

REPORT IV

資金循環から見る米国経済事情

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

はじめに

米国では、2001年のリセッション以降、景気対策として減税とFF金利で1%に至る大胆な利下げ策が実施され、こうした政策的支援を受けて、住宅ローンのリファイナンスが急増し、消費支出が景気回復をけん引した。2004年の米国の成長率が4.4%に上昇し、景気回復を第一の政策目標としてきた米国の経済運営は、当初の目標を達成した形である。しかし、この間、アフガン・イラク進攻や大型減税もあって、財政赤字は急速な拡大を見せ、一貫して拡大を続けている経常赤字とあわせて、「双子の赤字」が大きな課題となっている。

その後、2004年半ば以降は利上げが繰り返され、最近では原油価格が再上昇してインフレ懸念が強まるなど、米国経済も次の局面に入りつつある。

本稿では、2004年の資金循環表の発表を踏まえ、上記の景気回復に至る一連の動きに、資金循環面からスポットを当てて見た。

[注、なお、テロ事件前後の変化を中心とした資金循環と信用市場の動向については、「最近の米国資金循環の動向」(ニッセイ基礎研REPORT:2003年9月号)をご参照頂きたい。]

1. 資金フロー全体の概要

2001年が米国のリセッションに当たることもあって、同年を境に、資金循環表ではさまざまな変化が窺われる。その中でも最大の変化は、減税・歳入減による財政赤字の急拡大であろう。現在でも米国財政は、減税の恒久化案、社会保障改革、イラク情勢等の赤字拡大要因を抱え、当面、高水準の赤字が持続する見込みである。

また、低金利を受けて住宅ローンのリファイナンスが急拡大したのもこの時期の大きな特徴と言えよう。2004年の負債残高の伸びでは、家計が財政赤字の拡大した連邦政府を上回る伸び率を見せている。

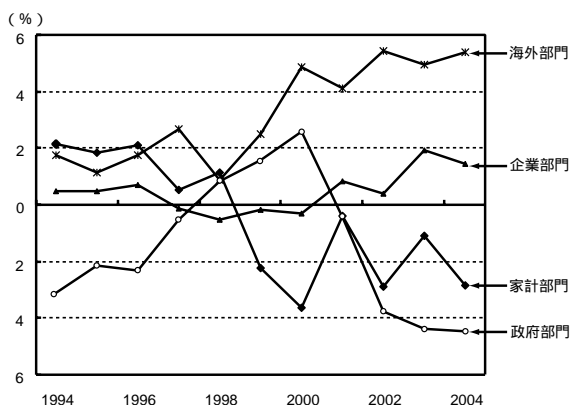
これらの資金不足をカバーしたのが海外部門である。経常赤字はなお過去最高額を更新中であり、その分、海外からのインフローも拡大している。半面、ネット対外投資ポジションの悪化も急速に進んでおり、長期的には、むしろ不安定要因を増幅している点には、留意が必要であろう。

こうした状況を踏まえ、米国の非金融部門の金融バランス(=金融資産純増-負債純増)を見ると、2001年以降、海外・企業部門の資金余剰と政

府・家計部門の資金不足の構図が続いている。

前記のように、政府部門は、2001年のリセッション以降、財政赤字の拡大を背景に資金不足が急拡大し、最大の資金不足部門となっている一方、経常赤字拡大を背景にした海外部門では、資金余剰が拡大し、政府部門の資金不足を相殺して上回る状態となっている。また、2001年より資金余剰に転じた企業部門の余剰額が増加傾向を見せ、海外部門で賄いきれなかった資金不足を補っている。

図表 - 1 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。

図表 - 2 2004年の米資金循環表

【家計部門】		2004	前年比	【事業部門・非金融】		2004	前年比
総貯蓄	1,219	48		総貯蓄(総内部留保)	1215	92	
純貯蓄	342	24		純貯蓄	335	12	
減価償却	892	23		減価償却	880	80	
総投資	1,233	98		総投資	1263	97	
資本支出	1569	116		資本支出	1134	161	
純金融投資	335	214		純金融投資	129	64	
金融資産増	774	13		金融資産増	701	74	
負債増	1109	227		負債増	572	139	
不突合(総貯蓄-総投資)	14			不突合(総貯蓄-総投資)	48		
【政府部門・含む州地方政府】		2004	前年比	【海外部門】		2004	前年比
総貯蓄	124	13		総貯蓄	643	129	
純貯蓄	353	2		海外部門受取	2,217	331	
減価償却	229	11		海外部門支払	1,576	200	
総投資	134	18		総投資	631	88	
資本支出	390	22		純金融投資	0		
純金融投資	524	41		純金融投資	631	88	
金融資産増	53	44		金融資産増	1190	407	
負債増	577	3		負債増	559	319	
不突合(総貯蓄-総投資)	15			不突合(総貯蓄-総投資)	12		

