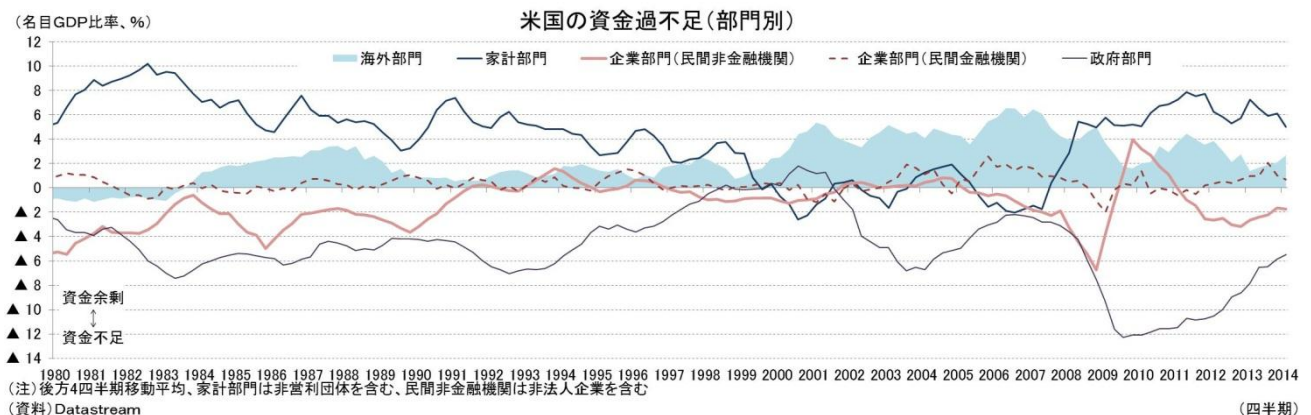


Weekly  
エコノミスト・  
レター【米資金循環】  
米国における資金循環の動向

経済研究部 研究員 高山 武士  
(03)3512-1824 takayama@nli-research.co.jp

1. 本稿では米国の資金循環統計を用いて、金融危機後に生じた金融取引や金融資産・負債の変化を確認する。
2. 金融危機後の部門別の資金過不足を追うと、家計部門では一貫して資金余剰の状況が続いており、余剰資金額（名目GDP比）も大きい。企業部門（民間非金融機関）は、金融危機後に資金不足主体から資金余剰主体に転じたものの、2011年には再び資金不足となった。政府部門は金融危機後に大幅に資金不足額を拡大させたが、現在は財政の健全化を進めており、資金不足幅は縮小に向かっている。海外部門は金融危機後、若干ではあるが資金余剰の縮小が見られる。しかし、財政赤字と経常赤字のいわゆる「双子の赤字」の状況は続いている。
3. 部門別のストック（負債）の動きを見ると、企業部門（非金融機関）が負債を着実に増やしている一方で、家計部門や金融機関の負債の拡大ペースは遅い。国内の非金融部門全体（家計+企業（非金融）+政府）で見た負債の伸び率も緩慢で、2000年代に見られた活発な資金調達動きは見られない。ただし、家計部門、企業部門ともにバランスシート改善は進んでいる。家計部門は企業部門と異なり負債を大幅に縮小させたが、消費者ローンは増加しており、現在は金融危機前のペースで拡大している。
4. 対外負債に関して、国別の米国債保有状況を見ると、中国と日本のシェアが依然として大きく、両国で海外保有高の4割を占める状況が続いている。また、近年はベルギーが投資家に代わって有価証券を保管・管理する機関（カストディアン）として台頭、保有残高およびシェアを急拡大させている。



# 1. 資金循環の概要

米国ではリーマン・ブラザーズの破綻からほぼ6年が経過、この間に実体経済面では実質GDPや非農業部門の雇用者数が金融危機前のピークを超えるなどの節目を迎えた。では、金融面ではどのような変化があったのだろうか。本稿では資金循環統計を用いて、米国の金融取引や金融資産・負債の変化を確認する。

## 1. 資金過不足の概念

以下、米国の資金循環統計を見る前に、資金循環表のなかでも特に注目度の高い部門別（家計部門<sup>1</sup>、企業部門（金融機関および非金融機関<sup>2</sup>）、政府部門<sup>3</sup>、海外部門）の資金過不足に関する基本的な概念を説明しておく。

各部門の資金過不足とは「純貸出（+）／純借入（-）」とも呼ばれ、各部門が金融市場で運用した（調達した）ネットの金融資産額（＝金融資産の増加額－負債の増加額）のことである。また、各部門が運用する額（調達する額）は、実物の取引面からみれば、各部門ごとの貯蓄額（所得－消費）から投資額（資本支出）を引いた金額に相当する。この関係を数式で表すと以下ようになる。

$$\begin{aligned} \text{資金過不足（純貸出（+）／純借入（-））} &= \text{金融資産の増加} - \text{負債の増加} && \text{〔金融面〕} \\ &= \text{総貯蓄} - \text{総投資}^4 && \text{〔実物面〕} \end{aligned}$$

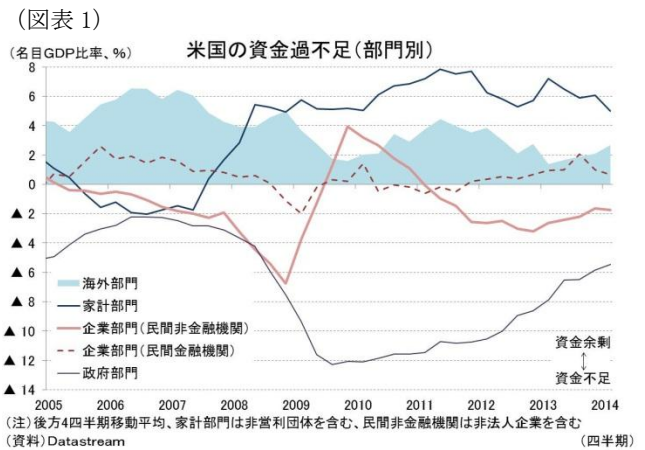
つまり、ある部門で貯蓄額が投資額を上回っている状況（貯蓄超過）ならば、その部門は余った資金を金融市場で運用しており、逆に、投資超過であれば投資に必要な資金を金融市場から調達している、ということになる。この各部門の資金過不足は、実物面の取引に注目すれば、貯蓄と投資の差額に相当するため「貯蓄投資差額」「貯蓄投資バランス（ISバランス）」とも呼ばれる<sup>5</sup>。したがって、部門別の資金過不足を見れば、どの部門からどの部門へ資金が移動しているのかが把握でき、同時に各部門が貯蓄超過主体なのか投資超過主体なのかも分かる。また、誤差を考慮しなければ、概念上は部門別の資金過不足をすべて合計するとゼロとなるという関係がある。

