

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

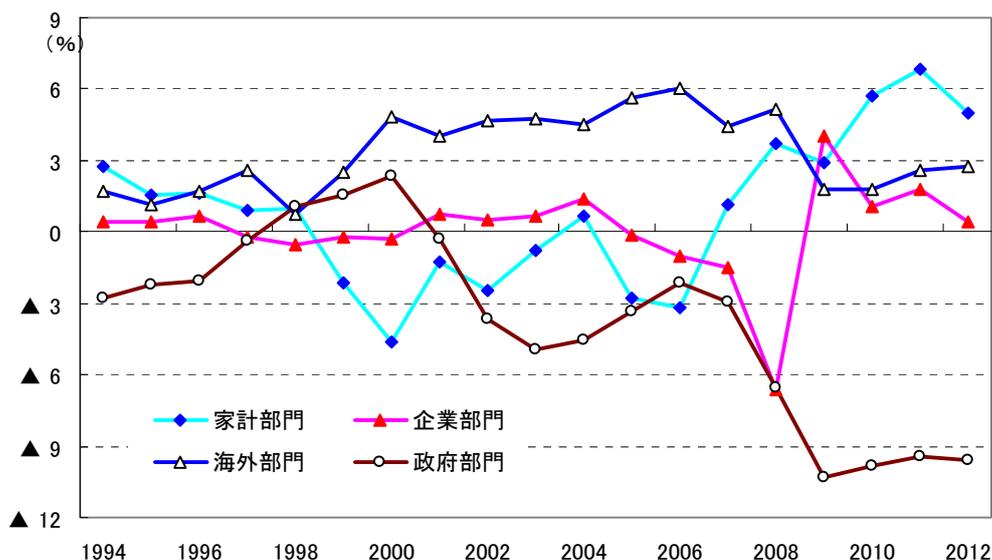
＜米国経済の概況＞

- 米経済は4-6月期に入ると、欧州債務問題の影響等により雇用統計をはじめ主要な経済指標が鈍化するなど、減速を見せている。このため、4-6月期GDPは、前期に続き年率1%台の弱めの成長が見込まれる。GDP発表後、月末にはFOMCが開催されるため、FRBの追加緩和策の有無等が注目される局面となっている。

＜資金循環に見る経済実態＞

- 資金循環面では、金融危機前後の混乱から立ち直りを見せる一方、危機前の状況とは大きな変化を見せている。家計や企業が資金余剰部門に転じる一方、連邦政府の負債が顕著に増加、連邦政府が一手に資金の取り手となる状況が続いている。
- 企業部門では資本支出の回復等から負債が増加に転じつつあるものの、家計部門では、金融資産の回復の一方住宅資産の回復が遅れており、住宅ローンを抱える多くの家計ではなお、バランスシート調整が進行、GDPの7割を占める個人消費への抑制が続いている。

(図表1) 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、2012年は第1Q。

1、米国経済の概況

(1) 最近の経済動向

●米国 4-6 月期 GDP 速報値、2 四半期連続の年率 1% 台か

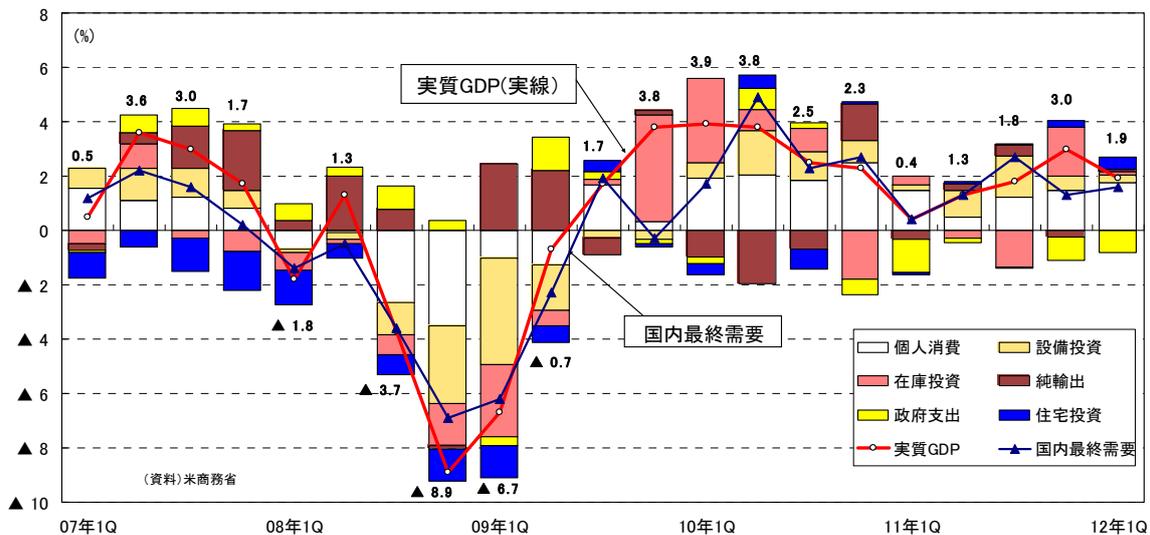
米国の成長率は昨年 10-12 月期に 3.0%（前期比年率、以下も同じ）と 6 四半期ぶりに 3% 台を回復したあと 1-3 月期は 1.9%へと急低下した。もっとも、1-3 月期の低下は前期の成長率を押し上げた在庫投資が縮小（寄与度 1.8%→0.1%）した影響が大きく、内需の強さを示す国内最終需要は、前期から伸びを高める（年率 1.3%→1.6%）など景気の回復基調は維持されていた。

しかし、4-6 月期に入ると、ギリシャ財政支援を始めとする欧州債務問題への警戒が強まった。金融市場は世界的にリスク回避の動きを強め、欧州景気の悪化を懸念してユーロが売られたのに加え、株価や原油価格も値を下げた。一方、米 10 年国債は 1.5%を割り込むなど過去最低を更新した。