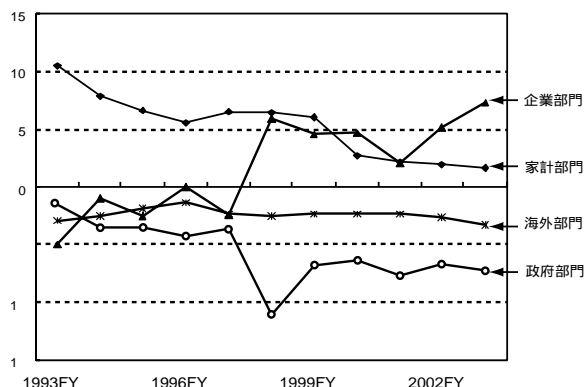
(資料) FRB、10億ドル

<参考1> 米国の資金循環表では、上表に見られるように貯蓄・投資と金融バランス(純金融投資=金融資産増-負債増)のフローを示す。2004年の資金循環表は、家計・政府部門の資金不足、海外・事業部門の資金余剰を示している。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が生じ、期間別の収支は一致しない。

<参考2> 日本の資金過不足を見ると、米国と対照的なのは、経常黒字により海外部門の資金不足が続い

ていることである。共通点としては、財政赤字で政府の資金不足が続く一方、企業の資金余剰が拡大していることであろう。家計については、日本でも資金余剰が減少してきているが、米国のように資金不足に陥っているわけではない。

(参考) 日本：部門別資金過不足の対名目GDP比



(資料) 日銀、内閣府。年度ベース。

2. 部門別の資金フロー

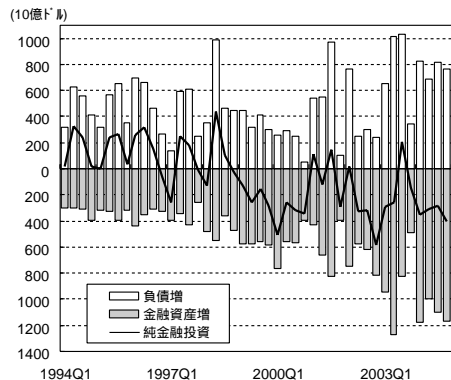
(1) 家計部門の動向

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、それが常態化しつつある。特に、近年は低金利を受けて住宅ローンが急速に増加し、家計の負債増を推進している。

一方、金融資産への投資については、市場環境の影響を受け易いため、負債に比べると変動が大きく、金融バランス変動の主因となってい

図表 - 3 家計の金融バランスの推移



(資料) FRB。なお、四半期データは季節調整済み年率(以下も同様)。

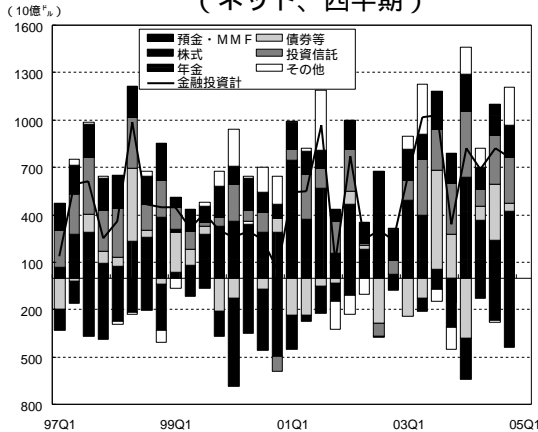
る。四半期ベースで最近の推移を見ると、2003/3Qに一時的に資金余剰に振れたが、その後は資金不足が続いている。

家計部門の資金フローの内訳

金融資産の内訳を見ると、預金・MMFを中心に投資信託、年金がほぼ安定的に每期純増を見せている。債券については、2000年以降純減となったが、2003年以降は純増に転じている。

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年には株式売却が急増した。リセッション期には株価下落により売却が収束したものの、2004年には株式市場の回復を受け、売却超過の動きが拡大している。なお、家計部門では、一貫して株式の売却を進めているが、半面、投資信託・年金を通じた間接保有が増加しており、2003年以降は間接保有が直接保有を上回っている。

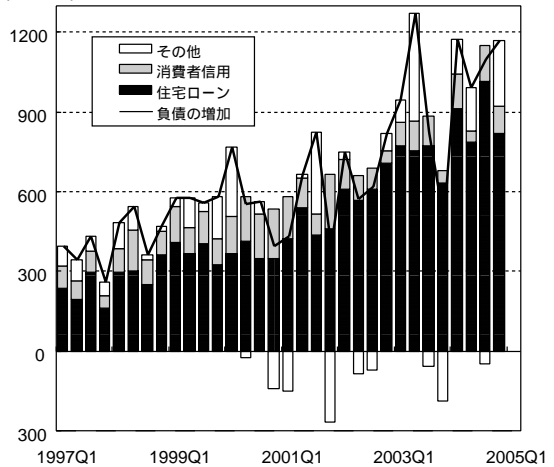
図表 - 4 家計の金融資産投資内訳 (ネット、四半期)