## 2. 部門別資金過不足の動向

### （フロー：家計の資金余剰が続く）

米国の各部門の資金過不足は、金融危機の前後で大きく変化した（表紙図表、図表1）。

金融危機が発生する直前（2007年7-9月期）



<sup>1</sup> 本稿では、特に断りのない限り、家計部門は非営利団体を含むものとする（ヘッジファンドやエクイティファンド等も含まれる）。  
<sup>2</sup> 企業部門は金融機関事業と非金融機関事業に分けられる。さらに非金融機関事業は非金融機関法人企業（Nonfinancial Corporate Business）と非金融機関非法人企業（Nonfinancial Noncorporate Business）に分けられる。  
<sup>3</sup> 政府部門は、さらに連邦政府と州・地方政府に分けられる。  
<sup>4</sup> 米国の資金循環表に記載されている総投資（Gross investment）は、実物投資である資本支出（Capital expenditures）と金融投資収支（Net lending(+) or net borrowing(-)）の合計を指しており、本文中で言う総投資の概念とはやや異なる。本文中の総投資は実物投資（資本支出）のみを指している。米国の資金循環表のうち総投資の内訳となっている金融投資収支が本文中で言う資金過不足（純貸出（+）／純借入（-））に相当する。  
<sup>5</sup> 実際には貯蓄と投資の差額から計算した貯蓄投資差額と金融資産・負債の増減から計算した資金過不足は、期間認識の違いなどのために、一致せず誤差が生じている（この誤差はかなり大きい）。本稿では、単に資金過不足と言った場合、金融資産・負債の増減から計算した額を指すことにする。また、本稿の資金循環統計の数値は季節調整済の年換算数値を使用している。

に、まず家計部門が資金不足（投資超過）から資金余剰（貯蓄超過）に転じている。そして、金融危機後（2009年1-3月期）には企業部門（非金融機関）も資金不足から資金余剰に転じている。

金融危機の前後で、資金不足であった家計と企業部門（非金融機関）が資金余剰に転じる一方で、これらの余剰資金を一手に吸収したのが政府部門である。政府部門は従来から資金不足であったが、金融危機後には資金不足額をさらに拡大させ、家計と企業部門（非金融機関）の余剰資金を吸収した。これは、政府が大規模な景気刺激を実施して財政赤字を急拡大させたことを反映している。

次に、金融危機以降の動きに着目すると、まず、家計部門は一貫して資金余剰の状況にある。家計部門の余剰資金額（名目GDP比）は大きく、投資意欲（主に住宅投資）が鈍った状況が長く続いていると言える。一方、企業部門（非金融機関）は、資金余剰部門から再び資金不足部門に転じている（2011年1-3月期）。この時期は、ちょうど実質GDPが金融危機前のピークに達した時期でもある。企業部門は家計部門とは異なり、再び投資を活性化させてきたと言える。また、政府部門は財政の健全化を進めてきたことで、資金不足幅を縮小させている。海外部門については、金融危機後にいったん資金余剰額が拡大したものの、足もとでは再び縮小している。

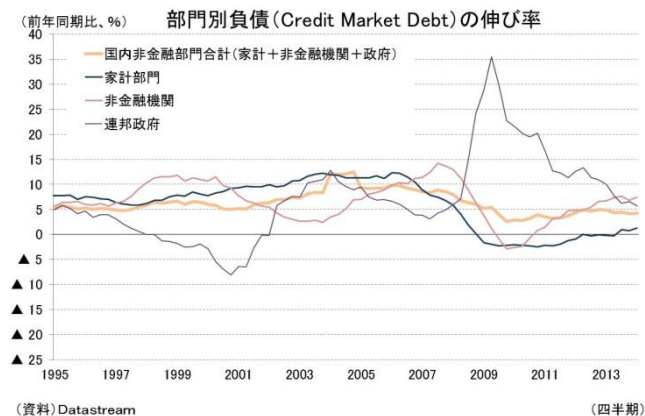
### （ストック：企業部門（非金融機関）の負債は危機前の伸び率まで回復せず）

各部門における資金過不足の詳細については後述するが、ここでは資金過不足のうち資金調達動向（負債の増加）をストック側の統計で把握しておく<sup>6</sup>（ある部門における負債の増加は、他の部門では金融資産の増加であり資金の運用動向となる）。

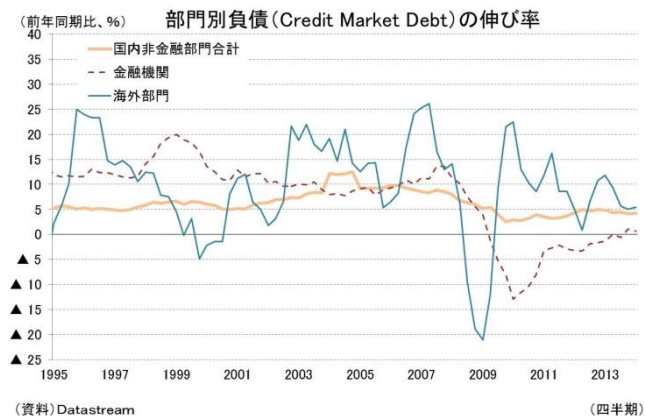
各部門の負債（Credit Market Debt）も、金融危機前後で大きく変化した（図表2・3）。とりわけ特徴的であるのは、連邦政府を除く部門で負債の伸び率がマイナスに転じたことである<sup>7</sup>。これは、政府以外の各部門で一斉に投資意欲が後退したことを示している。一方、連邦政府は負債（主に長短期の国債）を急増させており、財政赤字の拡大を伴う景気刺激策を実施した様子が分かる。ただし、連邦政府に家計部門と企業部門（非金融機関）を加えた国内の非金融部門全体の負債の伸び率は金融危機後に減速していることが分かる。