金融面に限らず実体面でも、海外景気の悪化等により先行きの不透明感を強める状況となっている。主要指標を見ると、雇用者増の 4-6 月期の月平均は 7.5 万人増となり、1-3 月期の同 22.6 万人増から 1/3 へと急速に鈍化、小売売上高でも 4 月以降前月比の減少が持続、3 ヶ月連続の減少は 3 年半ぶりでリセッション後は初めてとなる。半面、住宅価格は 5 月まで 3 ヶ月連続で上昇、自動車販売台数も 4-6 月期の月平均では年率 14.1 百万台と前期には及ばなかったものの、前年比 16%増と堅調を維持している。生産部門でも 6 月 I S M 製造業指数が 49.7 と 3 年ぶりに 50 を割り込んだものの、6 月鉱工業生産は 0.4%増と回復、稼働率も 78.9%（5 月は 78.7%）と持ち直した。4-6 月期の景気は減速したものの、二番底への落ち込みを懸念するほど悪化したわけではない。27 日発表予定の 4-6 月期 GDP の現時点の市場予想は 1.5%であり 2 四半期連続で 1% 台の弱めの成長が見込まれている。

なお、今回の GDP 速報値の発表時には、2009 年まで遡って GDP の年次改定値が発表される。これまで大幅な修正が見られたこともあり留意しておきたい。

(図表2) 米国の実質GDPと寄与度の内訳推移（四半期、前期比年率、%）



●消費に陰り～雇用・小売等の消費関連性の強い指標が悪化

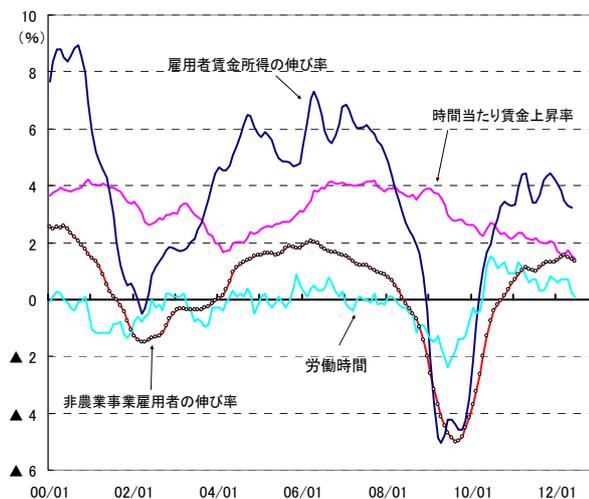
足元の景気減速の懸念を強めているのは、上記のように、雇用、小売等の消費関連性の強い指標を始め、企業のセンチメントを示すISM指数を含め、主要指標が押し並べて悪化を見せているからだ。中でも6月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者増が前月比8万人（5月は7.7万人増）と市場予想（10万人増）を下回り、3ヵ月連続で10万人を割り込んだ。一方、失業率は8.2%と前月・市場予想（ともに8.2%）と一致、高止まりが続いた。雇用者増は今年1月の27.5万人以来4ヵ月連続で縮小後、低迷を続けており、景気回復への懸念を強める結果となっている。4-6月期の鈍化は、欧州財政問題とそれを受けた米景気の不透明感の強まりを反映したものと言えよう。ただ、景気の減速が懸念される一方、6月雇用者増は前月から若干増加を見せるなどすぐに二番底が警戒されるほど悪化したわけではない。

また、6月民間平均労働時間は34.5時間/週と前月（34.4時間）、前年（34.4時間）から若干増となった。時間当たり平均賃金は23.50ドルで前月比0.3%、前年比1.5%となる。前月からは増加しているものの、前年比の雇用者賃金所得については、昨年9月の4.7%をピークに低下傾向を見せており、5月は前年比3.2%まで伸びを縮めている。〔6月雇用所得は7月末発表予定。上記統計の詳細は、[7/9 経済金融フラッシュ\(雇用統計\)](#)、[7/3 経済金融フラッシュ\(ISM指数\)](#)を参照下さい〕

こうした雇用所得の低下は消費の伸びを抑制する。6月の小売売上高は前月比▲0.5%と3ヵ月連続の減少を見せたが、これは2008年12月以来でリセッション後では初めてとなる。自動車除きでも同▲0.4%と3ヵ月連続の減少が続いた。悪化が大きいのは、ガソリン(同▲1.8%)、建設資材(同▲1.6%)、スポーツ・趣味(同▲1.6%)等で、増加を見せたのはネット等の無店舗販売(同0.5%)、衣料品(同0.2%)等限定的である。また、電気器具(同▲0.8%)、家具(同▲1.8%)等、耐久消費財の落ち込みが大きいことなどからも、消費者の買い控え傾向が窺える。

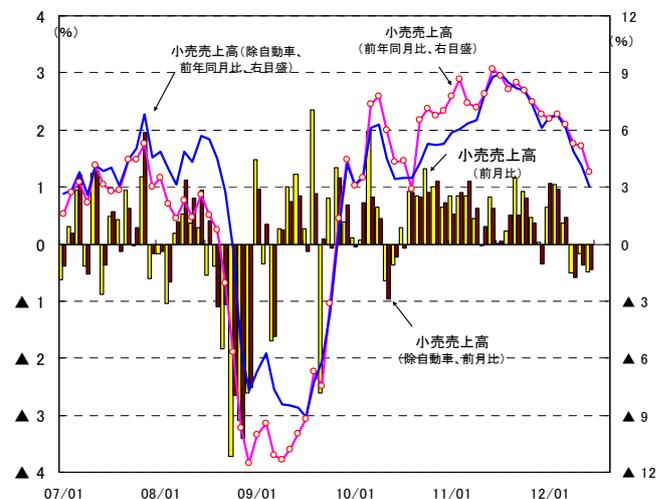
なお、小売売上高と同日発表のミシガン大学消費者マインド（速報値）では5月（79.3）まで9ヵ月連続で上昇後、7月は72.0へと連月の下落を見せた。現状指数が上昇する中、先行指数が大きく下落したことなども、景気先行きに対する懸念の強まりを窺わせる。

