

Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 資金循環に見る米経済の実態(2013年)

経済研究部 主任研究員 土肥原 晋  
(03)3512-1835 doihara@nli-research.co.jp

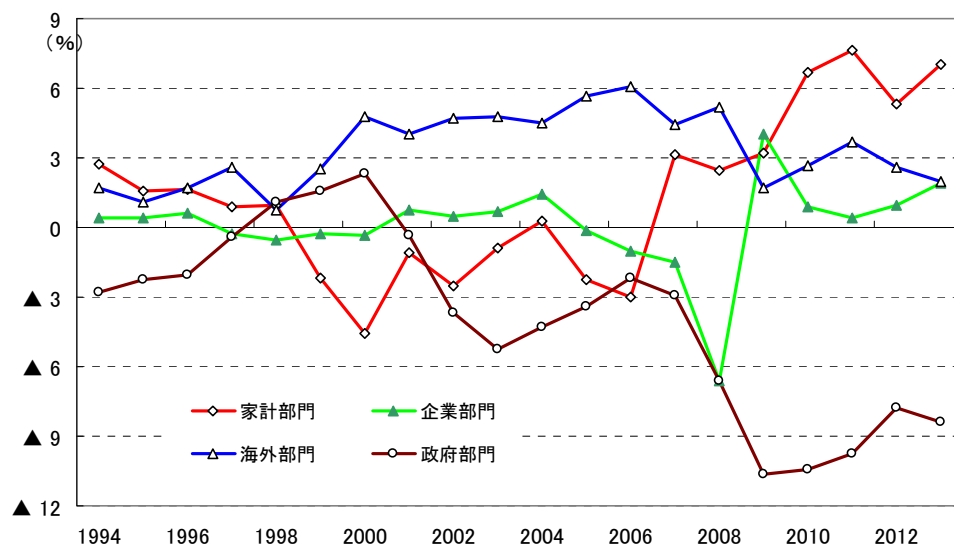
## ＜米国経済の概況＞

- ・ 米経済の4-6月期は、主要な経済指標で、強弱が混在する状況となっている。好調なのは住宅関連指標と自動車販売であるが、いずれも金利低下のメリットが大きく、背景には金融危機時の落ち込みによるペントアップデマンドがあるとされている。
- ・ 半面、6月の自動車除きの小売売上高は横ばい、ISM指数も概して低調である。雇用者増は堅調ながら失業率は高止まりしている。何より、4-6月期のGDPの低迷が予想される中では、FRBが資産購入縮小を開始するには力不足と思われる。

## ＜資金循環に見る米経済の実態＞

- ・ 資金循環面では、金融危機前後の混乱からの回復が進展している。家計部門ではバランスシート調整が収束を見せ、2012年の負債は5年ぶりに増加に転じた。
- ・ リセッション後に、家計や企業の資金余剰が拡大する一方、連邦政府の負債が顕著に増加、連邦政府が一人資金の取り手となる状況は不変である。増税や歳出削減等で2013年度以降の財政収支の改善が期待されており、今後の財政赤字縮小の動きが注目される。

(図表1) 米国の部門別金融バランス (対名目GDP比、2013年は第1Q)



# 1、米国経済の概況

## (1) 最近の経済動向

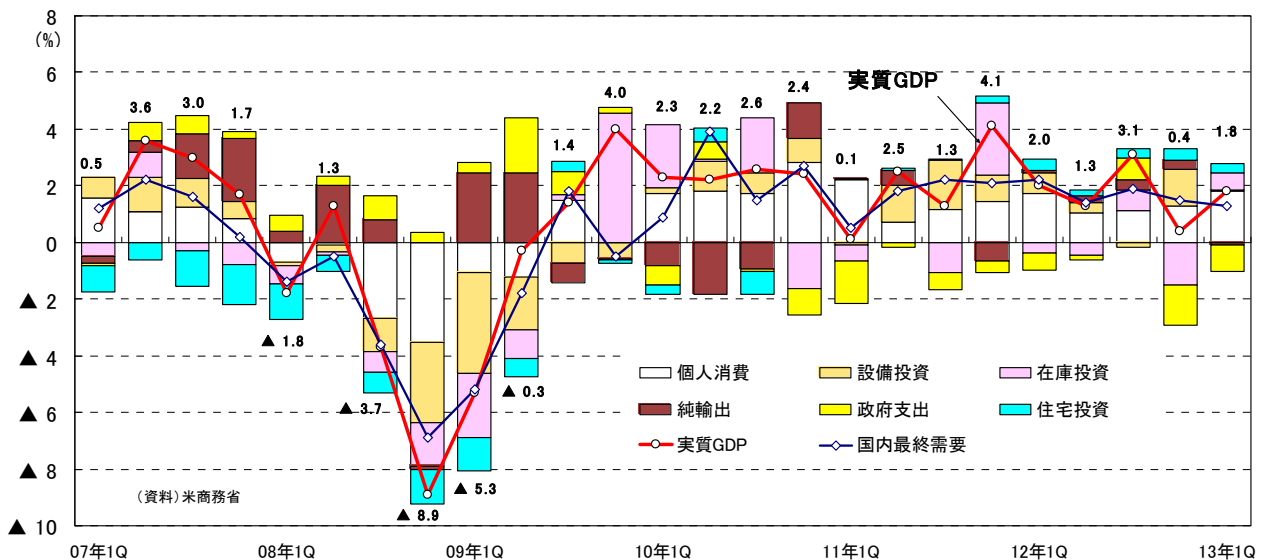
### ●米国 4-6 月期 GDP 速報値は、年率 1 %程度で低迷も

米国の実質GDPは、2011年 1.8%、2012年 2.2%と緩やかに回復してきた。本年 1-3 月期は前期比年率 1.8%と前 10-12 月期の 0.4%から回復したものの芳しい伸びとはいえない。特に内需の強さを示す国内最終需要（GDP から在庫・純輸出を除く）は 1.3%と前期（1.5%）から低下、1-3 月期の伸びが、在庫投資（寄与度 1.03%、前 10-12 月期の寄与度は▲1.52%）に支えられていたこともあって、GDP とは逆の動きを見せている。

景気の重荷となっているのは財政で、「財政の崖」の合意による増税負担（高所得層の所得増税と給与減税の失効）や歳出削減により、1-3 月期政府支出は同▲4.8%（寄与度▲0.93%）と前期の同▲7.0%（寄与度▲1.41%）に続いてマイナスとなった。半面、自動車販売や住宅価格は堅調を維持、消費を下支えしており、1-3 月期の個人消費は同 2.6%と 2 年ぶりの伸びを見せ、住宅投資も同 14.0%と 3 四半期連続で二桁の伸びとなった。半面、設備投資は 4.1%と前期（11.8%）から伸び率を大幅に縮めている。