金融危機後の動向を見ると、企業部門（非金融機関）の負債の伸びが着実に増えているのに対し、家計部門や金融機関では負債の増加の伸び悩みが見られる。企業部門（非金融機関）の投資意欲の改善が家計部門よりも速く進んでいることが示唆されるが、国内非金融部門全体で見た負債伸び率の回復ペースは遅く、2000年代の伸び率には届いていない。

（図表2） 部門別負債（Credit Market Debt）の伸び率



（図表3） 部門別負債（Credit Market Debt）の伸び率



<sup>6</sup> ストック側の統計は時価評価や為替評価を実施しているため、ストック側の統計で計算した変化幅や変化率には時価や為替の変化も含まれる。一方、フロー側の統計では取引当時の価格のみが反映されている。

<sup>7</sup> 図表には記していない州・地方政府の負債は、マイナスには転じていないが、伸び率の鈍化が見られる。

## 2. 部門別の動向

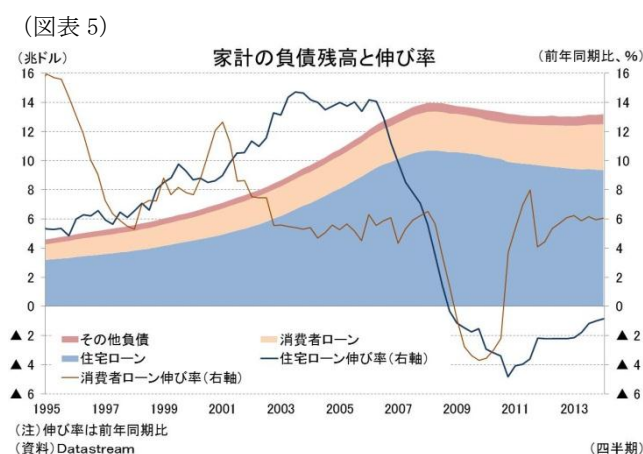
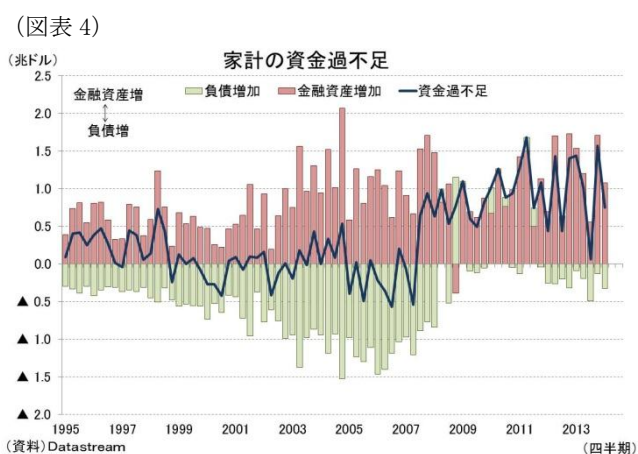
### 1. 家計部門

#### (資金過不足は資金調達(負債)の動きに左右されやすい)

本章では部門別の資金循環の動向を見ていく。

まず、家計部門であるが、家計はその負債(調達資金)の大部分が住宅ローンであり、住宅ローンは金融危機直後のピーク(2009年1-3月期)で負債全体の75%、その後はややシェアを縮小させているものの、足もと(2014年1-3月期)でも負債全体の68%を占めている。一方、家計の金融資産(運用資金)は、預金や株、投資信託などである。一般の家計では、(年や四半期などの)一定期間で見たときの金融資産の購入額は大きくは変動しないが、調達資金額(≒住宅ローン金額)は大きく変動する(例えば、住宅ローンを取得した年は資金調達額が急増する)。これと同様に、近年はマクロの視点でも家計の資金過不足が金融資産の変動よりも負債の変動(住宅ローンの取得・清算)による影響を大きく受けている。

実際、金融危機前後で家計は資金余剰主体に転じているが、その主因は所得が減少して金融資産が増えなかったことではなく、負債(≒住宅ローン)が縮小したことにある<sup>8</sup>(図表4)。金融資産の増加は、金融危機直後を除けばほぼ金融危機前と同水準で推移しているが、負債を増やす動きはそれほど進んでおらず、住宅ローンは2008年10-12月期以降、前年同期比でマイナスの状況が続いている(図表5)。ただし、消費者ローンについては2009年1-3月期にマイナスに転じた後、2010年10-12月期には再びプラスに転化、足もとの伸び率は金融危機前の水準まで回復している。



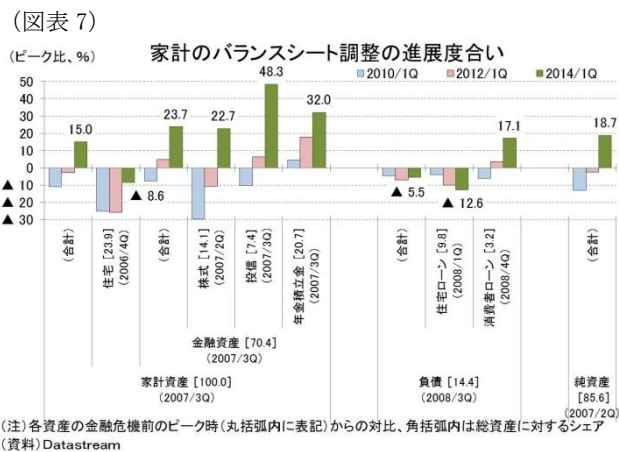
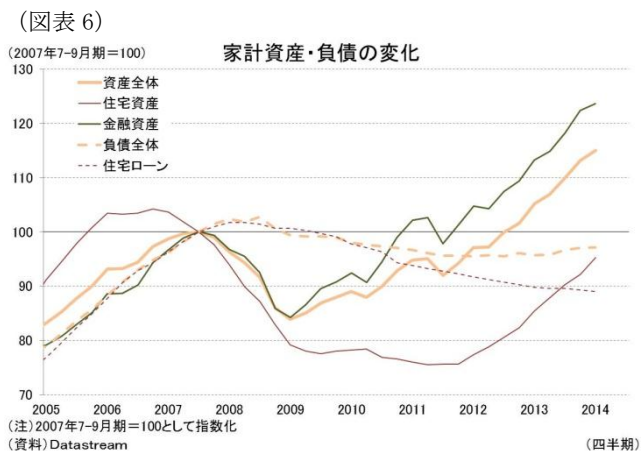
#### (バランスシートは、ほぼ金融危機前の状況まで改善)