（図表3）雇用所得と雇用状況の推移



（資料）米労働省、商務省、前年同月比の3ヵ月移動平均、

（図表4）小売売上高の推移



（資料）米商務省

(2) 金融政策の動向

● 7月末FOMCの動向が注目される局面

GDP発表後の翌週 31日～1日にはFOMC（連邦公開市場委員会）が開催される。前回6月19・20日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）では、最近の経済指標の悪化、欧州債務問題を中心とする国際金融市場の緊張の高まり等による米経済への影響を指摘、6月で終了予定だったツイストオペレーションを年末まで延長する決定を行った。今後、期間6年以上の国債を購入する一方、同額の期間3年以内の国債を売却する。もっとも、市場が注目する「QE3」等の資産購入については、バランスシートを膨らますことによる様々な制約もあり、下ぶれリスクが強まった時のためとして引き続き温存された形となっている。また、ゼロ金利政策については2014年遅くまで維持する現行策を再決定した。声明文では最近の景気減速を反映して景気認識を弱め、経済見通しを下方修正した。なお、ツイストオペレーションの延長に反対した1委員が反対票を投じている。

6月FOMC開催前には、イエレンFRB副議長を始めFOMC委員から「景気見通しへのリスクが強まっており、追加措置の“検討”が必要」とのハト派的発言が相次ぎ、バーナンキ議長も「米経済は欧州債務危機等の重大なリスクに直面しており、金融市場の緊張が高まれば、米国の金融システムを守るべく追加措置をとる用意がある」と議会で証言していた。こうした発言は欧州問題によるリスク回避の動きを強く意識したものだ。だが、その時点では最大の警戒材料であったギリシャの再選挙で緊縮派の政党が勝利、ギリシャのユーロ離脱といった混乱はとりあえず回避されたこともあってQE3等は見送られた。もっとも、スペインの国債が警戒ラインとされる7%を一時的に上回るなど、ギリシャ以外でも「目が離せない状況」が続いている。

バーナンキ議長は6月FOMC後の記者会見で「暖冬の剥落等の季節要因もあり、米景気の方角性は明確ではないものの、欧州経済の悪化やその懸念が株価を押し下げ、米経済に悪影響を与えている。失業率の低下は我々の望むペースではなく、雇用市場に継続した改善が見られない場合、必要とされる措置を構ずるつもりである」として、更なる追加策の可能性を示唆していた。〔詳細は、[6/21 経済金融フラッシュ（6月FOMC）](#)を参照下さい〕

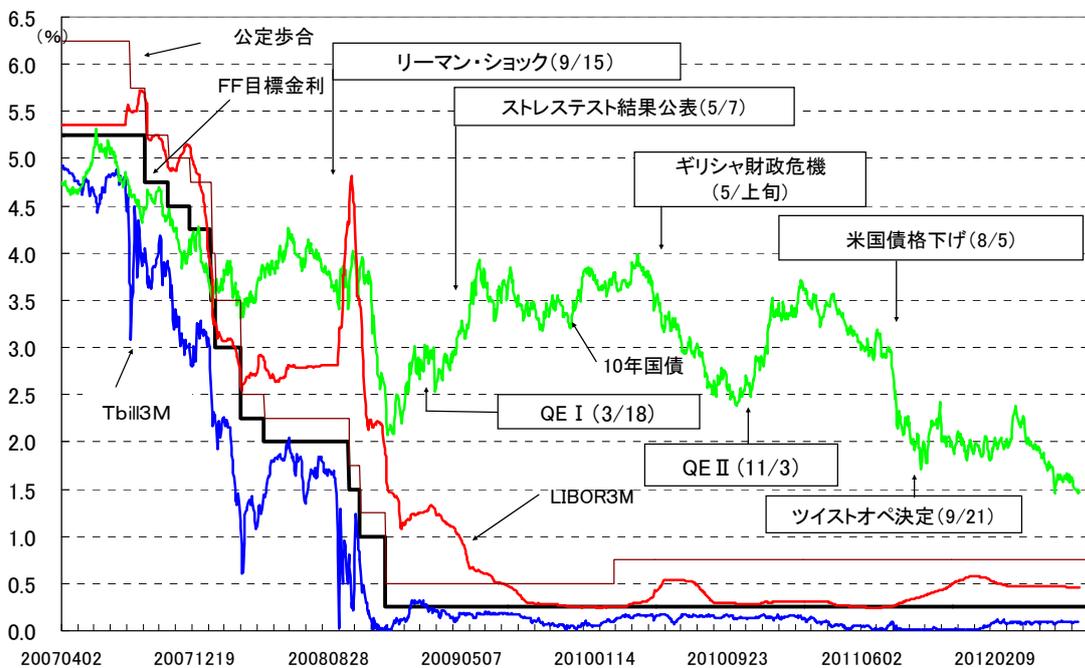
その後、7月11日に発表された6月FOMCの議事録では、参加者の多くが、失業率が目標水準を上回り雇用増の減速が見通しを下回ったとする中、「追加策で労働市場の後押しを行うべき」とする意見と、「景気が緩やかな拡大を見せていることから追加策は景気回復が失速、またはインフレが常に目標を下回る時」とする意見等に分かれ、結局、ツイストオペレーションの延長を決定する一方、QE3等についても将来的な可能性を示唆していた。

また、次回FOMCの討議資料とされるベージュブック（7/18公表）では「6月から7月初めまでの米経済活動はより緩やかなペースで拡大した」とし、「小売は若干増加、省エネ車が好調で旅行も概ね堅調。住宅はすべての地域で堅調、在庫も減少し、貸家が引き続き堅調でボストン等5地区では家賃が上昇した。製造業も緩やかに上昇しているものの、一部の地域では受注が減少した。半面、雇用の改善は鈍く、一部の業種を除いて賃金上昇圧力は弱く、物価は安定的である。全般的に今後の事業展開については慎重ながらも楽観視（cautiously optimistic）している」と報告された。全般的にはそれほど悲観的でなかったものの、小売や雇用の低調さが窺われる中、住宅の堅調