今月末には 4-6 月期 GDP 速報値が発表されるが、こうした 1-3 月期の強弱混在の構図は、そのまま維持されたと思われる。4-6 月期も、増税や政府支出削減が成長の足かせとなる半面、好調な住宅関連指標の推移、自動車販売の回復が続いた。ただ、ISM 指数の低迷に見られるように、企業は設備投資や在庫積み増しには慎重だ。前期のような在庫の寄与は難しく、マイナスに転じる可能性も高い。加えて、5 月貿易赤字の予想を上回る拡大で純輸出もマイナス寄与の拡大（1-3 月期は▲0.09%）の可能性を高めた。そうであれば、年率 1 %程度への成長率低下も現実味を高めよう。こうした低い伸びとなれば、景気を加速して失業率を押し下げるとした FRB を満足させるものとはならない。GDP の動向は、市場の注目する資産購入縮小開始の時期にも影響する可能性が出ている。

(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、%）



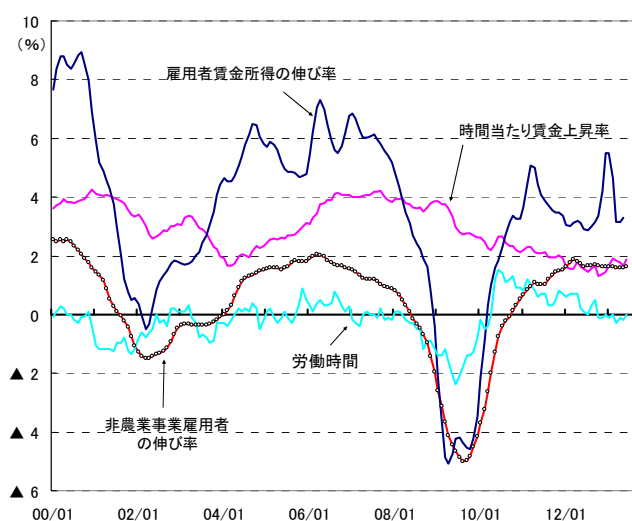
なお、今回の GDP では、毎年の年次改定（通常過去3年の GDP を改定）に加えて、約5年毎となる基準改定が行われる。今回の改定では、基準価格年の変更に加えて、研究・開発支出や映像支出等を固定資本投資とするなど、国連の改定に基づいた GDP 算出方法の変更が実施される。GDP を3%程度上乗せするなど大掛かりなものとなるため、4-6月期のみならず、これまでの成長率改定の動きも注目を集めよう。

## ●経済指標は強弱混在

経済指標では強弱が混在しているが、強めの指標としては住宅関連指標や自動車販売があげられる。いずれも金融危機時の落ち込みがひどく、投資や購入が手控えられたことにより、底流にはペントアップデマンドがある。また、GDP は既にリセッション以前の水準を回復する中、雇用者数では依然としてリセッション前の水準を大きく下回る。そのため、サービス業を中心に、売り上げの拡大には雇用増を必要とする企業も多く、ここでも減らしすぎた雇用の回復の動きが雇用者増を堅調に見せている。6月雇用者増は前月比19.5万人となったが、レジャー・飲食店が7.5万人を占める。これにより、4-6月期の月平均では19.6万人増、上半期では20万人を超えた。ただし、失業率は7.6%と高止まり、広義の失業率は14.3%に急上昇した。

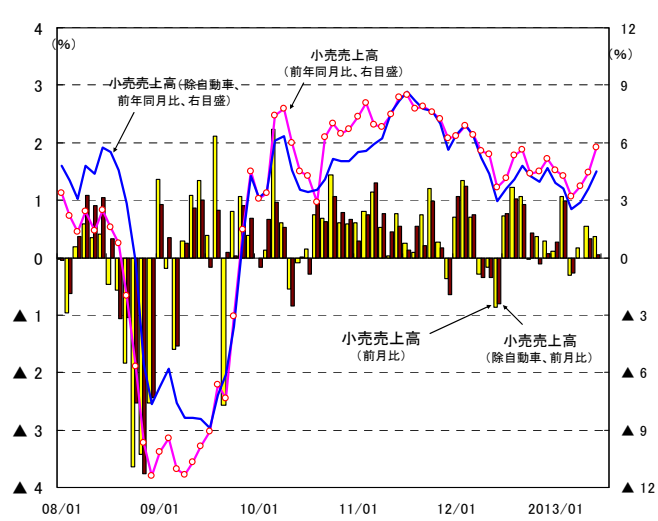
なお、6月民間平均労働時間は34.5時間/週と4月以降横ばい、時間当たり平均賃金は24.01ドル（前月23.91ドル）で前年比では2.2%増となった。商務省の個人所得統計による前年比の雇用者賃金所得は前年比3.7%（5月）。増税直前の昨年12月に同7.2%と一時的に急上昇したが、それ以前の伸びに低下している。現在の雇用状況では、雇用所得の押し上げにはなお力不足と言えそうだ。また、6月の小売売上高は前月比0.4%、自動車除きでは横ばいに留まるなど弱めの推移となった。自動車（同1.8%）、家具（同2.4%）が伸びを見せる一方、建設資材（同▲2.2%）、百貨店（同▲1.0%）、食品（同▲0.1%）等が減少するなど、自動車・住宅関連を除くと消費がそれほど強くないことを窺わせている（図表3、4）。〔6月個人所得は8/2発表予定。上記統計の詳細は[7/8付経済金融フラッシュ\(雇用統計\)](#)、[7/2付経済金融フラッシュ\(ISM指数\)](#)を参照下さい〕

（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

### ● 6月FOMCでは、資産購入縮小時期を巡り意見が分かれる

6/18・19開催のFOMCは、景気見通しでGDPをやや上方修正、失業率や物価の見通しを引き下げたが、声明文では大きな変化は見られなかった。しかし、バーナンキ議長が記者会見で、「今後の経済データが、現在の予想に概ね一致するのであれば、委員会は年内 (**later this year**) に資産購入ペースを縮小するのが適切と考えており、さらにその後も経済データが予測通りに推移するのであれば、来年の上半期中に段階的に購入のペースダウンを図り、年央に収束させる」と述べたことで、資産購入の早期縮小の可能性が高まったとして市場に大きな影響を及ぼした。

その後、FRB幹部から早期の縮小に否定的な発言が続いたものの、6月の雇用統計が予想以上に堅調な推移を見せ、上半期の月平均雇用増も20万人を越えたこと等から早期縮小の見方が再び強まる状況となった。

こうした中、7/10に6月FOMCの議事録要旨が公表された。焦点とされた資産購入縮小の時期に関しては参加委員の意見が分かれ、結局、声明文での簡潔な表現が難しいとして、バーナンキ議長が記者会見で説明することとされていた。一方、政策金利については購入ペースの判断とは別ものと判断され、購入打ち切り後も長期に渡り低水準に留まる可能性が高いとしていた。

今回の議事録要旨で注目を集めた箇所が2箇所ある。一つは、資産購入縮小の時期に関して、『多くのメンバー(**many members**)が、資産購入縮小が適切とされるには、労働市場の見通しが一段と改善される必要がある』、としていたことである。さらに、数人は経済活動の見通しの加速も必要とし、また、一人のメンバーは、インフレが目標の2%へ戻る証左も重要としていた。二点目は、『約半数の参加委員 (**participants**) が年内に資産購入を終了させるのが適切と見ていた』点である。残りの多くの委員が2014年に入っても継続が適切とした一方、複数の委員は即時の縮小ないし停止を適切としていた。バーナンキ議長の会見では、来年半ばの打ち切りシナリオを提示していたが、参加委員の多数はそれよりもかなり早期に打ち切る意見だったことが明らかとなった。

