

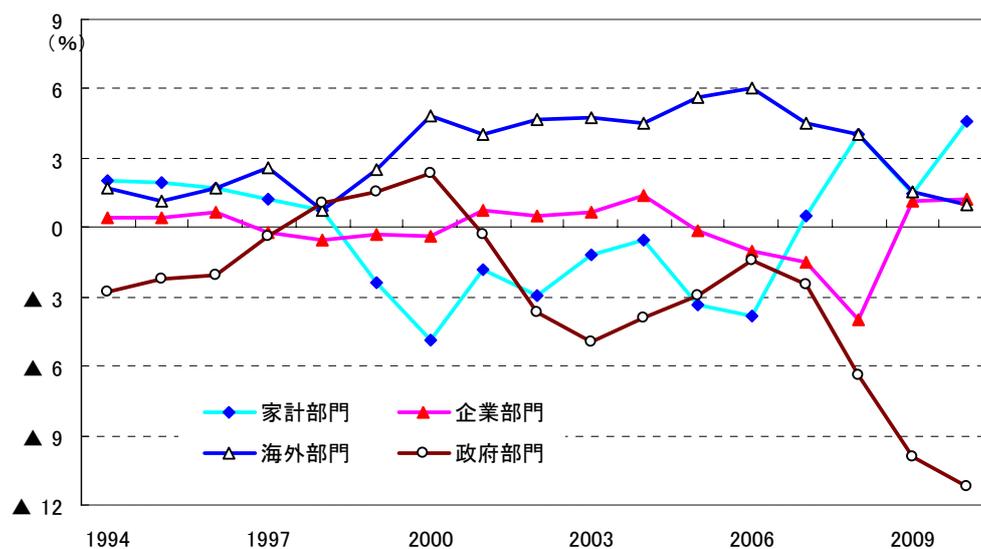
Weekly
エコノミスト・
レター資金循環表に見る米国の景
気実態

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

＜資金循環動向の特徴＞

- ・ 2009年の国内借り入れの伸びは3%に低下したが、2010年に入り回復の動きを見せている。
- ・ 部門別の金融バランスでは、家計部門の余剰が拡大した半面、政府部門の資金不足が顕著。特に連邦政府は景気対策で金融バランスが大幅に悪化。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。
- ・ 家計部門は9四半期連続で負債が減少するなどバランスシート調整が進行中であるが、負債の減少は資産の下落率の1/3に留まり、バランスシート調整がしばらく持続しよう。
- ・ 企業部門は、資本支出の回復が進行しており、資金余剰下にあるものの、2010年には市場借り入れが増加に転じている。
- ・ 海外からのインフローは金融危機時に縮小後、経常赤字を上回るまでの回復を見せているが、海外向け預金等の増加により、海外部門の金融バランス余剰は縮小している。

(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、2010年は上半期。

1、資金循環の全体概要

金融危機後の米国では、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た。こうした動きは、概ねその後も持続しているものの、米国経済は2009年6月以降リセッションを脱しており、2010年に入ると企業が負債増へと転じるなど、変化も窺われる。以下では、先頃発表された2010年上期までの資金循環表における変化を検証した。〔注、なお、過去の米国資金循環については、「金融危機と米国資金循環の動向」（ニッセイ基礎研REPORT:2009年9月号）を参照下さい。〕

(1) 国内借入れの動向～家計部門の返済が持続

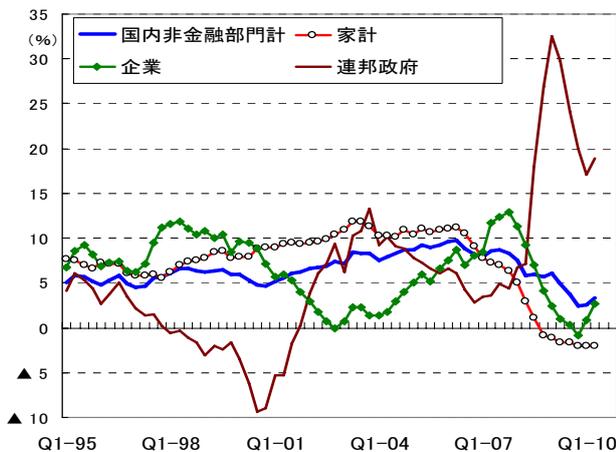
国内非金融部門の借入れ（Domestic Nonfinancial Debt）は、2009年4Qには前期比年率0.9%にまで低下、1951年以降の現行統計で最も低い伸び率となり、2009年年間では前年比3%の伸びとなった。しかし、2010年に入ると1Qは前期比年率4.5%、2Qは同4.8%と伸びを回復している。