が目を引いた。

なお、7月17・18日にはバーナンキ議長の議会証言が行われたが、質疑応答の中で、景気浮揚に向けて行動する用意があるとし、選択肢として、MBSを含む追加資産購入、超過準備の付利引き下げ等を挙げる一方、コストとリスクを勘案する必要があるとした。また、急激な緊縮財政は景気を鈍らせるとして「財政の崖」については、漸次的なアプローチで信頼できる赤字削減策等による早急な対処を求めた。さらに、「景気の減速が一時的なものかをFOMCが見極めており、雇用改善で進展がないと判断すれば追加的な措置を講ずる」と繰り返していた。引き続き経済指標を睨みながら景気の減速度合いを測ることとなるが、4-6月期GDPが市場の予想通り1%台半ばに留まるのであれば、QE3等の強めの追加策実施についてFOMC内部の意見統一を図るのは難しいと思われる。

(図表5) 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大幅な景気後退は、資金循環面でも大きな混乱を見せ、リセッションの前後では大きな変化が生じている。なかでも、家計部門は、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、最大の資金余剰部門に転じた。半面、歳入減と危機対策による財政赤字の拡大から政府部門は唯一かつ巨額の資金の取り手となっており、赤字削減策は大きな課題となっている。以下では、2012年1-3月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～政府の負債増が突出の半面、家計部門の負債減が持続

国内非金融部門の負債（Credit Market Debt）の伸びは、リセッション直前の2007年3Qには前期比年率8.8%と伸長していたが、リセッション後の2009年4Qには同1.5%にまで低下、2009年の前年比は3.1%と異例の低水準となった。その後、2010年は4.1%、2011年は3.6%と伸び悩み、本年1-3月期は年率4.7%となっている。

部門毎の負債の動きを見ると、本年1-3月期は、家計や州・地方政府では前期比でのマイナスが続いたが、企業部門では年率5.2%と増加、連邦政府では同12.4%と3四半期連続で二桁の伸びが続いた。家計部門では消費者ローンが同5.8%と2010年4Q以降プラスが続いているが、75%を占める住宅ローンの減少が持続、全体では2008年2Q以降、4年間に渡り負債が減少している。対照的に連邦政府の負債は金融危機を迎えた2008年3Qに年率36.5%と急増、以降ほぼ4年間に渡り他部門を凌駕する高い伸びが続いている。国内非金融部門の負債はリセッション中を含めて純増が続いたが、連邦政府負債増によるところが大きい。

その他、国内金融部門では1-3月期は年率▲1.8%と、2009年以降3年超に渡る負債減を続け、海外部門も同▲0.5%と4四半期連続のマイナスとなっている（図表6）。

上記の通り、負債全体の伸び率は持ち直しているものの、景気面から前向きに評価できるものは企業部門の負債増と消費者ローンの増加ぐらいで、連邦政府の伸びは金融危機への対応に伴うものであり、家計では住宅ローン圧縮等バランスシート調整が続いている。

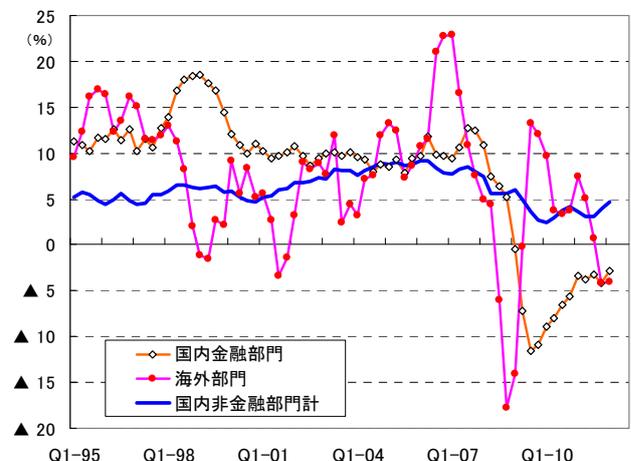
(図表6-①) 負債の伸び率



(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6-②) 負債の伸び率



(注)前期比年率の3四半期移動平均

なお、資金循環関連のデータは季節調整済み年率値。

(2) 部門別資金過不足の推移

次に、部門毎に各年の調達額（＝負債増加額）を見ると、リセッション前後で大きな変化が生じている。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に転じた。2008年以降は前述のように負債減が続き、資金余剰額が拡大、最大の余剰部門となっている。また、企業部門ではリセッション後の2009年には負債が純減するなど余剰に転じた。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。半面、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（表紙：図表1参照）。

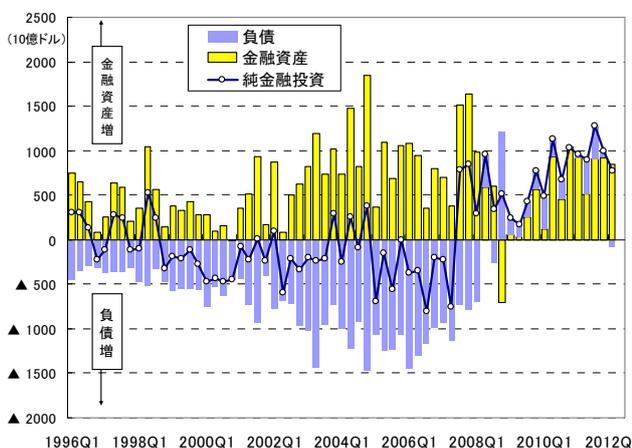
＜参考＞ 米国の資金循環表では、部門毎に総貯蓄と総投資がバランスするが、総投資は資本支出と金融投資収支に分けられ、金融投資収支（金融バランス＝金融資産純増－負債純増）が資金余剰ないし資金不足を示す。2009年以降の資金循環表では、政府部門を除く他部門では、金融バランスがプラスとなり資金余剰を示した。