(注：“参加委員”は計19名、うち“メンバー”12名が投票権を有する)

このため、公表後の議事録の見方が錯綜、前者に注目して議事録は想定よりハト派的だったとする一方、後者に注目してタカ派的と解釈した見方も出ていた。結局、市場では「FRBは、現状の雇用回復はこれまでの雇用統計の延長上にあり一層の改善とは見ておらず、早期(9月)縮小開始の見通しは遠のいた」との見方が支配的となり、ドル売りに拍車がかかり、円ドルレートは前日の100円台→98円台へと上昇、10年国債金利は2.5%台へと低下した。なお、議事録公表日に行われたマサチューセッツ州でのバーナンキ議長の講演では、そうした内容に触れず、質疑応答で「しばらくは非常に緩和的な政策が必要だ」と資産購入の早期縮小には否定的な見解を述べている。

結局、現状の景気・雇用の回復ペースでは、資産購入によって景気・雇用を加速したとの効果を判断するには至らず、早期の資産購入縮小に踏み切るとの判断は難しいと思われる。今後の雇用動向次第では、再び早期縮小の見方が強まる可能性は否定できないものの、1-3月期のGDPが1.8%へと下方修正され、4-6月期はさらに低下するとの予測の中では、当研究所の見通しは、これまでの12月縮小開始の見方を維持することとしたい。〔経済見通しは[6/11付エコミストレター](#)、6月FOMCについては[6/20付経済金融フラッシュ](#)を参照下さい〕

## 2、資金循環に見る米経済の実態

住宅バブル崩壊・金融危機によりリセッション前後の資金循環は大きな変化を見せ、特に、家計部門は住宅ローン等の借入れを圧縮、バランスシート調整が進行し資金余剰部門に転じた一方、政府部門は、歳入減と景気対策による財政赤字の急拡大により巨額の資金不足に陥った。金融危機後は、そうした非常時の動きが修正される過程と言えるが、家計と企業は、依然、負債の積み増しには慎重であり、政府の膨れ上がった債務の大きさも顕著なままである。ただし、2012年の家計の負債が若干ながら増加に転じ、2013年以降の財政赤字縮小が見込まれるなど、変化の兆しも窺える。以下の検証は、2013年1-3月期までの資金循環表に基づいた。

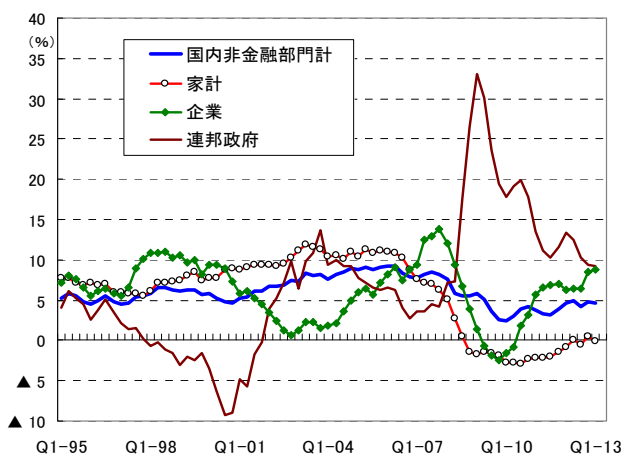
### (1) 国内借入れの動向～家計部門の借入れが5年ぶりに増加

リセッション前後の国内非金融部門の負債（Credit Market Debt）を見ると、リセッション前後で大きく変化、直前の2007年3Qの前期比年率8.7%から、リセッション後の2009年4Qには同1.4%へと低下、2009年の前年比は3.1%と異例の低率となった。その後、次第に伸びを回復しているが、2012年は4.9%、2013年1Qは前期比年率4.6%に留まる。

リセッション後の負債の伸びの抑制には、家計部門での住宅ローンの伸びが2008年2Q以降マイナスに転じ、2013年1Qも前期比年率▲2.3%と減少するなど、2009年2Qを除き現在に至るまでマイナスが続いていることが大きい。ただ、家計部門全体では消費者信用が2010年3Q以降プラスに転じて住宅ローンのマイナスを相殺したため、2012年通年では前年比0.2%と小幅ながらもリセッション後では初めてプラスに転じた。

半面、住宅ローンの減少と対照的に負債が急増したのが連邦政府である。連邦政府の負債は、2007年に前年比4.9%だったが、2008年は24.2%と急増、その後は低下したものの、2012年も10.9%と二桁の伸びが続いている。

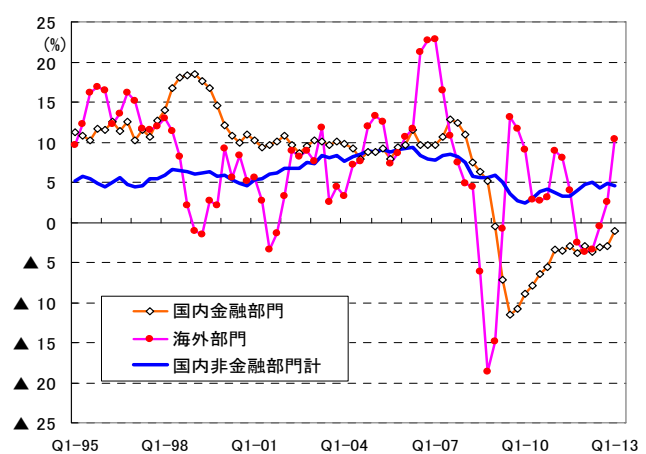
(図表5-①) 負債の伸び率



(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5-②) 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原則として季節調整済み年率値。

(図表5-①)は部門毎の負債の伸びであるが、連邦政府の上振れ（2008年4Qの前期比年率

37.6%がピーク)が目立つ。企業部門ではリセッション後の2009年に前年比で▲2.3%と1992年以来17年ぶりのマイナスを記録したが、その後はプラスに転じている。結局、国内非金融部門全体では、リセッション時の2009年に家計・企業部門が減少に転じ3.1%にまで低下したものの、財政赤字が急増した連邦政府の負債増により、マイナスとはならなかった。

なお、海外部門は、四半期ごとの振れが大きいものの、前年比では2008年に▲10.6%と大幅なマイナスを記録した後は、前年比でのプラスを回復している(図表5-②)。

## (2) 部門別資金過不足の推移

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(2007/12)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、金融投資収支〔以下、金融バランス(=金融投資純増-負債純増)と呼ぶ〕がプラスとなり資金余剰に転じた。金融投資面では、2008・2009年には株式・債券等の減少により純増額が急速に縮小、その後は株価の回復もあって、投資信託や年金ファンドを中心に純増が続いたが、年間の純増額では、未だに2007年を下回る。しかし、負債面では2008~2011年の4年間に渡り純減が続いたため、投資増との差である金融バランスでは概ね増加傾向を辿り、2010年以降は全部門中で最大の余剰部門となっている(表紙:図表1参照)。