2010年2Qの部門毎の動きを見ると、家計は前期比年率▲2.3%と2008年2Q以降9四半期連続でマイナスを続けているが、企業部門では、同3.8%と今年に入ってプラスに転じている。半面、連邦政府は同24.4%と8四半期連続で二桁の伸びを続け、借入れを急増させている(図表2)。

その他、国内金融部門は同▲7.1%と6四半期連続でマイナスを続け、海外部門は同▲1.7%と6四半期ぶりにマイナスに転落した(図表3)。

結局、政府部門の急増を除くと他部門の借入れは依然低水準にあり、特に、家計では住宅ローンの減少が続いているのに加え、消費者ローンも同▲2.5%と8四半期連続で減少した。こうした家計における借入れ返済の持続が個人消費には抑制的に作用していると見られる。

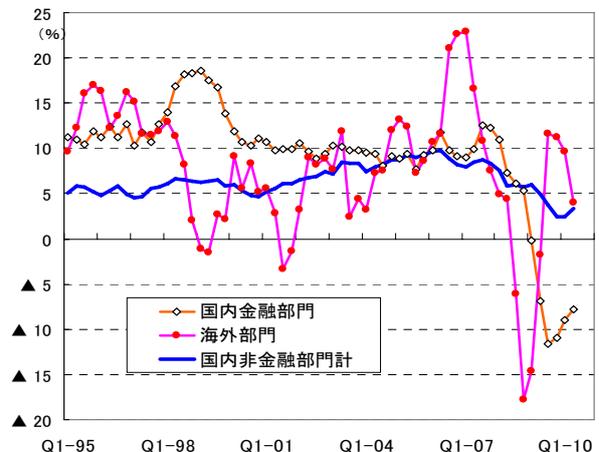
(図表2) 負債の伸び率 (その1)



(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) 負債の伸び率 (その2)



(注)前期比年率の3四半期移動平均

なお、資金循環表の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、2007年12月のリセッション入り前後で、資金循環表でも様々な変化が生じた。家計部門では、2007年には負債の減少により純金融投資〔以下、金融バランス（＝金融資産純増－負債純増）と呼ぶ〕がプラスに転じ、それまでの資金不足部門から余剰部門に転じた。また、企業部門でもリセッション入り後には一時負債が増加したものの、その後2009年には余剰部門に転じている。一方、政府部門で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。こうした中、海外部門は金融資産・負債とも増加幅が大幅に縮小、余剰部分を大きく縮小させた。

この結果、全体の金融バランスの推移を見ると、2006年に家計、企業、政府部門が資金不足（金融バランスがマイナス）となり、海外部門だけが余剰部門だったが、2007年には家計部門が余剰に転じ、2009年には企業部門も資金余剰に転じた。半面、歳入減と景気対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。2010年上半期はこうした状況がさらに進行、政府部門のみが資金不足に陥り、90年代前半の状況がより顕著に再現された形となった（表紙、図表1）。

<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に分けられ、金融投資の収支（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。

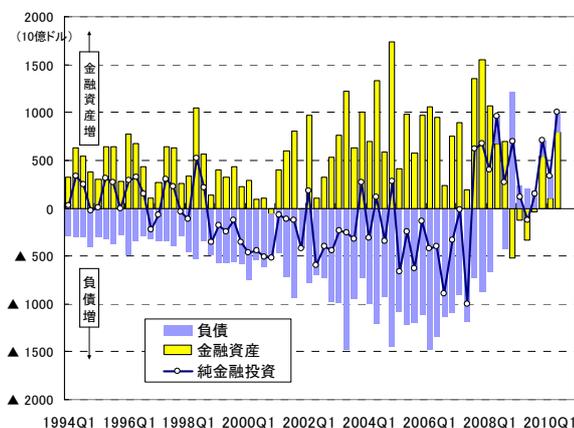
2、部門別の資金循環の動向

(1) 家計部門の動向

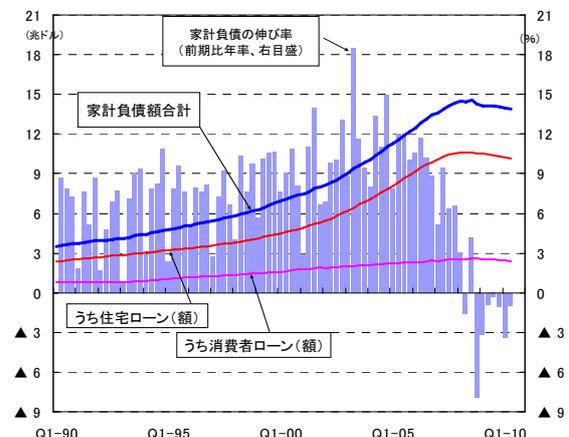
①家計部門の金融バランス

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、2008年のリーマン・ショック以降は、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、近年見られなかった異例の動きを見せた。その後、金融市場の落ち着きにより金融投資はプラスに転じたが、負債の減少は現在（2010年4-6月期）も続いている（図表4・5）。