(3) 家計部門の動向

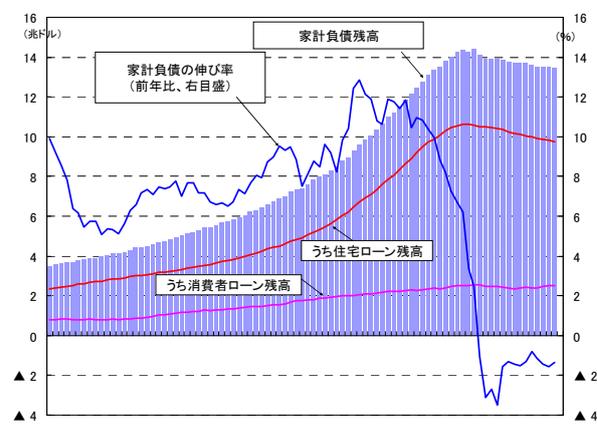
①家計部門の金融バランスと負債の推移

家計の場合、調達額の多くが住宅ローンに伴うものであり、金融バランスもその動向に左右される。2004年に一時的に余剰となったのを除くと、住宅ブームにより住宅ローンが急増したため、資金不足が続いた。しかし、2007年のリセッション入り以降は、歴史的に見て異例となる住宅ローンの純減が続き資金余剰に転じた。また、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投資が純減となっただけでなく、負債面でも大幅な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、住宅ローンのバランスシート調整等により負債の減少傾向が続いている（図表7・8）。〔注：2012/1Qは若干ながら2008/3Q以来3年半ぶりの負債増となった。これは負債（＝Credit Market Debt）の減少が続く中、金融バランス上の負債に含まれる証券信用借入れ（Security credit）が大幅な増加を見せたことによる〕

（図表7）家計の金融バランスの推移（四半期）



（図表8）家計負債の推移と伸び率（季節調整前）



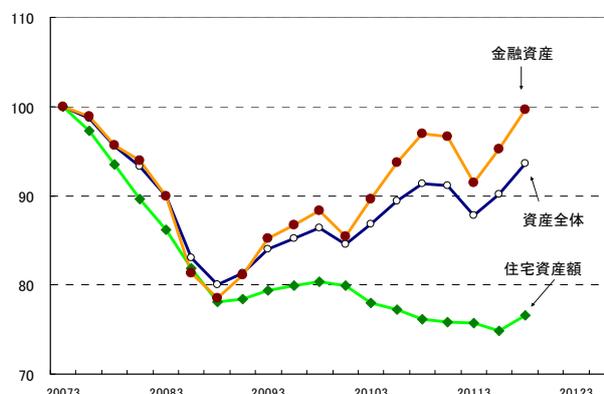
② バランスシート調整進展も、住宅ローン保有世帯は取り残される

家計部門の資産全体ではピークだった2007年3Qからボトムの2009年1Qには20%減となり、中でも株価の下落率は51.3%と大きかった。しかし、その後は株価等金融資産の戻りが大きく、2012年1Qの家計資産全体ではピーク比で6.4%減にまで縮小した。半面、住宅資産の減少率は改善せず、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、ピーク比での減少率は6.6%減に留まる。この点、家計全体では、金融資産の減少率とほぼ見合うなど、バランスシート調整が進展した形となっている(図表9)。

しかし、2012年1Qの住宅資産は、ピークからの減少率▲27.8%に対し、住宅ローンの減少率は1/3に満たない。住宅ローンを抱える多くの家計では、多額の金融資産を保有しているわけではなく、住宅ローン保有世帯のバランスシート調整は遅れている。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)等の政策対応が取られているが、一層の挺入れが必要とされている。[注：FRBが今後の資産購入に際しMBSを含めることを検討している背景ともされている]

(図表9-①) 家計資産の変化(四半期別、2007/3Q=100)



(図表9-②) 家計バランスシートの内訳

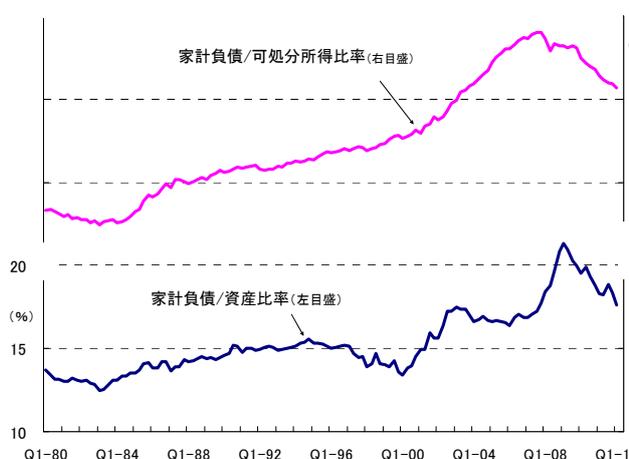
	ピーク比(%)			ピーク時	構成比(%)		ピーク比(%)			ピーク時	構成比(%)
	2009/1Q	2010/1Q	2012/1Q				2009/1Q	2010/1Q	2012/1Q		
家計資産	▲20.0	▲13.6	▲6.4	2007/3Q	100	家計負債	▲3.3	▲4.6	▲6.6	2008/3Q	18
住宅資産	▲26.4	▲24.2	▲27.8	2006/4Q	22	住宅ローン	▲1.1	▲3.7	▲8.3	2008/1Q	13
金融資産	▲21.5	▲11.7	▲0.4	2007/3Q	69	純資産	▲24.0	▲16.0	▲6.8	2007/3Q	82
株式	▲51.3	▲26.1	▲10.1	2007/2Q	12						
投資信託	▲33.3	▲8.3	10.0	2007/3Q	7						
年金積立金	▲27.2	▲9.5	2.7	2007/3Q	18						

③ 金利低下の効果は大～負債比率の低下以上に返済負担が改善

家計の負債を資産との対比で見ると、2012年1Qの負債/資産比率は17.6%となり、ピークだった2009年1Qの21.3%から低下、リセッション入り時の2007年4Q(17.7%)とほぼ同水準となる。また、可処分所得で見た負債比率は114.1%とピークの134.2%(2007年3Q)から低下、2003年4Q(114.7%)とほぼ同水準となったが、前々回リセッション終了後の2001年4Q(103.8%)との比較ではなお高水準にある(図表10)。