企業部門はリセッション中の2008年に金融投資が純減、2009年には負債が純減となり、金融バランスは2009年以降プラスが続いているが、社債を中心に負債が増加しているため、純増額は大きくはない。海外部門では2008・2009年に負債が純減に転じた一方、金融投資面では国債を中心に増加が続いたため、安定的な純増が続いた。半面、連邦政府は財政赤字拡大に伴い大幅な調達を実施、国債を中心に負債の急増を招いた。純減額のピークは2010年の▲13900億ドルとなるが、その後も1兆ドルを超える純減が続いている。

この結果、全体の金融バランスを見ると、従来から余剰部門だった海外部門に加え、2007年には家計が、2009年には企業部門が資金余剰に転じ、その後は、金融危機後の財政赤字拡大で資金需要が急増した政府部門のみが資金不足となっている。

<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=金融投資純増-負債純増)が資金の余剰ないし不足を示す。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ている。

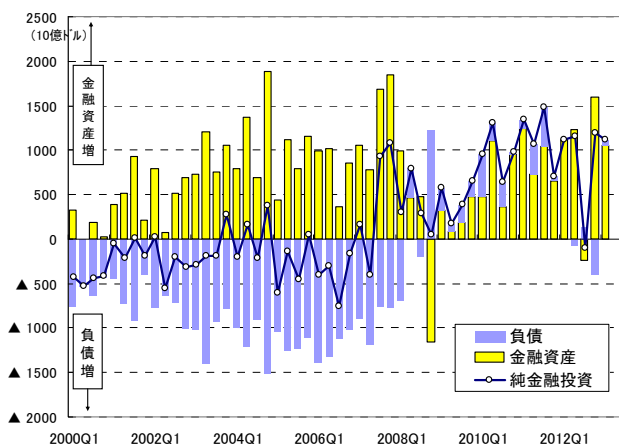
## (3) 家計部門の動向

### ①家計部門の金融バランスと負債の推移

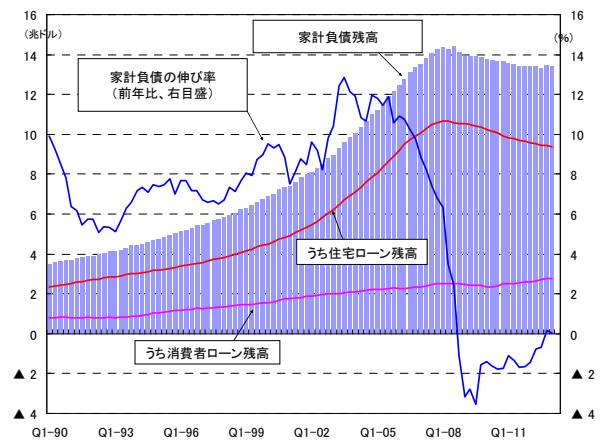
家計の場合、調達額の7割強が住宅ローンであり、金融バランスもその動向に左右される。住宅ブーム時は住宅ローンが急増し、資金不足(金融バランスのマイナス)が続いていたが、2007年のリセッション入り以降は、歴史的には異例となる住宅ローン純減が続き資金余剰に転じた。特に、2008年のリーマン・ショック直後には株価や住宅価格の急落で金融投資が純減、負債面でも大幅な純減となる特異な動きを見せた。その後、金融市場の落ち着きに伴い金融投資のプラスが続いているが、負債面では住宅ローンの減少等、調整局面が続いている(図表6)。

なお、四半期別の前年比で見ると、2008年4Qにマイナスに転じ、2012年3Qまで16ヵ月に渡るマイナスが続いた(図表7)。

(図表6) 家計の金融バランスの推移(四半期)



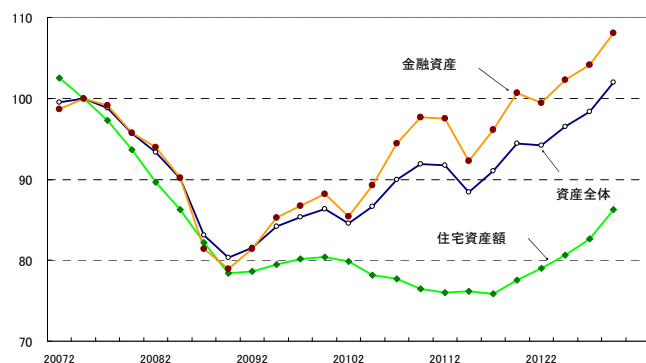
(図表7) 家計負債の推移と伸び率(季節調整前)



② バランスシート調整は収束へ～一部住宅ローン保有世帯では残存

家計部門の資産増減を見ると、ピークの2007年3Qからボトムの2009年1Qまでに20%減となり、中でも株式の下落率は53.5%と大きかった。しかし、その後は株式等金融資産の戻りが大きく、2013年1Qには家計資産全体のピーク比は2.0%増と、リセッションで落ち込んだ分を取り戻した。2013年1Qの金融資産はピーク比で8.1%増、半面、住宅資産はピーク比で▲18.7%と減少が続いており、金融資産主導による回復となっている(図表8)。

(図表8-①) 家計資産の変化(四半期別、2007/3Q=100)



なお、負債は2008年3Qまで増加が続き、ピーク比の減少率は▲7.0%となる。

(図表8-②) 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	2013/1Q				2009/1Q	2010/1Q	2013/1Q		
家計資産	▲19.7	▲13.7	2.0	2007/3Q	100	家計負債	▲3.3	▲4.6	▲7.0	2008/3Q	16
住宅資産	▲26.0	▲24.2	▲18.7	2006/4Q	22	住宅ローン	▲1.2	▲4.0	▲12.0	2008/1Q	11
金融資産	▲21.1	▲11.8	8.1	2007/3Q	69	純資産	▲23.5	▲16.0	3.4	2007/3Q	84
株式	▲53.5	▲31.1	0.5	2007/2Q	13						
投資信託	▲35.9	▲13.1	17.2	2007/3Q	7						
年金積立金	▲25.3	▲7.4	12.3	2007/3Q	18						

家計資産全体のバランスシート調整は収束しているものの、住宅だけで見ると、2013年1Qの住宅資産がピーク比▲18.7%であるのに対し、住宅ローンの減少率は▲12.0%に留まる。住宅ローンを抱える家計が多額の金融資産を保有しているわけではなく、依然、