(図表4) 家計の金融バランスの推移(四半期)



(図表5) 家計負債の推移と伸び率

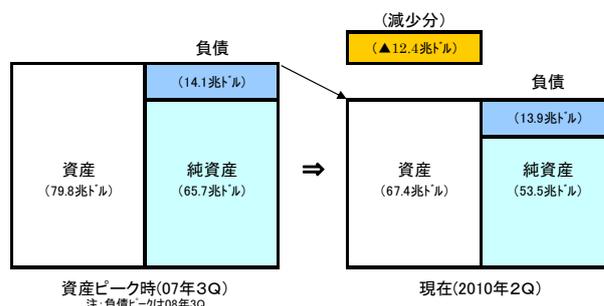


②長引く家計のバランスシート調整

家計部門の負債は、住宅ローンを中心に拡大してきた。しかし、上記のように住宅バブル崩壊により住宅ローンが純減を見せ、家計負債全体も純減が続いている。住宅ローンがピークをつけたのは2008年1Q、負債のピークは同年3Qであり、以降の家計負債は減少傾向を続けている。

一方、資産面では住宅資産以上に株価の下落率が拡大、家計資産全体ではピークだった2007年3Qから2009年1Qには21.1%減となったが、その後の株価の戻りが大きく、2010年2Qにはピーク比で15.5%減にまで減少幅を縮小している。半面、負債については2008年3Qまで増加が続いたこともあり、直近のピーク比は4.5%減に留まるなど、家計のバランスシート調整は、当面、持続しそうな状況を見せている(図表6)。

(図表6-①) 家計のバランスシートの変化



(図表6-②) 家計バランスシートの内訳

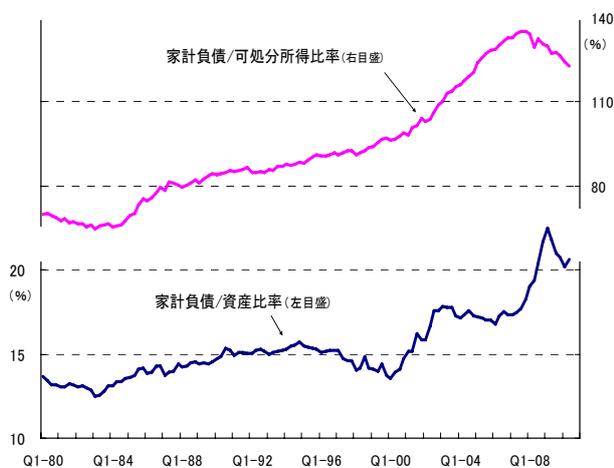
項目	ピーク比(%)		ピーク時	項目	ピーク比(%)		ピーク時
	2009/1Q	2010/2Q			2009/1Q	2010/2Q	
家計資産	▲ 21.1	▲ 15.5	2007/3Q	家計負債	▲ 2.8	▲ 4.5	2008/3Q
住宅資産	▲ 27.5	▲ 24.5	2006/4Q	住宅ローン	▲ 1.1	▲ 4.4	2008/1Q
金融資産	▲ 22.3	▲ 14.7	2007/3Q	純資産	▲ 25.8	▲ 18.6	2007/3Q
株式	▲ 51.8	▲ 34.6	2007/2Q				
投資信託	▲ 33.6	▲ 13.8	2007/3Q				
年金積立金	▲ 27.2	▲ 14.2	2007/3Q				

③返済負担面の調整は進展

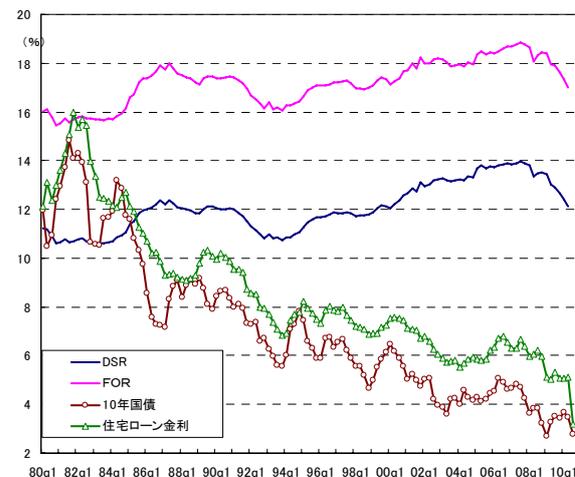
家計の負債を資産との対比で見ると、2010年2Qの負債/資産比率は20.6%とピークだった2009年1Qの22.5%から低下しているものの、依然、高止まりの状態に留まる(図表7)。