家計部門の資産の変動を見ると、金融危機時には、資産全体でピーク時(2007年7-9月期)と比べて▲16.1%の減少を経験している(図表6)。家計の資産のうち、株式については減少率が特に顕著で、ボトムではピーク時の半分以下(▲53.0%)まで減っている。しかし、その後は緩和的な金融政策を追い風に金融資産価格は上昇、足もと(2014年1-3月期)の金融資産額はピーク対比で見ても23.7%多い。一方、非金融資産については、資産全体の約4分の1と大きな部分を占める住宅資産がピークより低い水準(ピーク比▲8.6%)にある(図表7)。

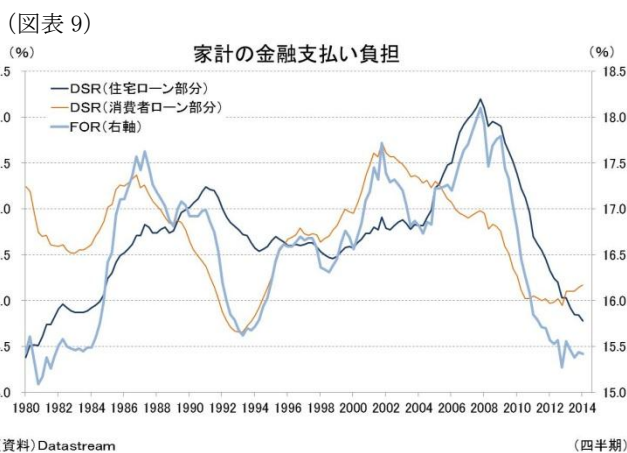
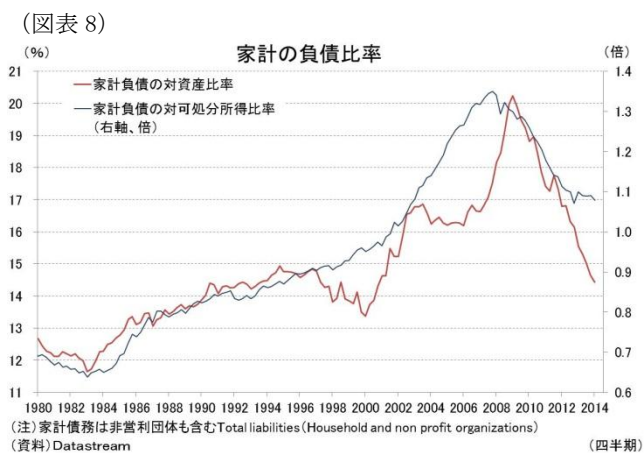
負債については、金融危機を経て家計が住宅ローンの取得を控えた(できなかった)状況が続いたため、ピークを下回る水準(ピーク比▲5.5%)にある。

<sup>8</sup> ただし2008年7-9月期だけは金融資産も純減となった。これは歴史的に見ても異例である(四半期ベースの統計が取得できる1952年以降では初めての出来事であった)。

このように、家計部門では資産が増えて負債が減少した結果、家計の純資産はピークと比べて18.7%増えており、家計のバランスシートの改善が進んでいることが分かる。なお、住宅資産に限ってみても、ピークと比べた住宅資産の減少率（▲8.6%）は住宅ローンの減少率（▲12.6%）を上回っている（マイナス幅が小さい）。つまり、住宅資産・負債（住宅ローン）は全体の残高を縮小させてはいるが、バランスシートの改善は進んでいると評価できる（図表6・7）。



家計のバランスシートが改善した結果、家計の総資産負債比率(=負債/資産)はピーク時(2009年1-3月期)の20.2%から2014年1-3月期には14.4%まで低下し、2000年10-12月期以来の低水準となった(図表8)。また、負債の可処分所得比率もピーク時(2007年10-12月期)の1.35倍から2014年1-3月期には1.08倍まで低下、2002年10-12月期以来の低水準にある。



### (債務返済負担は歴史的にも低水準)

家計の債務返済負担についても、DSR<sup>9</sup>が2014年1-3月期に9.94%となり、ピーク時(2007年10-12月期)の13.18%から低下している。返済負担の内訳を見ても住宅ローン返済、消費者ローン返済のいずれの負担もピーク時と比較して大幅に低下している(図表9)。ただし、住宅ローンと消費者ローンとでは足もとの動きに違いが生じており、住宅ローンの返済負担が低下を続ける一方で、消費者ローンの返済負担については2012年10-12月期(4.95%)をボトムにして底打ちしたように見える。家計部門では、住宅ローン以外の借入を増やす動きが生じてきた様子が見える。