バランスシート調整中の家計も残されている。

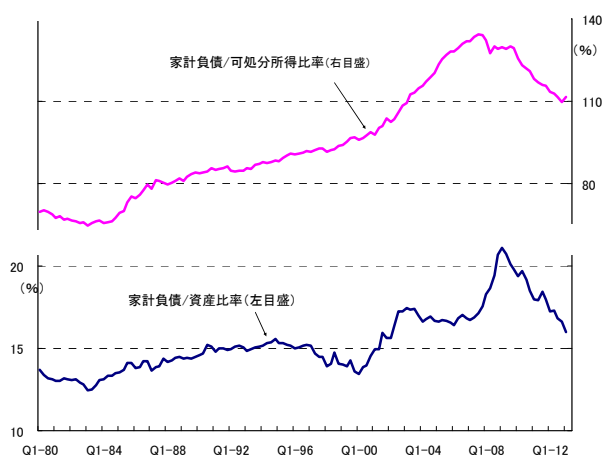
③ 金利低下の効果は大～負債比率の低下以上に返済負担が改善

家計の負債を資産との対比で見ると、2013年1Qの負債/資産比率は16.0%と前年同期(17.2%)から改善、ピークだった2009年1Qの21.3%から5%ポイント強の低下、リセッション入り時の2007年4Q(17.6%)を下回っている。また、可処分所得で見た負債比率は111.5%と前年同期(113.6%)から低下、ピークは134.4%(2007年3Q)だった。リセッション以前では2003年1Q(109.5%)とほぼ同水準、積み上がった負債の調整は終了しているが、前々回リセ

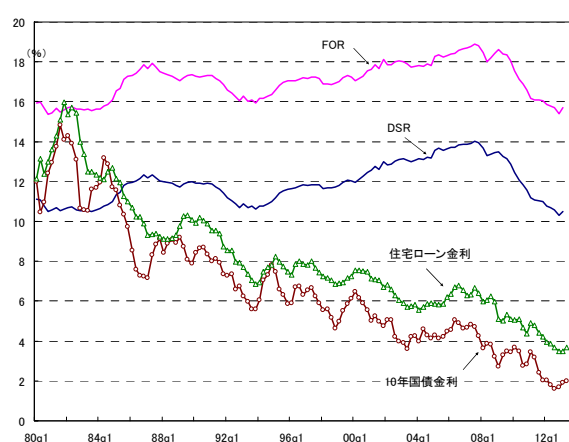
セッション後の2001年4Q（103.8%）との比較ではなお高水準にある（図表9）。

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10.49%（2013/1Q）と前期（10.32%）から上昇したが、リセッション以前では現行統計の公表されている1980年以降の最低水準にある。FOR（金融支払い負担）でも15.69%（2013/1Q）と前期（10.40%）から上昇したが、リセッション以前では1984年1Q（15.65%）以来の低水準となる。ゼロ金利政策やMBSを含めた資産購入の実施等、異例の金融緩和策実施による住宅ローン金利低下の影響を受け、負債の減少以上に返済負担の軽減が進展したが、最近の金利上昇により底打ちの動きが窺われる（図表10）。〔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9）家計の負債比率の推移（四半期）



（図表10）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キャッシュフローが資本支出を上回る状況が続く

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3Q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1Q以降資本支出を上回り現在に至る。資本支出の増加でキャッシュフローとの差は縮小したもの、依然、キャッシュフロー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1Q以降、異例の長期間に渡ってマイナスが続いている（図表11）。

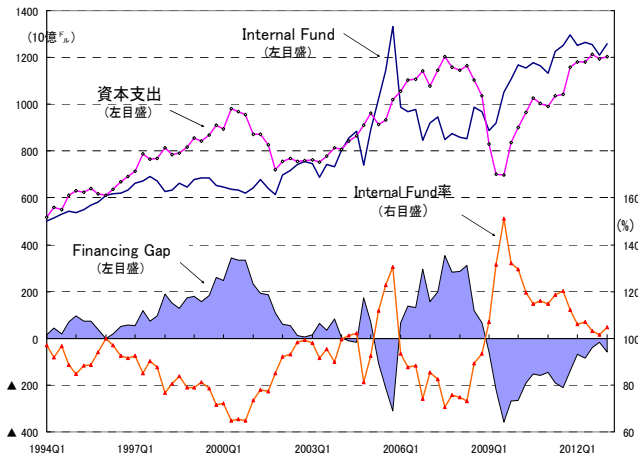
##### ②金融バランスでは、大幅な資金余剰が徐々に縮小

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、景気による変動が大きい項目に左右されるためである。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、リセッション時の2008年には、金融資産の取り崩しにより金融投資が大幅な純減、また、負債でも2008年4Q以降に純減を見せるなど金融バランスは大きく変動した。リ

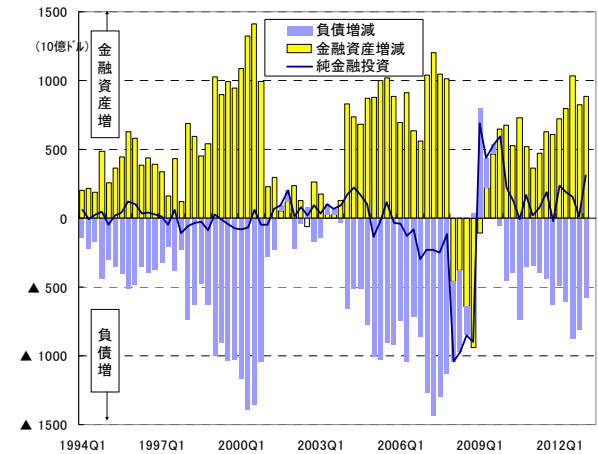


セッション後は、金融投資、負債とも純増を見せ、金融バランスの振幅も徐々に縮小するなど、通常の状態に戻りつつある(図表 12)。

(図表 11) Financing Gap の推移(四半期)



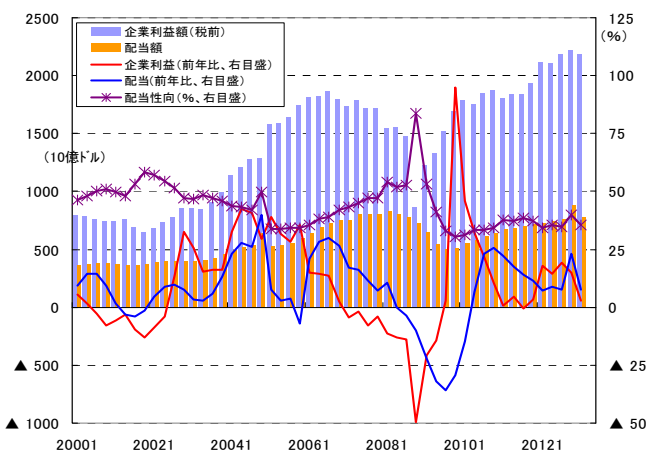
(図表 12) 非金融企業部門の金融バランス(四半期)