また、最近の回復を見せつつある可処分所得で見た負債比率は122.7%とピークの135.2%(2007年4Q)から低下してはいるものの、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7) 家計の負債比率の推移(四半期)



(図表8) 家計の金融支払い負担(対可処分所得比)



一方、家計の可処分所得比で返済負担率を見ると、DSR（デット・サービス・レオ）は12.13%（2010/2Q）と2000年1Q以来の低水準に、FOR（金融支払い負担）では17.02%（2010/2Q）と1998年4Q以来の低水準にまで低下を見せている。長期金利が大きく低下しており、その影響は大きい。足元での長期金利の低下が持続すれば、2010/3Q以降も改善が見込まれよう。

上記の状況により、家計では今後もバランスシートの調整が続き、負債の増加を抑制する方向に動くと思われる。このことは貯蓄率の高止まりを意味し、個人消費には抑制的に作用する。また、返済負担の軽減を支援するためにも、金融緩和が維持されよう。

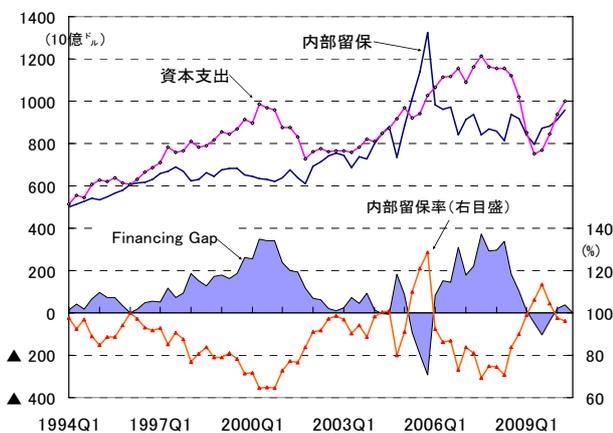
（注）DSR：デット・サービス・レオ＝住宅ローンと消費者信用の返済負担、FOR：金融支払い負担＝DSR＋自動車リース料・家賃・保険料等、いずれも可処分所得比（%）、出所：FRB）

（2）企業（非金融）部門の動向

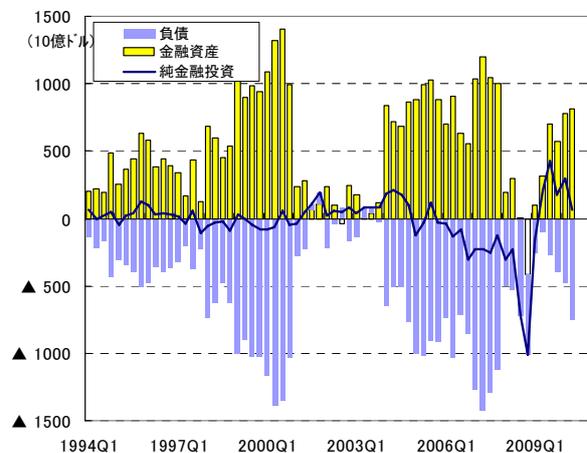
①企業部門のFinancing Gap

企業部門（Nonfarm Nonfinancial Corporate）の資本支出（＝設備投資＋在庫投資）は、今次リセッション中の2009年2Qをボトムに増加に転じている。一方、企業の内部留保は、同じく2009年2Qをボトムに拡大しているが、2010年1Q以降は資本支出を下回っている。資本支出額は2005年4Qを下回るなど高水準とは言えないが、資本支出と内部留保の差であるFinancing Gapは既にプラスに転じており、内部留保との対比で見た企業の投資が遅行しているわけではない（図表9）。

（図表9）Financing Gapの推移（四半期）



（図表10）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

企業部門の金融投資・負債について、これまでの動きを見ると、景気回復時には金融資産・負債とも増加し、リセッション時には共に急減する傾向を見せていた。これは資産面には売掛金、負債面には買掛金を含むなど景気変動とともに大きく増減する項目を含むこと等が主要因となっている。

もっともこうした資産は両建てで動くため金融バランスへの影響は小さく、企業部門の金融バランスは、家計部門に比べて変動が小さいと言える。また、金融バランスの変動自体は小幅ながら、