(資料) FRB

一方、家計の負債では、住宅ローンが大宗を占めている。最近の住宅ブームにより、住宅ローンの増加は急であるものの、長期金利の動きによって増減するなど、金利動向には敏感な動きを見せている。なお、消費者ローンについては、返済額も相当あるため、純増ベースで見たウェイトは小さい。

図表 - 5 家計の負債増加内訳 (ネット、四半期) (10億ドル)



(資料) FRB

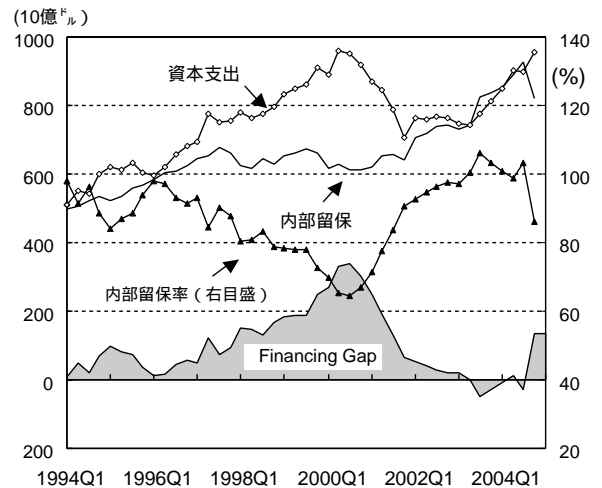
(2) 企業 (非金融) 部門の動向

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、2000/2Qをピークに低下し、リセッション後も2003/2Qまで横直し状態を続けた。一方、内部留保は、資本支出がピークをつけた直後の2000/3Qをボトムに増加に転じ、2003/2Qには、一時的に資本支出を上回った。その後は、景気の回復と共に設備投資も上向き、また、企業収益の向上により内部留保もほぼ同様の増加を辿った。

このため、資本支出と内部留保の差であるFinancing Gapの推移を見ると、2000/3Qをピーク

図表 - 6 Financing Gapの推移 (四半期)



(資料) FRB

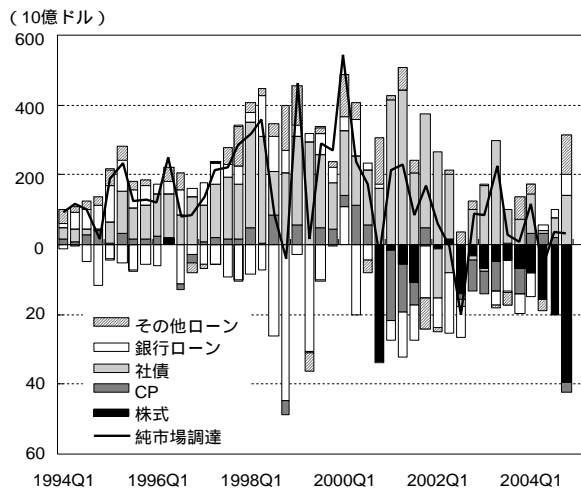
クに減少を続け、2003年には一時マイナスをつけるなど、企業の資金需要の相対的減少を示している。(なお、2004/4Qは、Financing Gapが急拡大したが、この期に行われたマイクロソフト社の特別配当による内部留保の減少による所が大きい。)

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増を行うこととなるが、2001年のリセッション以降は、上記の通り資金需要が停滞した。この時期の資金調達の特徴としては、短期資金の返済の一方、金利の低下により社債発行が増加したことであろう。短期資金では、CPや銀行借入等で急速な減少が見られ、これらが純増に転じたのは2004年になってからとなる。

一方、長期資金では、2001年の社債調達が3,485億ドルと前年から倍増し、また、モーゲージ債も、額は593億ドルと小さいものの社債同様に倍増している。

図表 - 7 非金融企業部門の資金調達 (ネット)



(資料) FRB

2004年になるとこうした状況が収束し、景気回復を受けて短期資金調達が純増に転じた。社債発行は前年から半減する一方、モーゲージ債は発行増が続き、社債を上回った。なお、株式については、リセッション前後を通じて純減が