### ③企業利益回復の背景には労働生産性の向上

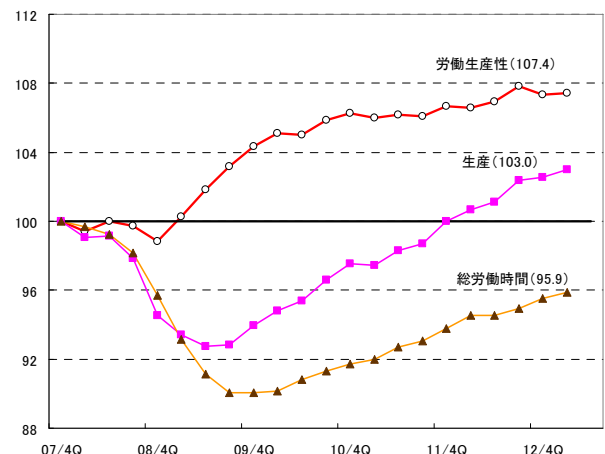
資本支出が増加を見せる中で、キャッシュフロー内に収まっているのは企業利益の伸びによる所が大きい。リセッション時に落ち込んだ企業利益(名目)はリセッション前のピークを大きく上回る。こうした企業利益の急速な回復の背景には労働生産性の上昇がある。リセッション時を 100 とすると、現在では、生産が 103.0 とリセッション前の水準を上回る中、総労働時間は 95.9 に留まる。その分、生産性が押し上げられ企業利益増に貢献している。大幅なリストラは雇用所得減に繋がりがり個人消費を抑制するが、半面、企業利益を増加して株価を上昇し、この点では消費にプラスとなる。もっとも、生産性は 2012 年 3 Q に 107.8 とピークをつけた後、雇用回復の進展により、最近 2 四半期は伸び悩んでいる(図表 13, 14)。

(図表 13) 企業利益の推移(10 億ドル)



(資料) 米商務省

(図表 14) 労働生産性の推移(2007/4Q=100)



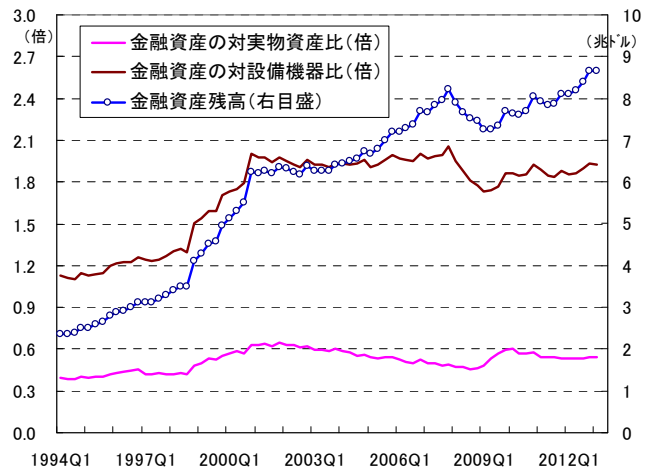
(資料) 米労働省

#### 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、資本支出が伸長するなど企業が設備投資を手控えているわけではなく、負債も2009年4Q以降は純増に転じた。金融資産の残高も2012年にはリセッション前のピークを回復している。

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、リセッション時には落ち込んだものの、その後は緩やかに上昇、金融危機前の水準に接近しつつある(図表15)。

(図表15) 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

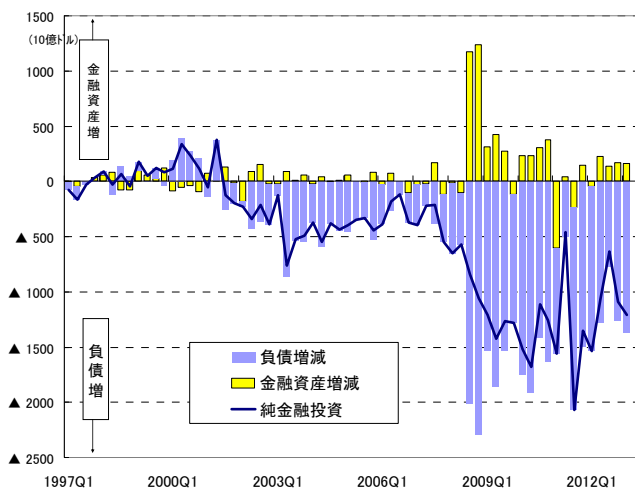
#### (5) 政府部門の動向

##### ①リセッション時に財政赤字が急拡大

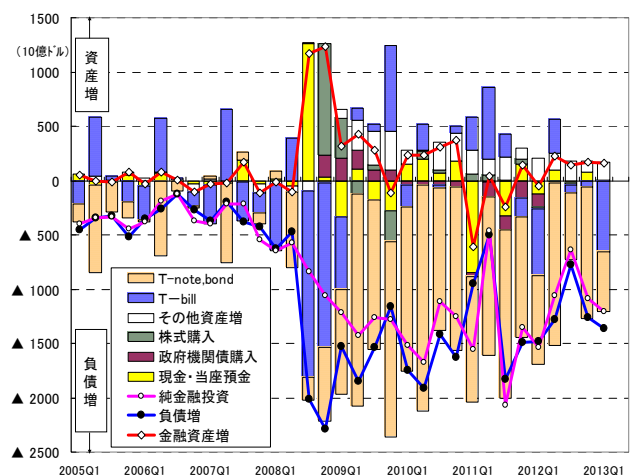
連邦政府の金融バランスは、ブッシュ政権下で財政赤字に転落した2001年以降、資金不足の状態にあったが、金融危機時には、緊急経済対策等で財政赤字が急拡大し、2009年以降は唯一の資金不足部門となり、全部門の余剰資金を一手に吸収する状況が続いている(図表1・16)。

連邦政府の資金調達の内訳を見ると、基本的には、財政赤字を財務省証券で調達するシンプルな形となる。ただし、金融危機時には、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特異な動きを見せた。結果的に、金融投資の内訳には、一時的に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が、その後は、購入した株式の売却・債券の償還等が続いている。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17)。

(図表16) 連邦政府の金融バランス



(図表17) 連邦政府の投資・負債の内訳(四半期)



## ②「財政の崖」合意後は赤字縮小に期待も

2009年のオバマ大統領就任後、約8千億ドルに昇る景気対策法が成立、さらに、2010年暮れに約9千億ドル規模の追加景気対策を決定、その後も追加策を発表した。部分的な成立に留まった対策もあるが、2009年度以降の連邦政府の財政赤字は急拡大し、一時は対名目GDP比で10%を超える巨額なものとなった。一方、今年初には危機感を抱いた議会と「財政の崖」で合意、増税（給与減税の期限切れ、富裕層の減税停止）や強制歳出削減の発動等で収支が改善し、景気回復の進展に伴う税収増もあって、2013年度の財政赤字は対名目GDP比で4%（CBO）と急速に改善する見込みとなっている（図表18）。

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、現在は対名目GDP比で2.0%まで資金余剰幅を縮小し、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。今後もこうした構図が持続すると、景気回復後の企業や家計の資金調達への阻害要因ともなりかねず、財政赤字削減は依然として米経済の主要な課題となっている。

## （6）海外部門の動向

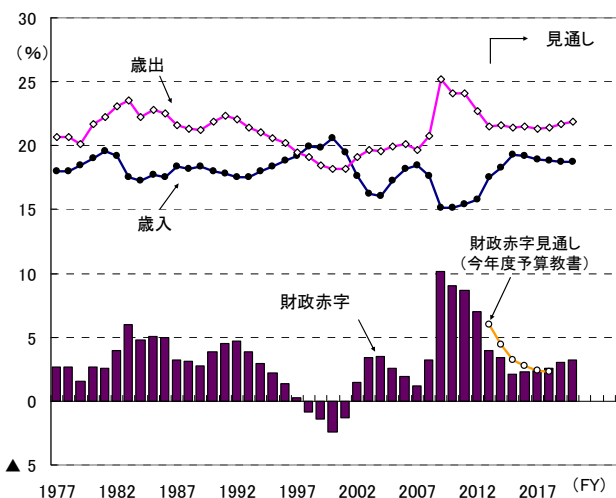
### ①資本流入は回復も、リセッション前には及ばず

資金循環表に於ける海外部門は、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、金融投資と負債による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。海外部門では、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計上される。