一般的に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っている。

今回も景気のピークにかけて 2006～2007 年には負債超過の動きを見せていたが、金融危機後の 2008 年 4Q には、金融資産取り崩しの動きにより金融投資が大幅なマイナスとなるなど負債超過が一層顕著となるなど従来とは異なる動きを見せた。最近では、金融投資、負債とも増加傾向にあり、金融バランスも均衡を回復しつつある(図表 10)。

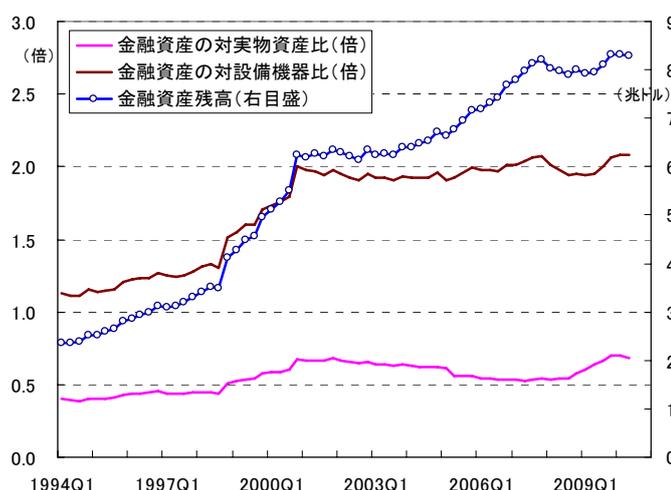
③企業の資金余剰と設備投資

上記のように、企業部門では 2009 年 2Q 以降、資金余剰に転じている。資金余剰が続くと、金融資産が積み上がり、キャッシュリッチ企業が増加するが、日本では、そうした企業が設備投資を手控えていることが景気停滞の要因と言われている。米国でも一年あまり資金余剰が続いているが、Financing Gap はプラスに転じ、企業の市場借り入れは 2010 年 1 Q 以降増加に転じるなど、上記のように投資が遅れているわけではない。

図表 11 は、金融資産から含まれる売掛金や海外直接投資等を除き、残高推移を見たものである。近年では 2008 年をボトムに増加に転じており、それまでに減少した分を回復した状態にある。なお、過去の推移を見ると、金融資産の積み上がりは好景気時に順調な増加を見せている。

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、ほぼ横ばいの推移を見せている。足元ではやや上昇しているものの、2008 年にかけての減少分を回復したものと見えそう。これらの数値は企業部門全体で見たものであり、個別の企業で見たキャッシュリッチ企業の増加を否定するものではない。また、これ以上の上昇が続くのであれば、金融資産の積み上がりが指摘される可能性も出て来よう。

(図表 11) 金融資産の推移(残高ベース)



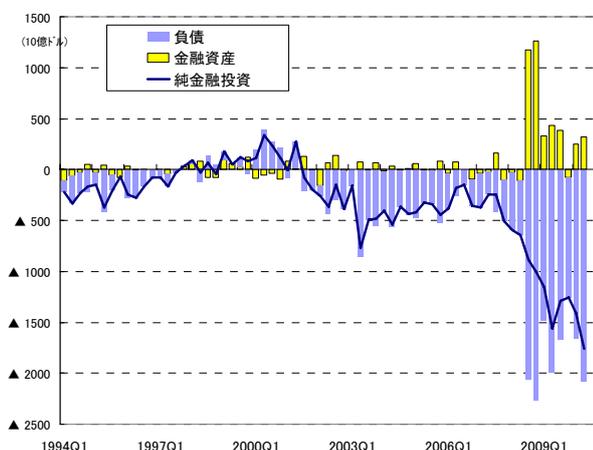
(3) 政府部門の動向

①連邦政府の金融バランスと資金調達の特徴

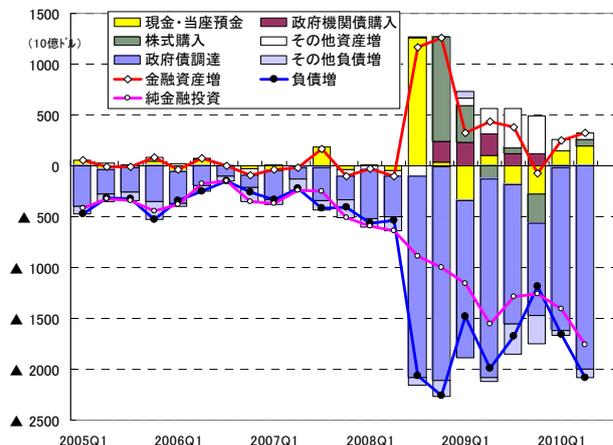
連邦政府の金融バランスは、財政赤字に転落した 2001 年以降資金不足が続いており、前記のように 2009 年に企業部門が余剰に転じた後は唯一の不足部門となっている(図表 12)。