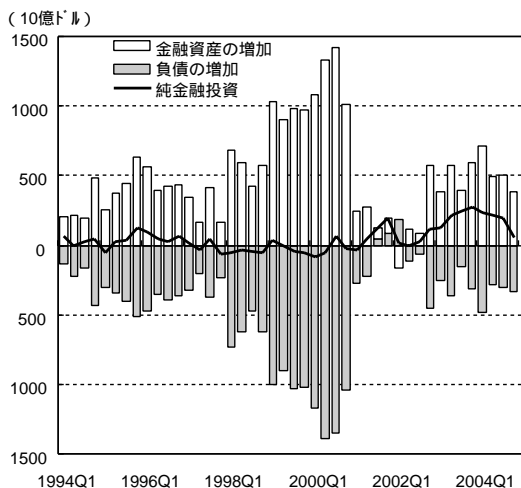
続き、2004年は 2,100億ドル減と減少幅が急拡大した。

企業部門の金融バランス

資金循環表の金融バランスでは、上記の資金調達が企業の負債面の内訳推移として反映される一方、企業部門の金融資産投資として中核を成すのは、売掛債権と海外への直接投資である。売掛債権は景気による変動が大きく、リセッション時は純減を示したが、最近景気の回復を映じて急増している。

企業部門の金融バランスを見ると、家計部門に比べ、全体として金融資産と負債がバランスした傾向を持つ。最近では、2001年のリセッション時に資金調達、金融資産増が共に急減して、それまでとは様変わりの様相となった。特に、テロ事件前後の3四半期は負債が純減となるなど、近年見られない状況を呈した。

図表 - 8 非金融企業部門の金融バランス (四半期)



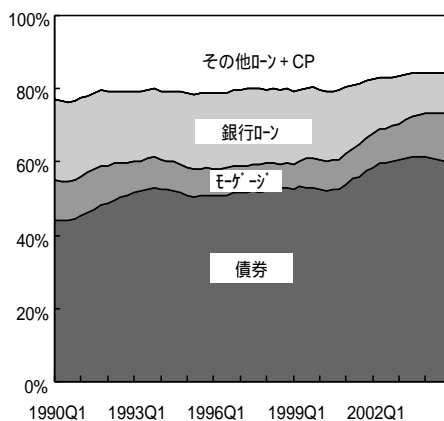
(資料) FRB

その後、金融資産では、景気回復により売掛債権が急増する一方、負債面では、内部留保の増加に対して設備投資の回復が遅れたため、企業の資金調達が伸び悩み、近年には見られないほど資金余剰は膨らんだが、2003/4Qをピークに、以後縮小に向かっている。

企業部門の負債残高の構成

企業の資金調達状況を、信用市場の残高構成（除く株式）で見ると、やはり、債券の構成比の増加が目立つ。上記のようにリセッション以降の金利低下により債券発行が増加したため、債券の構成比は90年初の40%から2004年末には60%に増加した。同様にモーゲージも増加したが、半面、銀行ローンは同時期に22%から11%に半減したため、モーゲージの13%とシェアが逆転している。

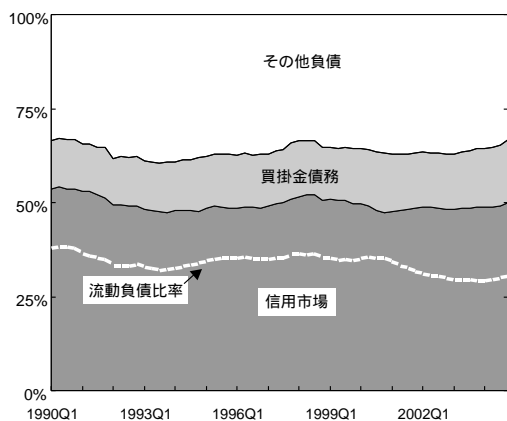
図表 - 9 非金融企業部門の信用市場残高内訳



(資料) FRB、四半期

<参考3> 企業部門の負債は、信用市場、買掛金債務、その他負債で構成される。信用市場は、内訳は上記の通りであるが、下図の通り負債全体の半分を占める。また、買掛金債務は過半が資産勘定の売掛金債務で相殺され、その他負債は、税務・年金関係負債、外国からの直接投資、それ以外の負債によって構成される。

(参考) 企業部門の負債残高構成の内訳推移



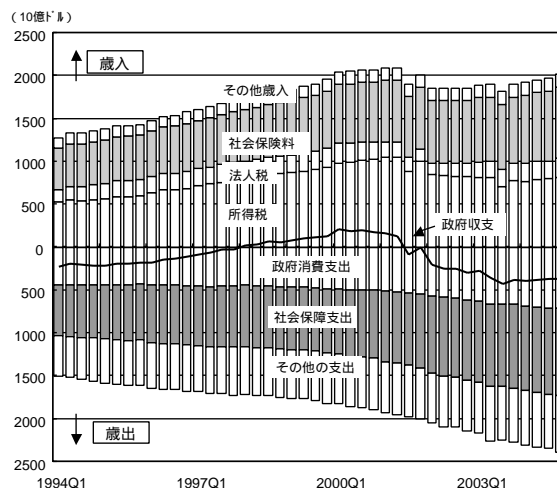
(資料) FRB、四半期

(3) 政府部門の動向

政府収支の動向

四半期ベースで見た連邦政府収支は、98年にプラスに転じたが、2001/3Q以降は再び赤字化し、その後、赤字は拡大を続けた。リセッションと減税で歳入が減少する中、国防費等の歳出増が続いたことが主因と言える。その後も雇用回復の遅れ等から歳入が伸び悩んだのに加え、2003年に追加減税策が取られたこともあり、2004年の連邦政府収支は3,806億ドル（暦年、NIPAベース）と拡大を続けている。