恒常的な経常赤字が続く米国では、ドルの信認を保ち、将来に渡り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倍以上の金融投資増（米国への流入）があり、その余剰を米国は海外への投資（金融バランス上は海外の負債増）に回していた。しかし、金融危機直後には海外からの金融投資（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額を大きく下回るなど異例の事態となった。その後、金融投資・負債は共に増加、金融バランスは概ね経常赤字に絡んだ推移を見せている（図表19）。

2012年の動向を見ると、海外からの米国への投資額（純増ベース）は、前年より3割程度減少、その67%は米国債（2011年は40%）で、米国債への投資額は前年よりも増加した。次に、米国への直接投資（全体の24%）が大きく、投信がこれに続く。海外部門の負債（純増ベース）も、前年に続いて減少した。米からの海外向け直接投資が中心で、2012年の純増は全体の114%と全体を上回った。株式投資がこれに続くが、外貨預金や外貨投資は純減（海外からの回収超）となっている。

（図表18）連邦財政赤字の推移（対名目GDP比、%）



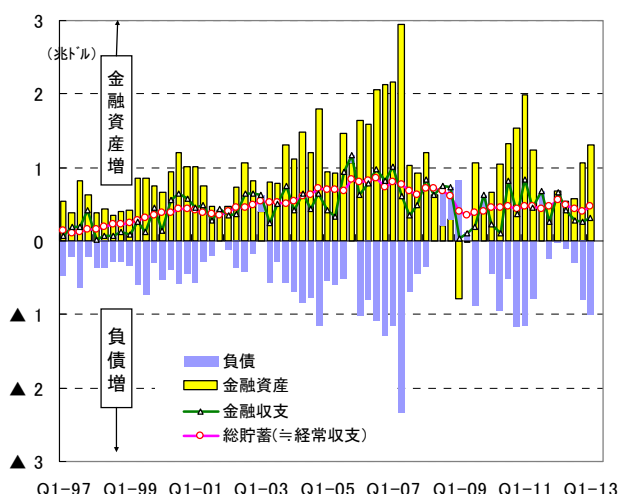
（資料）CBO5月見通し、2013年度予算教書

なお、資産面の銀行間取引やその他資産、負債面の外貨預金やその他資産等の変動幅も大きい  
が、こうした資産・負債項目は期間毎の増減は大きいものの、前後の期間を均すと純増しているわ  
けではない。また、金融危機時（2008・9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だった。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いたが2011・12年とも純減している。

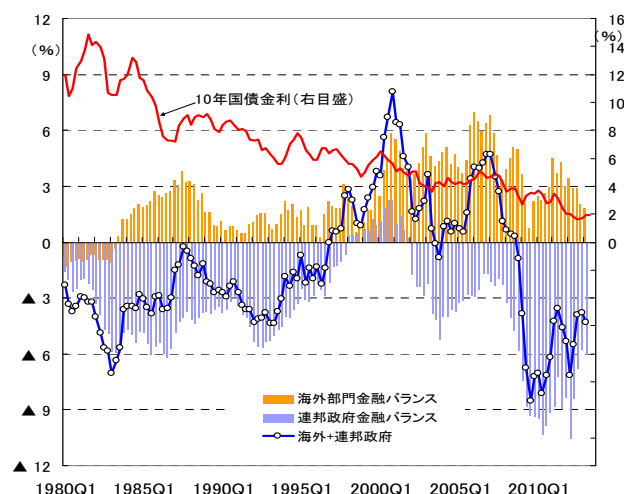
## ②縮小傾向の海外インフロー

2000年以降のブッシュ政権での財政赤字拡大は、ドル高維持もあって海外部門の潤沢なイン  
フローによって賄われるなど、海外インフローは、長らく財政赤字の財源として重要な位置を占め  
てきた。しかし、金融危機後は、急速な財政赤字拡大を、国内回帰の動きを強めた海外部門のイン  
フローで充足するのは困難となり、海外部門のネットインフローと連邦政府赤字の差し引きを見る  
と、2008年4Qにマイナスに転じ、その後はマイナス幅が拡大、現在でもGDP比で▲4%前後の  
マイナスが続いている。80年代には、財政赤字が経常赤字以上に拡大したため、他部門と競合し  
て金利の高止まりを招くなど「双子の赤字」として問題視された。今後、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(図表20)。

(図表19) 海外部門の金融バランス(四半期)



(図表20) 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

## (7) 対外純債務を巡る諸課題

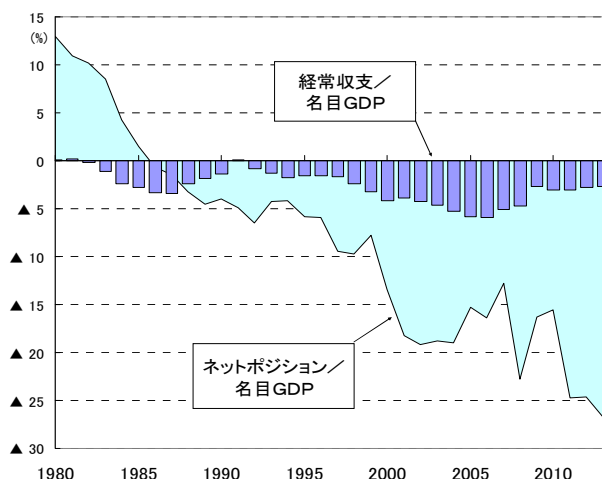
### ①拡大する対外純投資ポジションのマイナス

米国の経常赤字は92年以降拡大を続け、2006年には名目GDPの6.0%に達した。このため、  
「対外純投資ポジションのマイナス（以下対外純債務と呼ぶ：概念的には累積経常赤字による米国の  
債務超過に類似）」も年々積み上げられ、2008年には対名目GDP比で▲23%に達した。金融危  
機後は一時的に低下(2010年▲15.5%)したものの、昨年は▲24.6%へと拡大している。

経常赤字の累積が対外純債務の積み上がりに直結しない背景には、金融危機時の対外・対内フ  
ローの変動や為替レートが影響している。米国は過去の海外投資により、名目GDP比で138%