資金調達に関しては、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っている。半面、金融投資は長年にわたりほとんど行われていなかったが、金融危機以降は、緊急経済安定化法の制定により 7000 億ドルの資産買取り枠 (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)を行ったことにより、金融投資・負債がともに急増するなど、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、これらの資金手当てとしての国債発行が急増を見せている(図表 13)。

(図表 12) 連邦政府の金融バランス



(図表 13) 連邦政府の投資・負債の内訳(四半期)

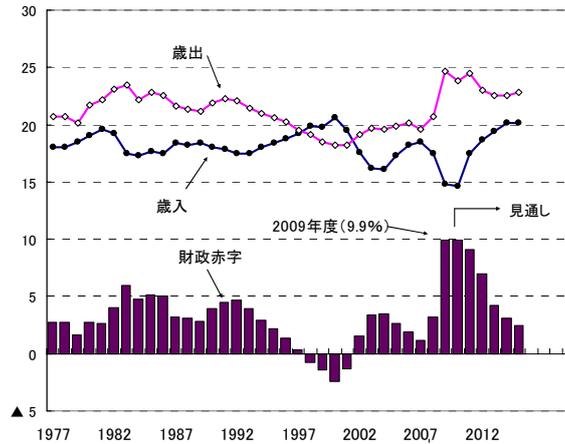


②財政赤字急拡大で大幅な資金不足に

2009 年にオバマ大統領が就任すると、2 月には向こう 2 年を中心とする約 8 千億ドルに昇る景気対策法が成立した。このため、2009 年度の連邦政府の財政赤字は 1.4 兆ドルに拡大、対名目 GDP 比では▲9.9%と異例の規模に膨張、2010 年度も 1.3 兆ドルとほぼ同規模の赤字となった。TARP は資産と両建てで増加するため、金融バランスへの影響は景気対策によるところが大きい。さらに、景気回復の遅れから、オバマ大統領は追加景気対策を発表しており、今後も、巨額の財政赤字が持続、政府部門の資金不足額は、高水準で推移する可能性が強い。

問題は、こうした資金不足をどのように補填するかであろう。従前、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 1%にまで資金余剰を縮小している(表紙の図表-1 参照)。残りの不足分を家計と企業部門で充足しているが、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。家計部門が中心となって財政赤字を支えるのがより安定的となるが、その分、個人消費の回復には抑制的となろう。

(図表 14) 連邦財政赤字の推移 (対名目 GDP 比、%)



(資料) 2010 年度予算教書、2010 年 8 月 CBO 見通し

(4) 海外部門の動向～問われる輸出倍増計画の成否

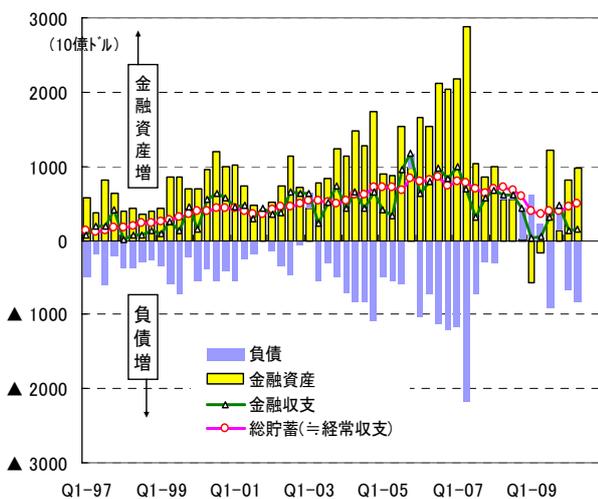
① 資本流入が急速に回復

海外部門にとっては、米国による輸入や利払い等の支払いが収入、米国からの輸出や米国の利息収入等が支払となり、その差し引き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、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、それらの収支となる金融バランスは、ほぼ総投資に一致する。

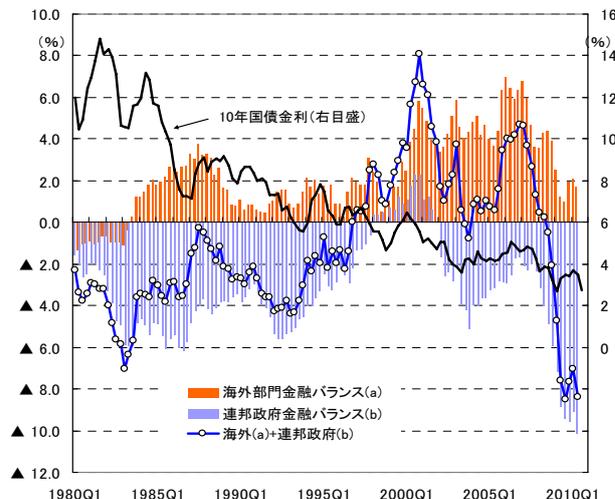
大幅な経常赤字が恒常的となっている米国において、資金循環面における海外部門の課題は、米国がドルへの信認を保ち、今後も海外からのインフローを確保できるか、という点にある。