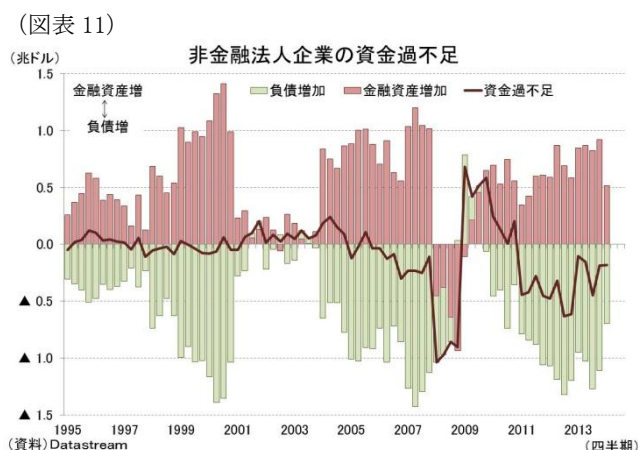
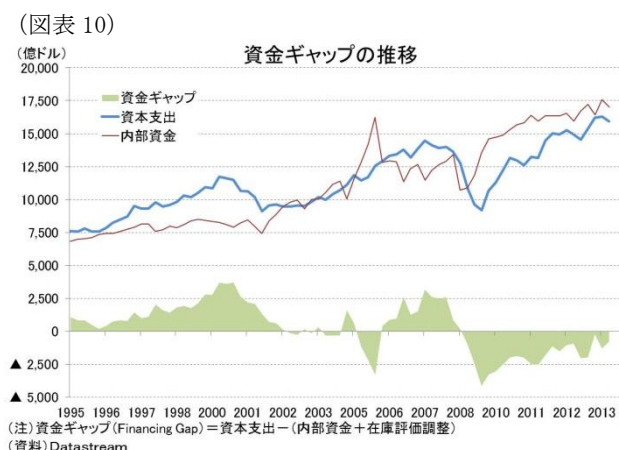
<sup>9</sup> デット・サービス・レシオ、DSR=(住宅ローン元利返済+消費者ローン元利返済)/可処分所得

より広範な家計の支払いの負担を示したFOR（金融支払い負担）<sup>10</sup>については、2014年1-3月期で15.42%まで低下しており、過去と比較しても低水準にある。ただし、こちらも足もとでは15%台前半で横ばっており、下げ止まっている。FRBによる量的緩和策が長期化していることで低金利状況が続いているため、こうした環境は利払い負担の軽減に寄与していると思われるものの、消費者ローンをはじめ、負債の残高を増やす動きが生じていることがFORが下げ止まっている要因と考えられる。また、今後は量的緩和の終了や利上げが視野に入っており、住宅ローン金利を含めて、全体的に債務返済負担は増加していくことが予想される。

## 2. 企業部門（非金融機関<sup>11</sup>）

### （収益の回復ペースが速い）

次に、企業部門のうち非金融法人の動向について述べたい。企業の資金過不足を実物面の動き（貯蓄投資差額）から確認すると、非金融法人の資本支出（＝設備投資＋在庫投資＝総投資）については、金融危機後の2009年7-9月期をボトムに増加している。また、企業の内部資金（Internal fund＝総貯蓄）も金融危機後には減少したものの、この減少幅は資本支出ほどではなかったことから、2009年1-3月期以降は、内部資金が資本支出を上回っている状況が続いている（図表10）。そのため、資金ギャップ（Financing Gap＝資本支出－（内部資金＋在庫評価調整）＝実物面から見た資金過不足<sup>12</sup>）も2009年1-3月期以降はマイナス（＝貯蓄超過）の状況が続いている。



金融面から非金融法人の資金過不足を見ると、一般に非金融法人の金融資産と負債の増減は、景気回復時には金融資産および負債が共に増加、景気後退時には金融資産および負債が共に減少するという特徴がある（図表11）。これは金融資産に含まれる売掛金や負債に含まれる買掛金が景気に合わせて大きく増減することが背景にある。ただし、これらは両建てで動くため、資金過不足の変動は金融資産や負債の変動ほど大きくはならない。例外は金融危機前後であり、この時は資金過不足に大きな変動が生じている。具体的には、2008年1-3月期に資金過不足のマイナスが急拡大し、その後2009年1-3月期には一転して大幅なプラスに転じるという動きを見せた。同時期には資金過不足だけでなく、金融資産の大幅純減や金融負債の大幅純減など、通常の景気後退期とは異なる現象が見られた。ただし、その後は通常の景気回復期と同様に金融資産の増加と負債の増加が両建

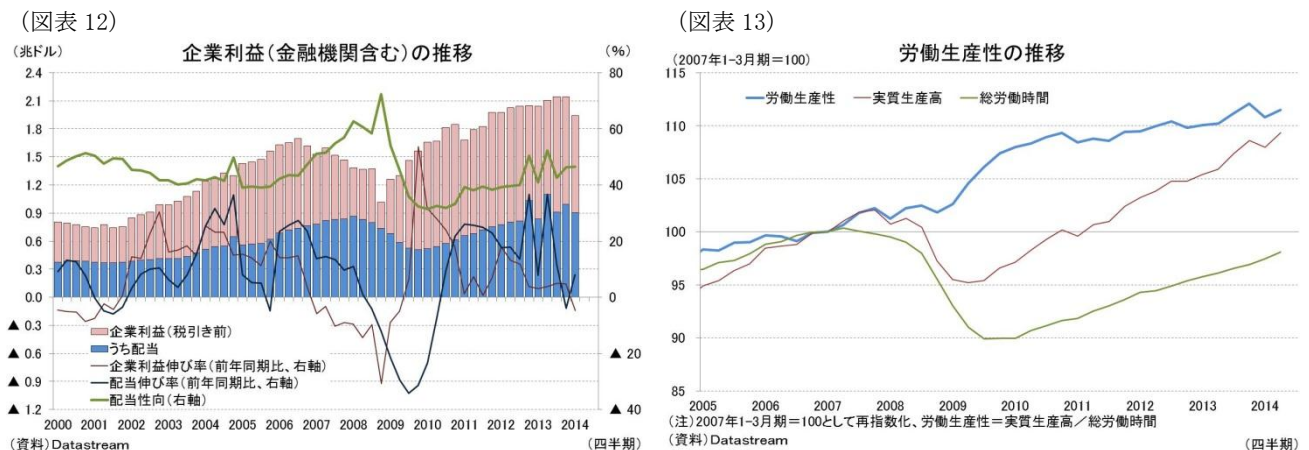
<sup>10</sup> ファイナンシャル・オブリゲーション・レシオ、FOR = (住宅ローン元利返済＋消費者ローン元利返済＋自動車リース料＋家賃＋保険料＋資産税等) / 可処分所得

