では、介入によるドル資金を他国に投資している

ため、昨年末からの増加は小幅に留まっていたが、8月は1,1370億ドルと減少に転じた。

国別に海外諸国の保有状況を見ると、中国・日本・英国等の上位常連国に、ブラジル・台湾・香港等が上位に進出している。半面、先進国でも対米黒字上位国のドイツが15位にあるなどユーロ圏諸国は低位にある。為替調整の必要が無く、準備としても一定額を要しておけばよいとの判断と見られるが、保有面でユーロ圏先進国の増加が期待できないとすると、中国、ブラジル・ロシア等の新興国の重要性は高まる。こうした国の今後の長期債への投資スタンスにも配慮が必要となって来よう(図表18)。

(図表18) 国別米国債保有状況の推移

(単位:10億ドル)	2011	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2011 Aug	
	Aug	Jul	Dec	Dec	Dec	Dec	Dec	シェア(%)	増加率(06年比)
1 China, Mainland	1137.0	1173.5	1160.1	894.8	727.4	477.6	396.9	24.9	186.5
2 Japan	936.6	914.8	882.3	765.7	626.0	581.2	622.9	20.5	50.4
3 United Kingdom	397.2	353.4	271.6	180.3	131.1	158.1	92.6	8.7	328.9
4 Oil Exporters	236.3	234.4	211.9	207.4	186.2	137.9	110.2	5.2	114.4
5 Brazil	210.0	210.0	186.1	169.3	127.0	129.9	52.1	4.6	303.1
6 Taiwan	150.3	154.3	155.1	116.5	71.8	38.2	59.4	3.3	153.0
7 Carib Bankng Ctrs	161.2	128.7	168.1	128.5	197.9	116.4	72.3	3.5	123.0
8 Hong Kong	107.9	111.9	134.2	148.7	77.2	51.2	54.0	2.4	99.8
9 Switzerland	147.5	108.4	107.0	89.7	62.3	38.9	34.3	3.2	330.0
10 Russia	97.1	100.2	151.0	141.8	116.4	32.7	-	2.1	-
11 Canada	82.6	83.4	76.7	52.8	-	18.7	26.9	1.8	207.1
12 Thailand	54.5	65.2	52.0	33.3	32.4	27.4	16.9	1.2	222.5
13 Singapore	58.3	62.9	72.9	39.2	40.9	39.8	31.3	1.3	86.3
14 Luxembourg	62	61.4	86.4	88.4	97.3	69.7	60.0	1.4	3.3
15 Germany	60.2	61.4	60.5	47.8	56.0	41.7	46.0	1.3	30.9
16 Turkey	39.2	41.9	28.9	28.1	30.2	25.6	23.0	0.9	70.4
17 India	37.7	37.9	40.5	32.5	29.2	14.9	14.6	0.8	158.2
18 Ireland	33.6	34.3	45.8	43.6	54.3	18.7	11.6	0.7	189.7
19 Belgium	31.8	31.3	33.2	17.3	15.9	13.2	13.6	0.7	133.8
20 Korea, South	32.4	29.4	36.2	40.3	31.3	39.2	66.7	0.7	-51.4
21 Poland	28.7	29.3	25.5	22.9	-	12.9	13.9	0.6	106.5
22 Mexico	28	29.1	33.6	36.8	34.8	34.4	34.9	0.6	-19.8
23 Philippines	25.1	24.7	20.1	11.7	11.7	-	-	0.5	-
24 Italy	23.7	24.3	23.7	21.1	16.0	14.6	13.2	0.5	79.5
25 Netherlands	22.6	23.1	22.7	20.4	15.4	15.2	20.7	0.5	9.2
(上記20ヶ国計)	4073.4	3998.7	3960.5	3266.0	2710.8	2071.0	1805.3	89.1	125.6
All Other	499.1	485.6	477.4	425.7	366.4	282.2	297.8	10.9	67.6
Grand Total	4572.5	4484.3	4437.9	3691.7	3077.2	2353.2	2103.1	100.0	117.4
Of which:									
For. Official	3245	3237.6	3188.4	2706.3	2138.3	1641.1	1449.0	71.0	123.9
Treasury Bills	409.2	392.3	462.3	534.3	457.9	196.3	176.8	8.9	131.4
T-Bonds & Notes	2835.7	2845.3	2726.1	2172.0	1680.4	1444.8	1272.2	62.0	122.9

(資料)米財務省、10億ドル、順位は7月時点

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。