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10.98%(2012/1Q)と1994年以来の低水準に、FOR(金融支払い負担)では16.06%(2012/1Q)と1993年以来の低水準へと低下している。ゼロ金利政策やツイストオペレーションの実施等、異例の金融緩和策が実施される中、長期金利が低水準で推移しており、負債の減少以上に返済負担の軽減は進んでいる(図表11)。[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：FRB]

(図表 10) 家計の負債比率の推移(四半期)



(図表 11) 家計の金融支払い負担(対可処分所得比)

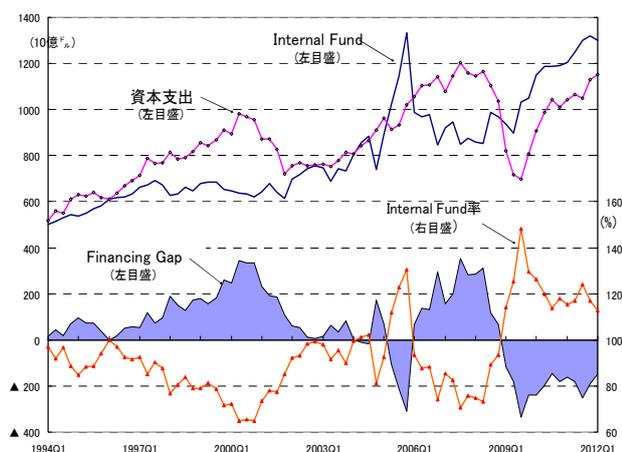


(4) 企業(非金融)部門の動向

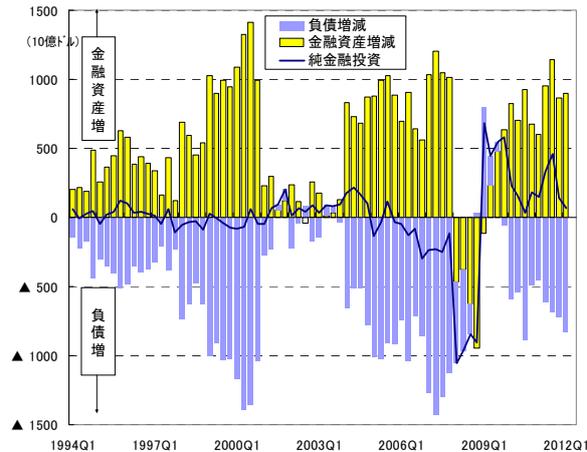
①キャッシュフローで資本支出を賄える状況

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、企業のキャッシュフロー (Internal Fund) は、企業利益の改善を背景に 2009 年 1 Q 以降は資本支出を上回り、その後も順調に拡大している。資本支出も拡大しているが、キャッシュフローの伸長で資本支出を賄える状況が続いている。このため、Financing Gap (=資本支出-キャッシュフロー) は 2009 年 1 Q 以降、異例の長期間に渡るマイナスが続いている (図表 12)。

(図表 12) Financing Gap の推移(四半期)



(図表 13) 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~大幅な資金余剰は徐々に縮小

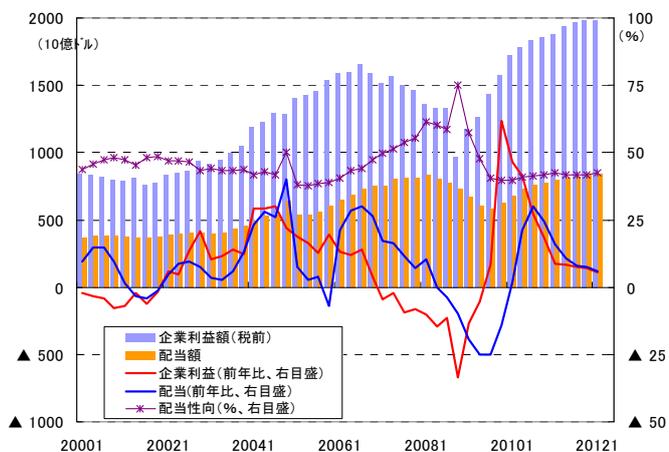
企業部門の金融投資と負債は、景気回復時に両者とも増加、半面、リセッション時には共に減

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占率が高いためである。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、従来、企業部門の金融バランス（＝金融投資－負債）の変動はそれほど大きくはなかった。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、負債が急速に縮小（2008 年 4 Q以降は一時純減）するなど金融バランスは大きな変化を見せた。その後は、金融投資、負債とも純増・拡大を見せており、一時的に大幅な資金余剰に振れた金融バランスは徐々に縮小し、通常の状態に戻りつつある（図表 13）。

③企業利益回復の背景には労働生産性の向上

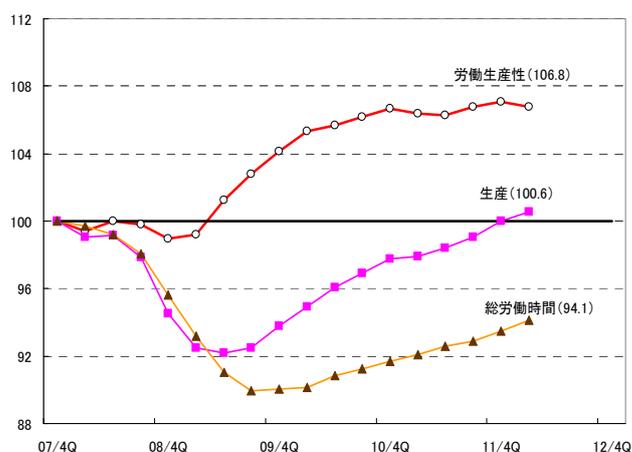
資本支出が堅調な回復を見せる中で、キャッシュフロー内に収まっているのは企業利益の伸びによる所が大きい。リセッション時に落ち込んだ企業利益はすでにリセッション前のピークを大きく上回っている。こうした企業利益の急速な回復の背景には労働生産性の上昇が挙げられる。リセッション時を 100 とすると、現在、生産が 101 とリセッション前の水準を回復する中、総労働時間は 94 に留まる。半面、生産性が押し上げられ企業利益増に貢献している。大幅なリストラは雇用所得減に繋がり消費に抑制的に作用するが、一方では企業利益を向上させて株価を上昇させ、この点では消費にプラスに作用する。