図表 - 10 連邦政府の歳出入（四半期）



(資料) FRB

国防費では、なおイラク関係の補正予算が毎年組まれている状況で歳出面での縮小は難しく、今後も、景気回復による歳入増による赤字縮小に期待せざるを得ない状況である。

なお、2004年の州地方政府の収支は、税収増により142億ドルと3年ぶりに黒字転換（NIPAベース）している。

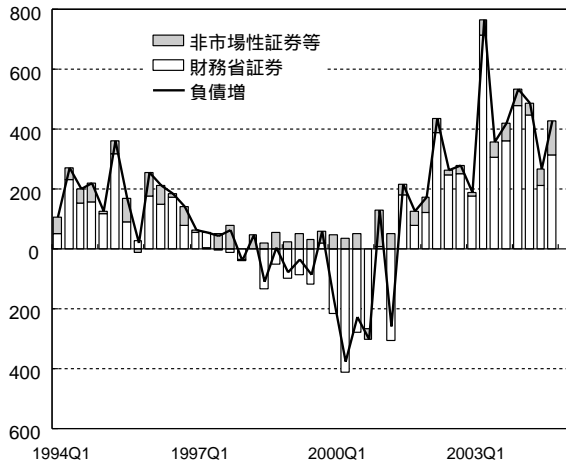
連邦政府の資金調達

連邦政府は、財政収支の不足分を財務省証券を発行して信用市場から調達するほか、年金・退職金基金宛に年間数百億ドルに上る非市場性債券を発行しており、金融バランスのマイナスは財政収支の赤字を上回る推移を見せている。

なお、四半期ベースの金融バランスでは、2001/3Qに資金不足に転じて以来、急速な調達増加を見せ、負債増は年率4000億ドルのラインを挟んだ推移を続けている。

図表 - 11 連邦政府の資金調達推移 (四半期)

(10億ドル)



(資料) FRB

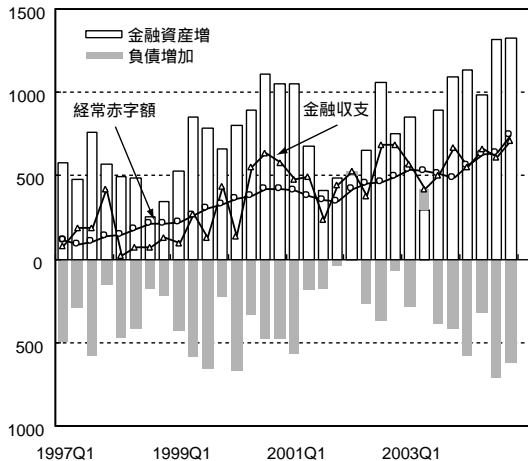
(4) 海外部門の動向

海外部門の金融バランス

米国では、経常赤字が拡大しているため、海外部門の金融収支(日本の資本収支に該当)の黒字が拡大している。国際収支上は均衡するはずであるが、米国への投資は市場環境の影響を受けるため、実際の経常収支と金融収支の差し

図表 - 12 海外部門の金融バランス (四半期)

(10億ドル)



(資料) FRB

引きを四半期ベースで見るとかなりの差異が生ずることがある。特にリセッション前後の変動は激しかったが、直近1年余は、金融収支と経常赤字の推移は似かよった動きを見せている。

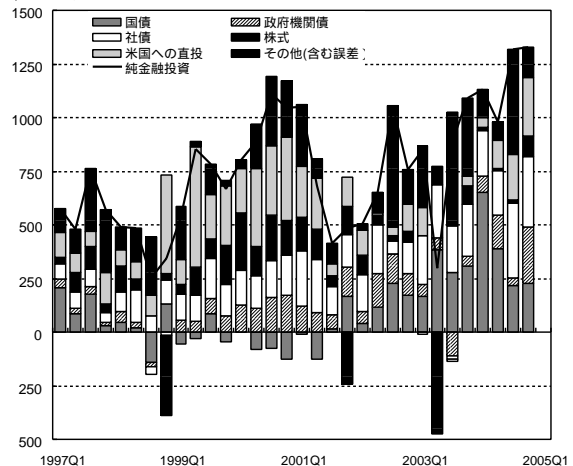
海外部門の純金融投資

海外からの米国への投資は、米国の金融市場の動向を映して多様かつ変化に富んだ動きとなるのが特徴である。好況期の99~2000年にかけては米国の株高、M&Aの興隆を映じて株式・直接投資が増加した。また、この時期は財政が黒字に転じたため、国債投資が減少し政府機関債・社債への投資が増加した。しかし、2001年のリセッション後は、財政赤字が拡大したため国債への投資が中心となり、2004/1Qには、一時、全体の58%にまで拡大した。