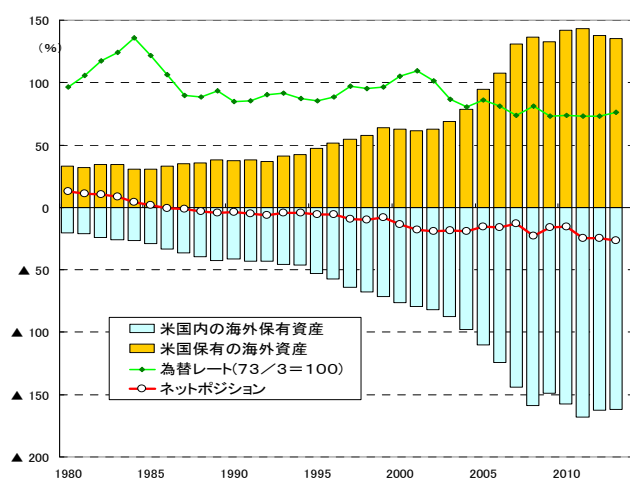
(2012年)に相当する資産を海外に保有する一方、米国内に外国が保有する資産は163%に昇る。ドル安の場合、外貨建てで海外に保有する資産の資産評価額を押し上げることとなり、金融危機後の純債務の改善にはドル安が影響している。なお、名目GDPベースでの比較では、GDP自体の増加もあって、対外純債務の積み上がりが減速される。米国は唯一の基軸通貨国であるため、基軸通貨国の純債務の積み上がりがどの程度まで許容されるのかは不明であり、そのことが対外純債務悪化への警戒を減じている理由ともされている。

(図表 21) 米国の対外純債務の推移



(資料) 商務省

(図表 22) 在米資産と海外資産のポジション



(資料) 商務省、対名目GDP比、直接投資は時価調整後、

(注)、実効為替はFRBマジカルン。

## ②高水準続く米国債の海外依存度

長年に渡る海外資金の流入により、米金融市場における海外部門の保有シェアは年々増加している。2012年の海外部門のバランスシートを見ると、海外からの流入資金の47.8%が信用市場に流入し、全体の27.4%が財務省証券で保有されている。これにより、財務省証券の47.8%を外国が保有する。その他、株式に15.4%、社債に12.8%の資金が流入しているが、各市場に於ける海外部門のシェアは、株式で11.9%、社債で20.4%と財務省証券の半分に満たず、金融市場別で海外部門のプレゼンスが最も大きいのは財務省証券となる(図表23)。

(図表 23) 金融資産別の外国保有状況(2012年末)

(10億ドル)	総計	外国保有額	同シェア(%)	同保有資産構成(%)
金融資産保有総計	168692	20161	12.0	100
銀行間債権	1775	213	12.0	1.1
当座性資産	2851	540	19.0	2.7
定期性預金	9312	326	3.5	1.6
信用市場計	56447	9640	17.1	47.8
財務省証券	11569	5526	47.8	27.4
政府機関債	7555	1126	14.9	5.6
社債	12624	2581	20.4	12.8
株式	26028	3106	11.9	15.4
投資信託等	9324	958	10.3	4.8
その他	30060	5149	17.1	25.5

(資料) FRB、単位：10億ドル、

## ③国別保有額では、日中で4割超～日本の純減がサプライズに

そこで、国別に外国の財務省証券の保有状況を見ると、中国と日本が計4割を占めるなど保有

額が突出している。続くブラジル・台湾は各5%に満たないが、上位3~15位で計4割を保有している。また、外国保有分の約7割を外国政府が占め、多くは外貨準備として保有されている。なお、対米貿易黒字上位国のドイツが15位までに入らないなどユーロ圏主要国は低位にあるが、為替調整の必要に乏しく、外貨準備も一定額に留めるとの判断と見られる。この点、ユーロ圏主要国の保有増が期待できないと、中国、ブラジル・ロシア等の新興国の重要性が高まるため、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24)。

一方、日本はこれまで米国債の安定的な保有先とされていたが、最近の純減が注目されている。4月の日銀の新政策導入は、長期金利の低下を促がし、投資家や金融機関が株式や外債等のリスク資産に資金シフトすると指摘したが、その後の日本の長期金利は上昇に転じ、日本の投資家は4月末から5月初めの一時期を除くと、株式と外債を売り越していることが明らかとなった。

この点、米国でも同様な見方が多かったことから、日本の外債投資純減の動きはサプライズとされ、中国の台頭で影の薄れていた日本の投資家の動きが徐々に注目を集めている。米国の報道によれば、日本の投資家の5月の米国債の売却額は約300億ドル(4月は155億ドル)とされている。日本の米国債売却には、円安によって上昇した外債保有のポートフォリオ上の調整に加え、FRBのtapering(国債購入縮小)観測の強まりがあるとされるが、今後は、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の外国債券保有の11%への引上げ(変更前は8%)決定等もあり、金利が落ち着けば投資が再開されると期待されている。

(図表24) 国別米国債保有状況の推移

	2013				2012 Dec	2011 Dec	2010 Dec	2009 Dec	2008 Dec	2007 Dec	2013 Apr		
	Apr	Mar	Feb	Jan							シェア(%)	増加率 (07年比)	増加率 (12年比)
1 China, Main	1265	1270	1252	1214	1220	1152	1160	895	727	478	22.3	264.8	3.6
2 Japan	1100	1114	1106	1104	1111	1058	882	766	626	581	19.4	189.3	▲ 1.0
3 Carib Banking	273	284	280	272	266	226	168	129	198	116	4.8	234.6	2.6
4 Oil Exporters	273	265	257	262	262	258	212	207	186	138	4.8	197.8	4.1
5 Brazil	253	258	257	254	253	227	186	169	127	130	4.5	194.5	▲ 0.3
6 Taiwan	187	189	190	193	195	177	155	117	72	38	3.3	488.7	▲ 4.5
7 Belgium	186	188	187	186	139	135	33	17	16	13	3.3	1406.8	33.8
8 Switzerland	183	184	187	190	195	142	107	90	62	39	3.2	471.2	▲ 6.2
9 United King	163	159	139	139	133	112	272	180	131	158	2.9	103.4	23.2
10 Russia	151	153	165	164	162	150	151	142	116	33	2.7	462.1	▲ 6.4
11 Luxembourg	147	155	152	148	155	148	86	88	97	70	2.6	210.9	▲ 5.2
12 Hong Kong	142	147	145	143	142	122	134	149	77	51	2.5	277.0	▲ 0.1
13 Ireland	118	115	111	110	105	95	86	88	97	70	2.1	169.7	12.8
14 Singapore	90	98	110	104	99	75	73	39	41	40	1.6	226.4	▲ 9.4
15 Norway	75	76	77	77	75	57	20	12	23	26	1.3	285.5	▲ 0.4
上記15カ国合計(*)	4606	4656	4613	4559	4513	4133	3726	3088	2598	1981	81.2	232.5	2.1
All Other	1065	1085	1076	1063	1061	863	712	604	479	372	18.8	285.9	0.4
Grand Total	5671	5740	5689	5621	5574	4996	4438	3692	3077	2353	100.0	241.0	1.7
Of which:													
For. Official	4062	4091	4097	4046	4032	3615	3188	2706	2138	1641	71.6	247.5	0.7
Treasury Bills	399	404	386	377	373	358	462	534	458	196	7.0	203.4	7.1
T-Bonds & Notes	3663	3687	3712	3669	3660	3257	2726	2172	1680	1445	64.6	253.5	0.1

(資料)米財務省、10億ドル、順位は4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。