（図表 14） 企業利益の推移（10 億ドル）



（資料）米商務省

（図表 15） 労働生産性の推移（2007/4Q=100）



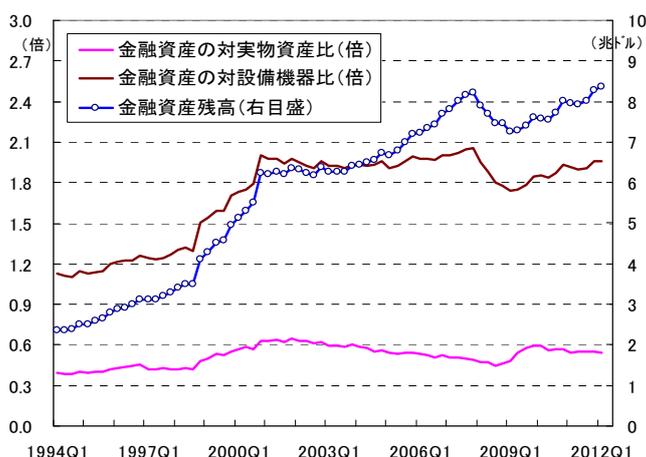
（資料）米労働省

④企業の資金余剰と設備投資

前述のように、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し、負債は 2009 年 4 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ほぼ回復している。

一方、設備機器との対比で金融資産を見ると、2000 年まで急増した後は横ばいに推移、リセッション時に落ち込んだものの、その後は緩やかな上昇を見せており、金融危機前の水準をほぼ回復した状況を見せている（図表 16）。

(図表 16) 企業部門の金融/実物資産比の推移



注：金融資産残高は売掛金や海外直接投資等を除いた

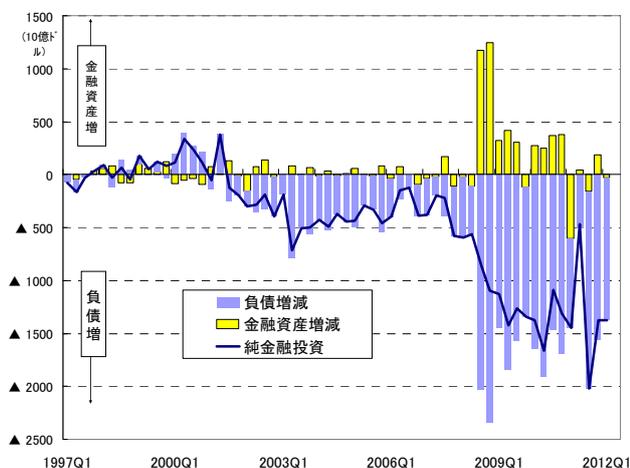
(5) 政府部門の動向

① 財政赤字急拡大で大幅な資金不足が続く

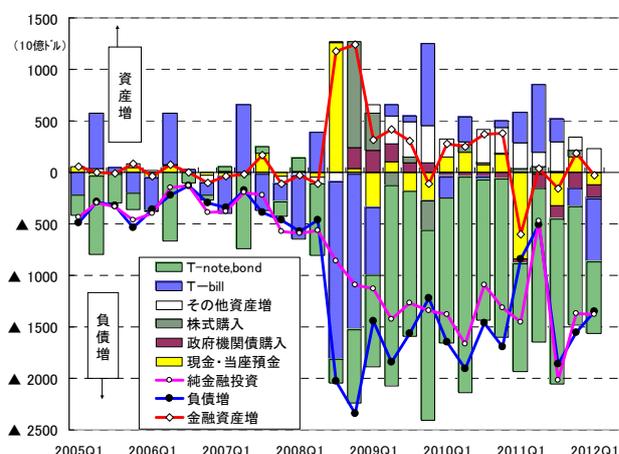
連邦政府の金融バランスは、ブッシュ政権下で財政赤字に転落した 2001 年以降、資金不足状態が続いている。特に、金融危機後の緊急経済対策等で財政赤字が急拡大し、その後も大幅な赤字が続いていることから負債残の積み上がりも懸念される。また、2009 年に企業部門が余剰に転じた後は、唯一の資金不足部門として余剰資金を一手に吸収する状況が続いている(図表 1・17)。

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。ただし、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・負債がともに急増する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。なお、財務省証券での調達は、金融危機時には Tbill が活用されたが、その後は Tnote・Tbond での調達が中心となっている(図表 18)。

(図表 17) 連邦政府の金融バランス



(図表 18) 連邦政府の投資・負債の内訳(四半期)



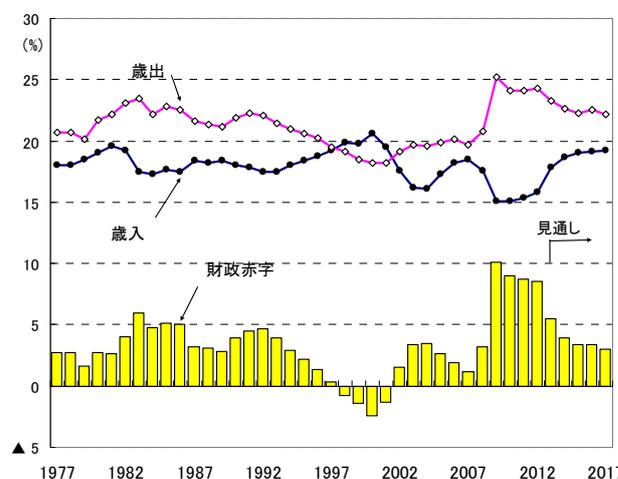
②「赤字削減」が要請される中、「財政の崖」が波乱要因に

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、昨年9月にも追加策を発表したが、一部の成立に留まった。このため、2009年度以降、連邦政府の財政赤字は急拡大し、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19)。