その他では、社債投資・政府機関債投資が国債に次ぐ位置を占めている一方、株式投資は、年々急速に縮小し、2004年は2000年の1/6の規模となっている。

図表 - 13 海外部門の純金融投資 (四半期)

(10億ドル)



(資料) FRB

一方、海外部門の負債増は、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、前者では、米国での株式発行、後者では、海外への直接投資が中心を成し、この二者で負債増の過半を占めている。なお、2000年に1,269

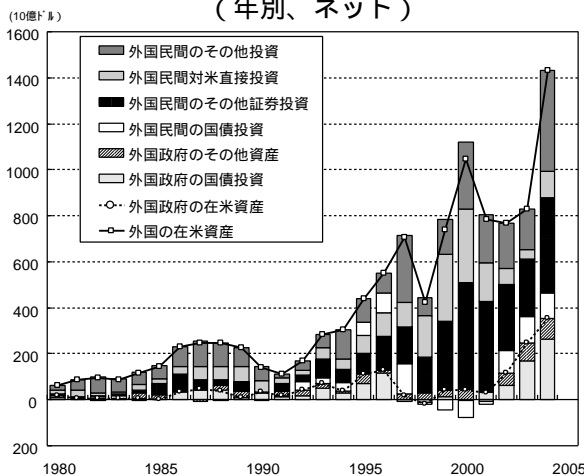
億ドルと中核的な存在であった外貨預金は、その後のドルの下落・海外金利の低下等で2003年は純減にまで減少している。

変化を見せる海外からの投資主体

外国からの対米投資について、官・民別に見ると、2001年以降、外国政府による投資純増の急拡大が目を見く。これは、主に為替介入等で得た資金が還流したもので、為替がドル安方向での推移を見せた期間に一致する。また、投資対象も米国債が中心となっている。

一方、民間の対米投資は、証券投資と直接投資が中核を成すが、証券投資については、97年に国債投資をその他の証券投資が上回って以来、後者がその中核を占めるに至っている。2004年についても、外国政府の国債投資と民間のその他証券投資が中心を成していると言えよう。

図表 - 14 外国の官・民別対米投資
(年別、ネット)



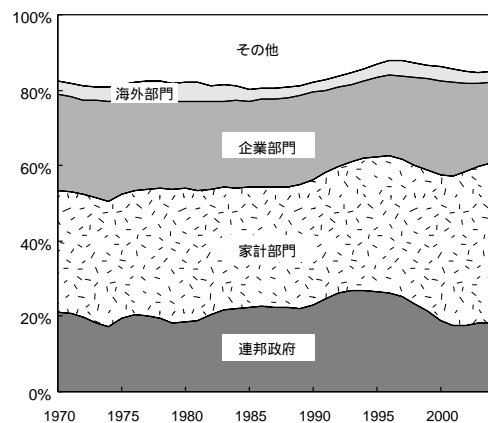
(資料) 商務省

3. 資金循環から見た今後の課題

(1) 懸念される家計部門の負債増

家計の負債伸び率は、90年代初にボトムをつけた後、ほぼ一貫して上昇傾向を続け、2004年は前年比11.0%と主要部門の中では最大の伸びを見せ、全体の負債残の伸び率8.6%を大きく上回った。

図表 - 15 負債残高の部門別構成比



(資料) FRB、年ベース。

また、家計部門の負債額についても、山谷のサイクルが比較的明確である連邦政府や企業部門とは対照的に、年々負債を積み上げたため、2004年末の負債残高は、総負債（非金融部門）24.2兆ドルの内、家計部門が42.4%を占めて最大の構成比を成し、企業部門の21.5%、連邦政府18.2%を凌駕している。

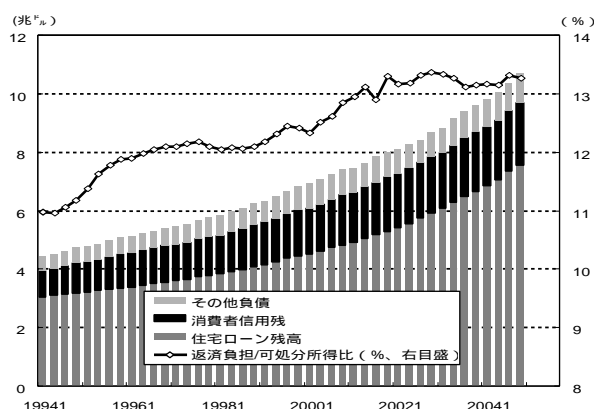
現下の問題は、こうした家計の負債残が負担となり、家計の破綻や景気に悪影響を及ぼすことへの懸念であろう。