<sup>11</sup> 本節では特に断りの無い限り、非金融機関法人企業 (Nonfinancial Corporate Business) の動向について記述する。

<sup>12</sup> Financing Gapは資本支出から内部資金を控除したものであり、投資超過がプラス、貯蓄超過がマイナスの符号となる。

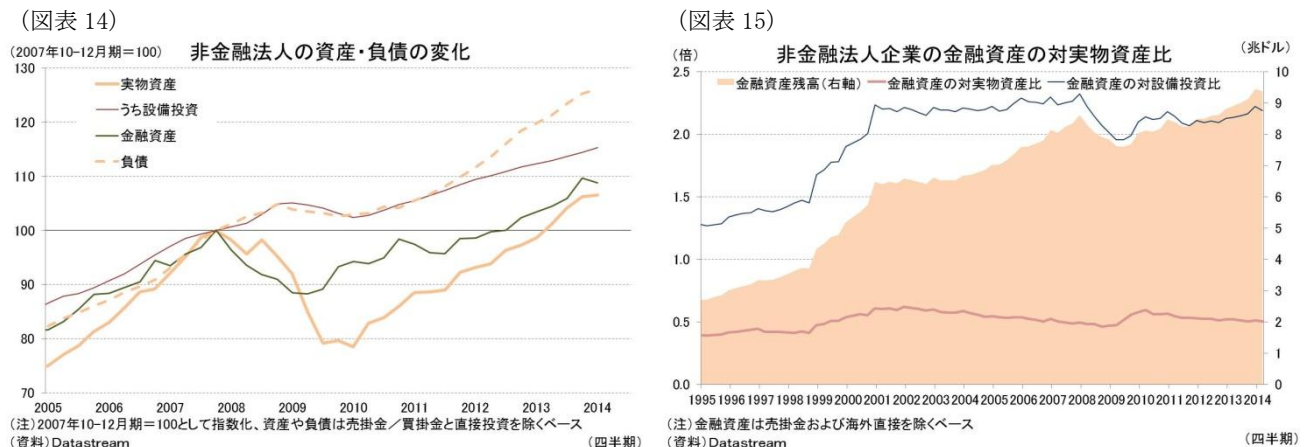
てで進んでおり、資金過不足の変動幅も小さくなっている（資金過不足は2011年1-3月期以降、マイナスの状況が続いている<sup>13</sup>）。

さて上述の通り、実物面から見た資金ギャップはマイナスであるが、その理由は、資本支出の回復が遅いことではなく、内部資金が順調に増加している点、つまり企業利益の伸びが速いという点に求められる（図表12）。この背景には、生産性の急上昇がある。金融危機後の労働時間の回復は緩やかであったが、実質生産高は順調に回復したため、労働生産性が急速に高まったのである（図表13）。ただし、足もとでは労働時間も金融危機前の水準近くまで上昇しており、労働生産性の伸びは鈍化している。なお、2014年1-3月期には企業利益（税引き前、金融機関も含むベース）が2009年4-6月期以来となる前年同期比でマイナスとなった。



### (バランスシートの改善は実物資産が牽引)

非金融機関のバランスシートに焦点をあてると、非金融機関では家計と比較して負債の減少幅が小さかったという特徴があり、金融危機後の回復も速い（図表14）。また、資産に関しては、金融危機後の企業利益の回復が比較的順調に進んだことで投資が増加、設備機器等の実物資産が順調に回復して、2013年4-6月期には金融危機前のピークを超えている。一方、金融資産の回復ペースは若干遅く、金融資産の設備投資比は金融危機後に低下したままの状況が続いている。足もと若干の回復傾向をたどっているようにも見えるが、金融危機前の水準には戻っていない（図表15）。



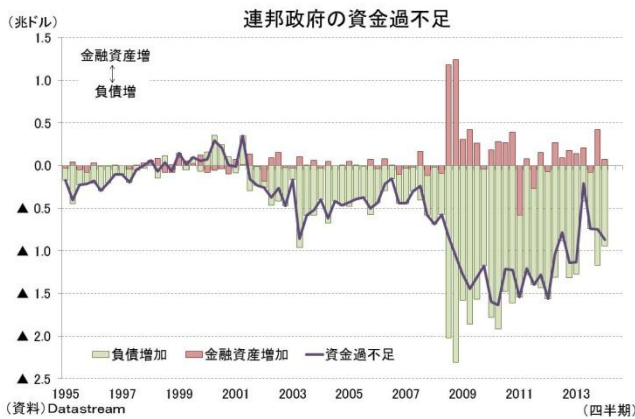
<sup>13</sup> 実物面から見た資金過不足が貯蓄超過であるので、理論的には金融面から見た資金過不足はプラスとなるはずであるが、誤差の関係で、理論上の符号と一致していない。

### 3. 政府部門（連邦政府<sup>14</sup>）

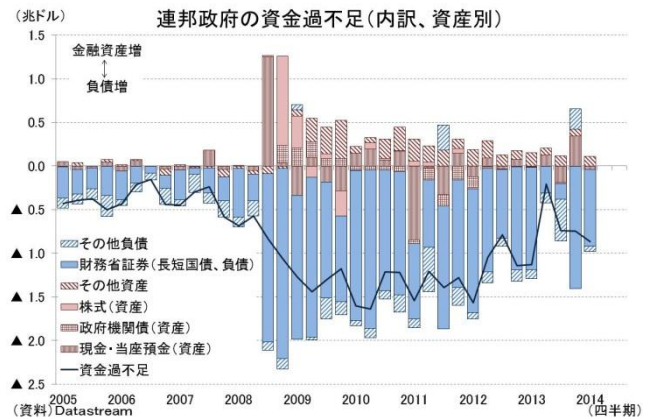
#### （財政健全化で資金不足は縮小へ）

連邦政府の資金過不足は2001年10-12月期から一貫して資金不足の状況が続いているが、特に金融危機以降の資金不足幅の急拡大が目立つ（図表16）。なお、2008年7-9月期、10-12月期は連邦政府の負債だけでなく金融資産も急拡大している。通常では、連邦政府は財政赤字分を国債等発行によってファイナンスすることが主な金融取引であり、資産の増加はほとんど見られないため、こうした動きは例外的であるが、当時は不良資産買取制度（TARP）のもとで、金融機関への支援を実施したため、資産の拡大が観察されている。ただ、資産の拡大はこの一時期に限られており、現在は通常通り、国債によって財政赤字をファイナンスする主体となっている（図表17）。