リセッション以前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比で2.7%まで資金余剰幅を縮小しており、家計と企業部門が余剰に転じたことにより、政府の資金不足を充足している。

今後こうした構図が持続すると、景気回復時の阻害要因ともなりかねず、財政赤字削減は米経済の主要な課題となっている。ただ、現行法では、今年末にブッシュ減税や給与減税の期限切れ、財政統制法の発動等、巨額の増税・歳出削減策が重なっている。FRBではこの状況を「財政の崖」と呼び、あまりにも急激な緊縮策は景気を失速させるとして議会に早急な対応を要請している。なお、図表19のオバマ政権の「予算教書見通し」には、富裕層を除いたブッシュ減税の持続を主張するなど激変緩和策が盛り込まれているが、成立の目途が立っているわけではない。[注:「財政の崖」の詳細は[エコノミストレター2012年6月号](#)を参照ください]

(図表19) 連邦財政赤字の推移(対名目GDP比、%)



(資料)2013年度予算教書

(6) 海外部門の動向

①資本流入はピーク時の半分程度に回復

資金循環表の海外部門では、米国の輸入や米国から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(Gross saving)とされ、ほぼ米国の経常収支にバランスする。一方、金融取引面の金融資産増減と負債増減の金融収支(=金融バランス)に非金融投資を加えたものが総投資(Gross investment)とされる。なお、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に続く米国においては、ドルへの信認を保ちつつ、将来にわたって海外からのインフローを確保することが重要な課題となる。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(米国への流入)があり、その余剰分で米国は海外への投資(金融バランス上は海外の負債増)を行っていた。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(流入)、海外部門の負債(流出)がともに減少、金融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。その後、金融資産・負債はともに増加に転じ、金融収支でも概ね経常赤字に絡んだ動きを取り戻している(図表20)。

2011年の動向を見ると、海外からの米国への投資(資産面)では米国債(2011年は純増額の

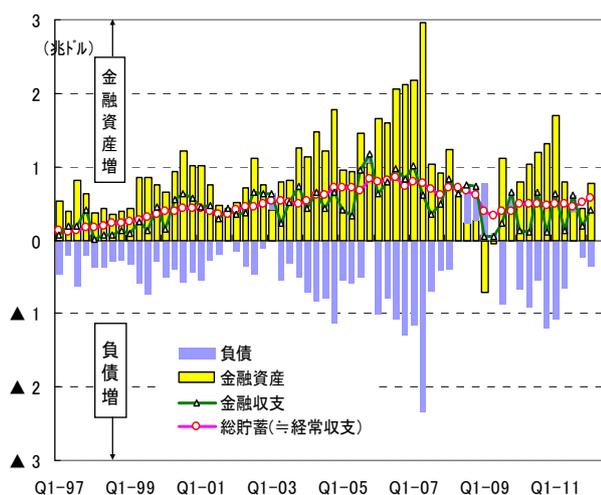
32%)や米国への直接投資(同 28%)が大きいですが、米国債投資額は急増した 2008 年から 1/3 程度に縮小している。半面、海外部門の負債では、米からの海外向け直接投資が中心(2011 年は純増額の 94%)で、株式投資(同 20%)等が続くが、債券投資は急速に縮小、外貨預金等は純減(海外からの回収超)に転じた。

なお、資産面における銀行間取引やその他資産、負債面の民間預金やその他資産等の変動幅も大きいですが、こうした資産・負債項目は期間毎の増減は大きいですが、ならしてみると積み上がっているわけではない。また、金融危機時(2008・2009 年)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、国債が急増するなどリスク回避の動きが顕著な半面、海外からの株式投資は金融危機にあった 2008・9 年を含め純増ペースを維持してきたが 2011 年は純減となっている。

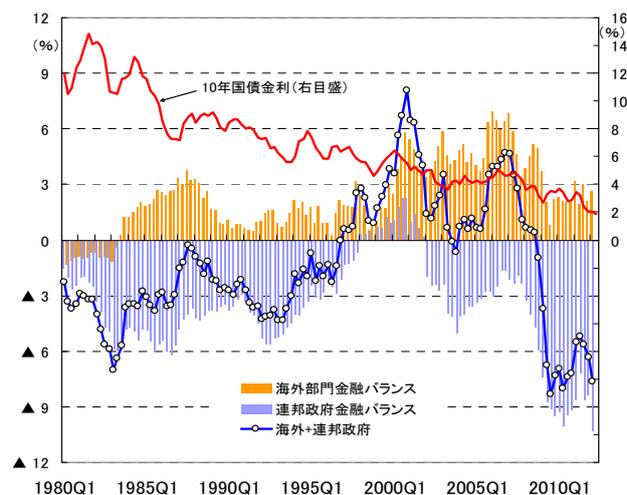
②縮小傾向の海外インフローと財政赤字

2000 年以降の財政赤字拡大は、ブッシュ政権の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賄われるなど、海外インフローは、財政赤字の財源として重要な位置づけを占めてきた。しかし、金融危機後は急速な財政赤字拡大を縮小傾向にある海外からのインフローで充足するのは困難となっており、海外部門のネットのインフローと連邦政府赤字の差し引きでは、2008 年 4 Q以降、大幅なマイナスが続いている。このため、前述のように 2009 年以降は家計・企業部門を含めた政府以外のすべての部門が資金余剰に転じ、財政資金を提供している。80 年代には、財政赤字が経常赤字より拡大、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き「双子の赤字」として問題視された。景気回復時には資金逼迫の要因とも成りかねず、財政赤字の削減が急がれるのは言うまでも無いが、一方、「財政の崖」といった激変緩和策も大きな課題となっている(図表 21)。

(図表 20) 海外部門の金融バランス(四半期)



(図表 21) 海外と連邦政府の金融収支(対GDP比)



注: 金融バランスは対名目 GDP 比の 3 四半期移動平均

(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。