ただし、家計の返済負担を見ると、負債増（可処分所得比で01/4Qの1.06倍 04/4Qの1.21倍）にもかかわらず、この期間の可処分所得比での返済負担率は、むしろ減少している（図表 - 16）。これは、主に金利低下による住宅ローンのリファイナンス時に、折からの住宅価格上昇もあって、返済負担増とならない程度に借り増しする方法が一般的に取られたためである。また、リファイナンスに当たっては固定金利での借入れが大半であったことから、今後の金利上昇時の負担増も軽減されよう。

このため、家計が、金利低下、住宅価格上昇の恩恵を享受したことは間違いないのであるが、半面、負債の積上がりによる元利負担増により、住宅価格下落時の債務超過懸念や不況時

の所得減に対してはリスク許容度が低下している点、懸念なしとは言えないのである。

図表 - 16 家計の負債残と返済負担率の推移



(資料) FRB、四半期、返済負担率はFRB発表分を使用。

(2) 企業の今後の需資動向には留意

最近の企業部門の動きを見ると、信用市場における資金調達の増加が注目される。2004年は2,401億ドルと、リセッション前の2000年以来的水準となった。また、四半期ベースの調達でも、2004/4Qは年率4,285億ドルの調達増で、負債残高は前期比年率8.4%増といずれも2000/2Q以来の高水準となった。

資金循環表からは、ストック調整の進んだ2002年以降、内部留保が設備・在庫投資を上回り、その後も企業収益の順調な増加により、資本支出を内部留保で賄える状態が続いている。

こうした状況にもかかわらず企業の資金調達額が急伸した要因としては、現状の長期金利が低水準にあり、低水準の金利が資金調達のインセンティブになったと考えられる。ただし、長期の資金調達手段である債券発行増に加え、銀行借入の増加は、在庫積み増しに向けた実需に基づく資金ニーズによるものと思われ、今後の資金需要の動向には注目しておきたい。

(3) 双子の赤字拡大と資金循環

財政赤字と経常赤字による「双子の赤字」が大きな問題を抱えていることは論じるまでもない

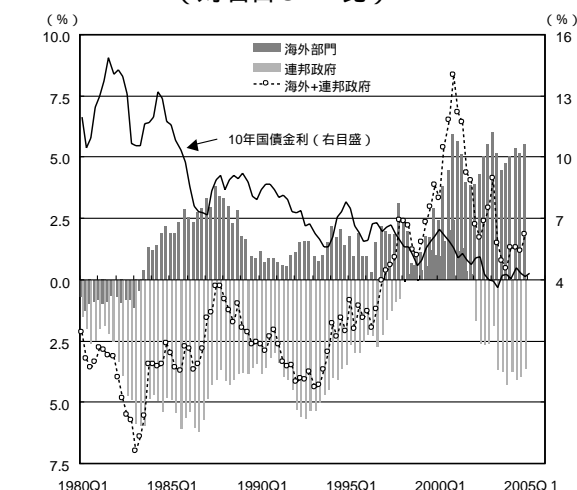
が、資金循環面では、経常赤字の拡大は金融収支の黒字を拡大して、米国へのインフローを増加させる。

一方、財政赤字の拡大は、連邦政府の資金調達を拡大し、国内の資金を吸収することとなる。因果関係を除き、資金循環を海外部門と連邦政府の2部門間で単純に見るのであれば、双子の赤字の下では、経常赤字拡大によって国内に流入してきた資金を財政赤字が吸収する形となる。

この点、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、大きな問題とされた。

今日、再び双子の赤字が拡大しているのであるが、今回は、経常赤字の規模が財政赤字を上回っており、当該2部門で見た金融バランスは、海外部門からのインフローが財政資金の調達を賄って余りある状況となっている。

図表 - 17 海外・連邦政府の金融収支の推移 (対名目GDP比)



(資料) FRB、金融バランスは3四半期移動平均。

もっとも、海外からのインフローに関しては、米国経済への信認の厚さを背景にしており、既に、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

ティに関する問題が懸念されることは、言うまでもない。

(4) 上がらない長期金利の「謎」

この1年の長期金利(10年国債)の推移を見ると、FRBが最初の利上げをした昨年6月に4.8%台に上昇したが、その後、8回の利上げにもかかわらず、なおこれを下回る水準に留まっている。利上げに反応の鈍い長期金利の動きをFRBのグリーンスパン議長は「謎」と呼んだのであるが、その後のインフレ懸念の高まりにもかかわらず、最近の長期金利は、一時4.1%台に下げる場面も見せている。