（図表16）

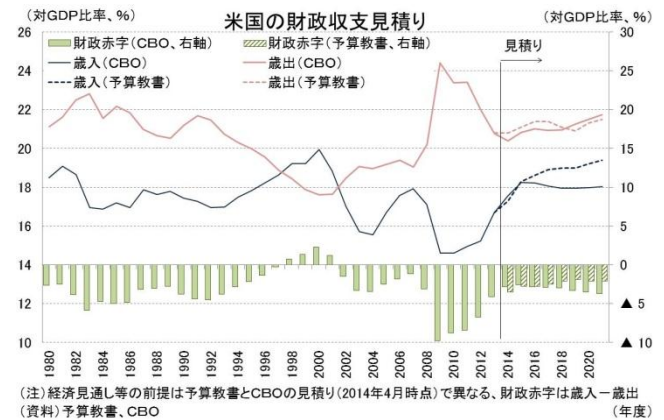


（図表17）



金融危機以降の動きを見ると、「財政の崖」合意や強制歳出削減の発動などによって財政赤字の改善が進んできた。こうした状況を反映して資金循環統計でも、足もとで資金不足幅が縮小している。また、今後についても緊縮的な財政政策が続くと見られることから、連邦政府の資金不足幅はこれまでよりも小幅にとどまると見られる（図表18）。

（図表18）



### 4. 海外部門

#### （海外部門の資金過不足の考え方）

最後に海外部門について確認する。海外部門にとっては「米国の海外からの輸入」や「米国から海外への利払い等」が収入（所得）に相当する。逆に「米国から海外への輸出」や「海外から米国への利払い等」は支出（消費）に相当し、この差額が総貯蓄となる。

総貯蓄から総投資<sup>15</sup>を除いたものが実物面から見た資金過不足となるが、海外部門の総投資はほぼゼロであるため<sup>16</sup>、総貯蓄と資金過不足はほぼ一致する。つまり、海外部門では総貯蓄≒資金過不足という関係が成立している。

<sup>14</sup> 本節では特に断りの無い限り、連邦政府（Federal Government）の動向について記述する。

<sup>15</sup> 1章で述べたように米国の資金循環表における総投資は、実物投資である資本支出と金融投資収支の合計だが、ここで言う総投資は実物投資（資本支出）のみを指している。

<sup>16</sup> 海外から米国への直接投資（および米国の海外への直接投資）は海外部門の総投資に相当する動きとも考えられるが、資金循環表では、直接投資は金融投資収支に含まれる（海外から米国への直接投資が金融資産、米国から海外への直接投資が負債に計上される）。



また、海外部門の総貯蓄は国際収支統計で言う経常収支額にほぼ一致する。したがって、海外部門では総貯蓄 $\approx$ 資金過不足 $\approx$ 米国の経常赤字（総貯蓄のプラス符号が経常収支の赤字）という関係が成立している<sup>17</sup>。

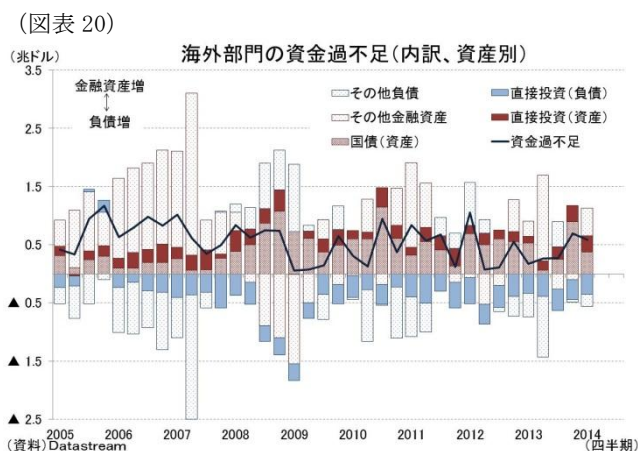
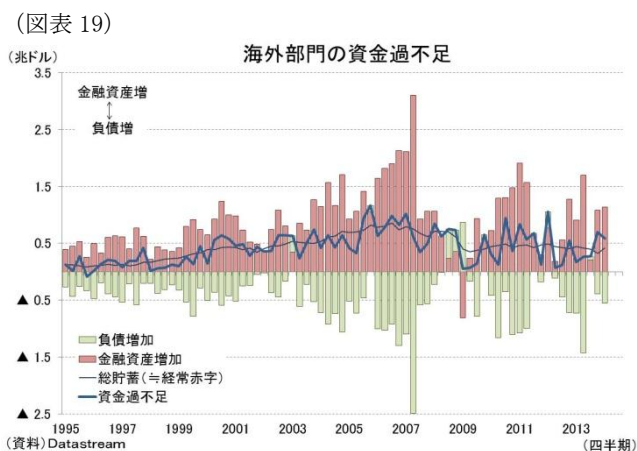
こうした事実を踏まえて、海外部門の資金過不足を確認していく。

### （「双子の赤字」は解消されず）

米国では、国内部門全体で見ると投資超過であることから、海外部門が貯蓄超過になっている。これは理論上、当然成立しなければならない関係であるが、重要なことは、国内の投資意欲が強く、投資超過の状態を維持しようとした場合には、安定的に海外から資金が流入してくることが必要になるという点である。