最近の動きを見ると、金融危機直後には金融資産・負債がともに減少し、金融バランスは均衡状態に接近、その後、海外からの金融投資は回復したものの、米国の負債も増加を見せたため、金融バランスは低水準のプラスで推移している (図表 15)。

(図表 15) 海外部門の金融バランス (四半期)



(図表 16) 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

リセッション前の 2007 年上半期までは経常赤字の 2 倍以上の金融資産増(米国のインフロー)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(負債の純減)の動きも見られた。今年に入ってから金融資産投資(インフロー)、海外への投資(アウトフロー)とも回復しているが、金融バランスのプラスが経常収支を下回る推移を見せているのが懸念される。なお、内訳については、上半期の海外からの米国への投資は米国債が中心、一方、海外部門の負債面では、米国からの海外向け直接投資が中心ながら、海外への民間預金も急増している。

②将来的には「双子の赤字問題」の再燃も

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・2010 年度の財政赤字のように 1.3～1.4 兆ドルに昇る規模が続くのであれば、海外からのインフローが回復しても、それを充足するには無理が生じ、家計・企業部門を含めた消費や投資の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」でも、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た。将来的に、財政赤字が拡大したまま景気回復に向かえば、同様の問題が生じる可能性も出て来よう。

③海外の米国債保有状況～高まる中国の存在

最近の長期金利は、FRBのゼロ金利政策等の金融緩和策により、10年国債金利でも2%台の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、更なる緩和策を模索しており、当面、長期金利は低位での推移を見せよう。

そうした中、新興国を含む各国で為替介入を実施、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、米国債の保有額は一時より減少している。もっとも、それによって他国通貨の対ドルレートが上昇すると、それら国の為替介入実施で得た資金が米国に還流する。結局、対ドル為替介入が実施されている間は米ドル債への資金還流が続くこととなりそうだ。

国別に海外諸国の保有状況を見ると、中国・香港・ロシアを除く主要保有国の純増ペースが概ね持続する中、中国等でも大きく減少しているわけではない。いずれにしても、今後の長期債への投資スタンスは注目を集めよう。

(図表 17) 国別米国債保有状況の推移

	2010 Jul	2009 Dec	2008 Dec	2007 Dec	2006 Dec	2010年	
						シェア(%)	伸率(06年比)
1 China, Mainland	846.7	894.8	727.4	477.6	396.9	20.8	213.3
2 Japan	821.0	765.7	626.0	581.2	622.9	20.2	131.8
3 United Kingdom	374.3	180.3	131.1	158.1	92.6	9.2	404.2
4 Oil Exporters	223.8	207.4	186.2	137.9	110.2	5.5	203.1
5 Brazil	162.2	169.3	127.0	129.9	52.1	4.0	311.3
6 Carib Bankng Ctrs	150.7	128.5	197.9	116.4	72.3	3.7	208.4
7 Hong Kong	135.2	148.7	77.2	51.2	54.0	3.3	250.4
8 Russia	130.9	141.8	116.4	32.7	-	3.2	-
9 Taiwan	130.5	116.5	71.8	38.2	59.4	3.2	219.7
10 Switzerland	105.4	89.7	62.3	38.9	34.3	2.6	307.3
11 Canada	101.3	52.8	-	18.7	26.9	2.5	376.6
12 Luxembourg	98.9	88.4	97.3	69.7	60.0	2.4	164.8
13 Germany	56.4	47.8	56.0	41.7	46.0	1.4	122.6
14 Thailand	54.4	33.3	32.4	27.4	16.9	1.3	321.9
15 Singapore	52.6	39.2	40.9	39.8	31.3	1.3	168.1
16 Ireland	43.6	43.6	54.3	18.7	11.6	1.1	375.9
17 India	39.4	32.5	29.2	14.9	14.6	1.0	269.9
18 Korea, South	39.3	40.3	31.3	39.2	66.7	1.0	58.9
19 Mexico	33.3	36.8	34.8	34.4	34.9	0.8	95.4
20 France	30.5	30.5	16.8	-	26.4	0.8	115.5
All Other	435.4	403.8	360.9	286.6	273.1	10.7	159.4
Grand Total	4065.8	3691.7	3077.2	2353.2	2103.1	100.0	193.3
Of which:							
For. Official	2726.5	2706.3	2138.3	1641.1	1449.0	67.1	188.2
Treasury Bills	481.8	534.3	457.9	196.3	176.8	11.9	272.5
T-Bonds & Notes	2244.7	2172.0	1680.4	1444.8	1272.2	55.2	176.4