こうした長期金利の動きについても、前記の資金循環構造が一因と言えよう。企業の設備投資資金は内部留保で賄える水準にあり、家計は既に住宅ローンのリファイナンスを終えている。現状では両者に長期金利上昇を追いかけて調達するほど資金ニーズは強くない。一方、財政赤字については、金利水準にかかわらず歳入不足分を資金調達するため、金利上昇圧力となり易いのであるが、海外からのインフローで賄える範囲内にある。

今後もこうした資金循環構造が続くのであれば、資金面からの金利上昇圧力は強くはないと見られるが、その保証があるわけではなく、特に海

外からのインフローに頼っている構造は、脆弱とも言える。また、最近のインフレ懸念の高まりは、長期金利の押し上げ要因であるし、長短金利差も接近した状況にある。資金循環の構造にひとたび変化が生ずれば、長期金利が急速に居所を変えても不思議ではない。

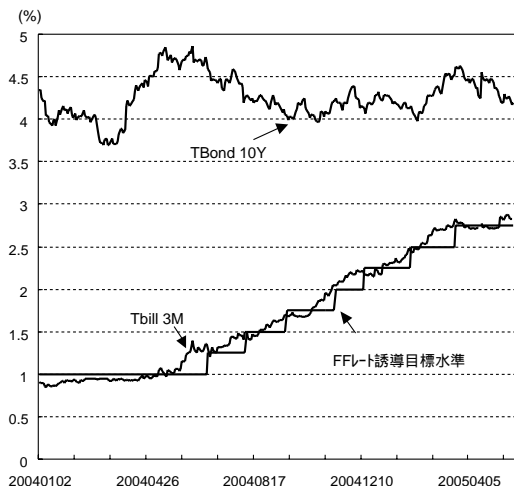
(5) 負債残高全体の伸びも懸念材料

前記の点について、負債残高の動きから見てみよう。2004年末の全米の非金融部門の負債残高は前年比8.6%増と88年以来16年ぶりの高い伸びを見せた。過去の推移を見ると、好況期の2000年が同4.8%と94年以来の低水準だったのに対し、リセッション時の2001年には6.2%となり、その後も年を追う毎に上昇している。

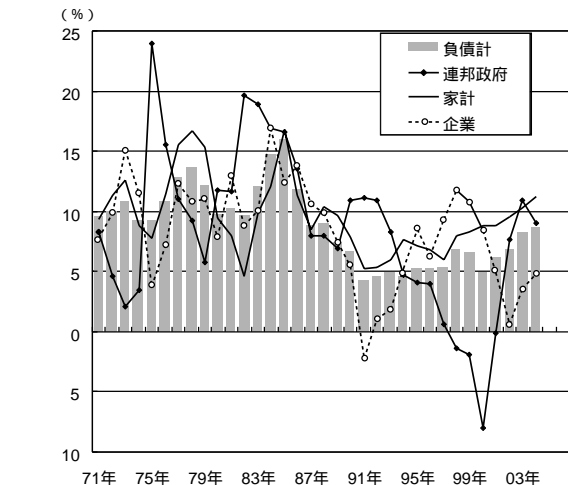
こうした要因には、財政赤字の拡大、住宅ローンのリファイナンス、企業部門の資金調達の回復、等が挙げられる。

90年代は企業の資金調達が伸びる時期には政府調達が減少し、政府調達拡大時には企業資金調達が減少する等、逆の動きを見せていたが、現状は、政府に加えて家計・企業とも拡大の動きを見せている。こうした三部門の伸びが重なった80年代半ばには、負債の伸びが急伸し、長期金利の上昇が懸念された。

図表 - 18 長短金利の推移



図表 - 19 主要部門別の負債残高の伸び率



(資料) FRB、前年比。

このため、今後、企業の資金ニーズが高まり、主要な三部門が揃って負債の伸びを高める状況となれば、金利上昇にも拍車をかける懸念が生じよう。

おわりに

世界的な金余りと言われる。確かに日本では、景気回復のもたつきで企業の資金需要が振るわず、「超」のつく低金利が続いている。しかも、大幅な経常黒字国であるため、こうした国の資金にとって米国は格好の受け入れ先となっている。

その米国では、企業の資金需要は強くないものの、家計と政府は大幅な資金不足であり、これを外国からの資金流入で補っている状態だ。経常赤字の拡大が問題視され、ドルの急落懸念が残存する中でも、世界経済を牽引する米国経済への信認は崩れていない。こうした外資依存の構造は、いつまでも続けられるわけではないが、為替で調整されつつも、当面は持続しそうな状況である。

最後に、米国内の資金循環で興味深いのは、2004年の負債残高の伸びが最も高かったことが示すように、低金利の恩恵を最も享受してきたのが家計部門と言えることだろう。同じ低金利下でも、貯蓄性向が高く、ゼロ金利に近い現預金の家計資産の過半を占め、家計部門が低金利による不利益を一手に引き受けた感の強い日本とは、対照的な状況と言えよう。