(資料)財務省

④注目される「輸出倍增計画」

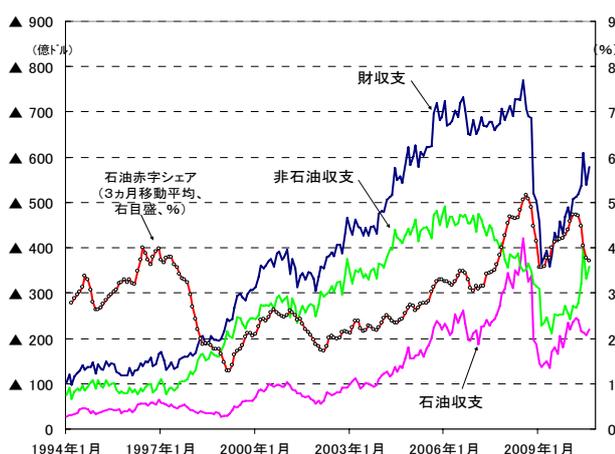
海外諸国からのインフローと並んで、注目されるのは「輸出倍增計画」の行方である。オバマ大統領は「5年後の輸出倍增」を中期的な経済政策の支柱に据え、そのための様々な戦略を練っている。なお、「輸出倍增」が注目されているが、この計画の本来の目的は、「過剰な消費を止め、貯蓄を増やして投資を行い、輸出を増加、雇用の創出を図る」ことを目標としている。就任以来、現政権の景気対策は上記の方向性で一貫しており、9月のオバマ大統領の演説でも「米国の歴代大統領は製造業の重要さを強調してこなかったが、今こそ物作りに回帰すべき時だ」と指摘、追加景気対策もこの方向に沿ったものと言える。

もっとも、米国の消費低迷で輸入の伸びが抑制される一方、海外景気の減速もあって、当面、輸出の高い伸びは難しそうだ。また、雇用者が大きく減少した製造業を立て直すには時間を要する。オバマ大統領は、グリーンエネルギー産業を中心とした新規産業を興隆させ雇用増を図るとしているが、そうであればさらに時間を要しよう。

そうした中、政権の意向を察知してかドル安の動きが進行している。輸出増にはドル安への誘導が簡便な政策である。本来の趣旨とは異なるものの、中間選挙を控えデフレも懸念される現状では、ドル安容認が政策の一助として加えられる可能性は否定できない。また、バランスシート調整の進行もあって家計の貯蓄率も上昇している。今後、内外経済の回復が進行、輸出環境が好転すれば輸出伸長の可能性は有り得るが、石油赤字のシェアの大きい経常赤字の縮小は容易ではない(図表 18)。

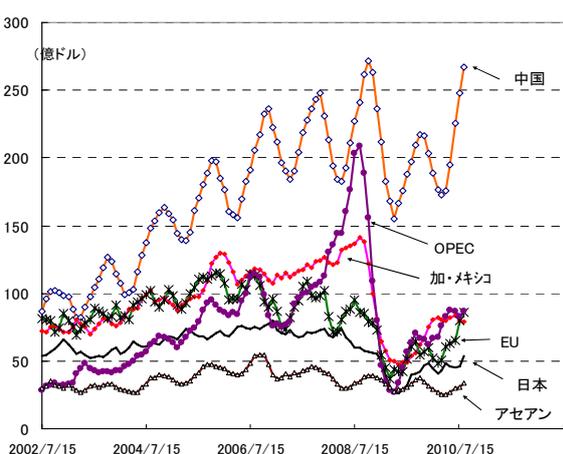
オバマ大統領は、同政権の経済目標は、過剰消費で世界経済を牽引した米国の再建ではなく、新たな米国経済の構築であることを強調している。そうした道を歩み始めてはいることを否定するものではないが、新たな米国経済の構築には、突出した財政赤字を縮小し、金融バランスを正常化することが前提となるのは言うまでもない(表紙：図表 1)。

(図表 18) 貿易財収支の内訳と推移



(資料) 米商務省、季節調整済

(図表 19) 各国別貿易財赤字額の推移



(資料) 米商務省、季節調整前、3ヵ月移動平均

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はありません。