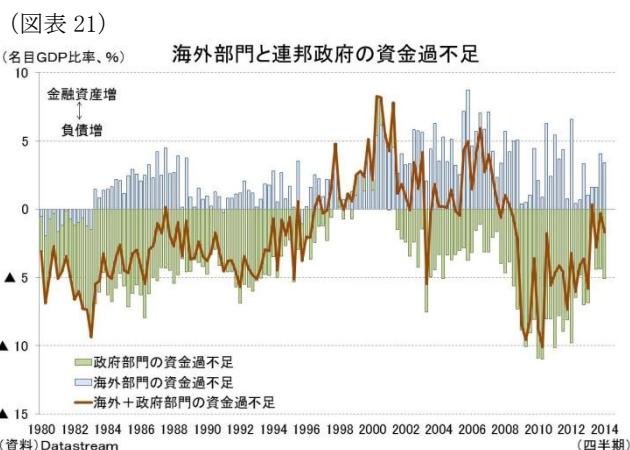
金融危機前後の海外部門の動きを確認すると、金融危機前は海外からの資金流入額が経常赤字額に比べて大きかった（同時に米国から海外への資金流出も拡大していた）。つまり、米国への資金流入圧力がかなり強く、金融資産の増加および負債の増加が経常赤字額を大きく上回っていた。ただし、金融危機が発生した時期は金融資産の増加が経常赤字を下回る（差額は負債の減少で対応した）など特異な動きも観察できる（図表 19）。金融危機後の金融資産の増加額は再び増加しており、金融危機直前ほどではないが、経常収支を上回る金融資産の増加が見られる時期が多い。

また、海外部門の資金過不足を資産別に見ると、金融危機前は国債や直接投資ではない資産も多く買われていたが、金融危機後で買われる資産は主に国債や直接投資が中心となっている。これも金融危機前後で見られる変化と言える（図表 20）。



政府部門と海外部門を合わせて見ると、米国では財政赤字(政府部門が資金不足)と経常赤字(海外部門が資金余剰)となっており、これは「双子の赤字」として問題視されることがある。

財政赤字と経常赤字は両立しうるが、家計や企業部門の消費意欲や投資意欲が増えて、これらの部門の資金余剰額が縮小した場合には金利上昇圧力が高まりやすいというリスクがある。家計や



<sup>17</sup> 計算上、総貯蓄と経常赤字のズレはほとんど生じないが、金融面から見た資金過不足の金額と総貯蓄や経常赤字との金額の間には比較的大きな誤差が生じている（図表 19 も参照）。

企業部門の資金余剰が少ない場合、政府部門の資金不足のファイナンスは海外部門の資金余剰（資金の流入）に頼らざるを得なくなるためである。実際、1980年代のレーガン政権下では「双子の赤字」による金利上昇が起きている。企業部門が資金不足主体であった上、財政赤字が経常赤字以上に拡大したことから、政府部門の資金不足を海外部門の資金余剰でファイナンスすることが難しくなった。これが米国債の金利上昇を招いている（図表 21）。

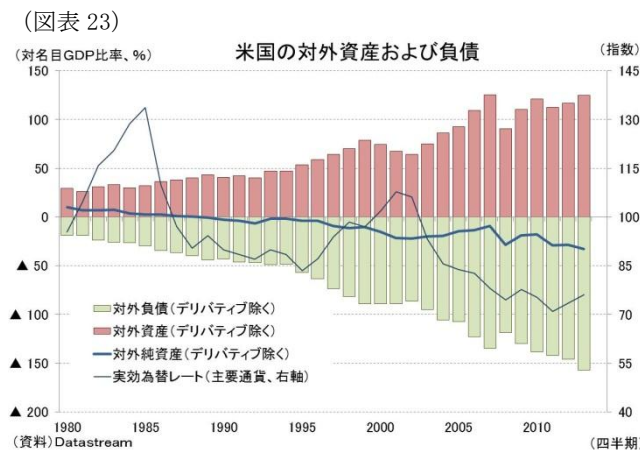
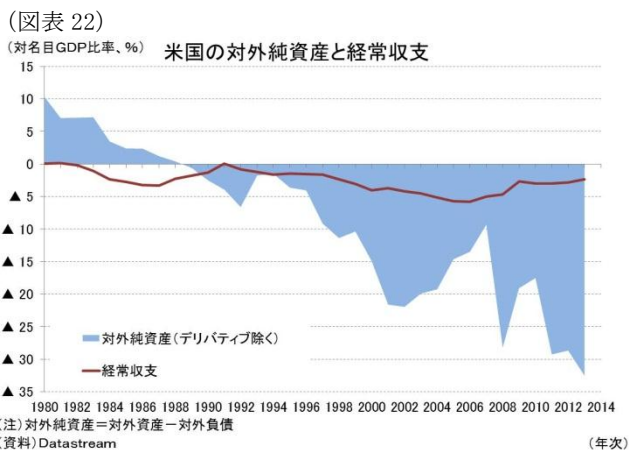
1980年代の「双子の赤字」は財政赤字の縮小を背景に1990年代後半には改善に向かったものの、2000年後半には、金融危機の発生により政府が大規模な財政支出を実施したため、再び「双子の赤字」の状況に陥っている。今のところ家計や企業が資金余剰主体（資金不足幅が小さい）であるため、財政のファイナンスは円滑に進んでいると見られるが、景気が改善して家計や企業の資金余剰が縮小（資金不足幅が拡大）すると、金利が上昇する可能性がある。足もとでは、海外と政府を合わせた資金過不足のマイナス幅が縮小に向かっているため、海外からの資金流入で政府の資金不足の大部分がファイナンスできている状況ではあるものの、先行きの金利急騰リスクは燻ぶっていると言える。「双子の赤字」による金利上昇を避けるためには、さらなる財政赤字の削減を進める必要があるだろう。

### （対外純債務は増加）

すでに述べたように、米国では海外部門の貯蓄超過（経常赤字）が続いているため、米国から見ると対外純資産が大幅なマイナス（対外純債務を抱えた状況）となっている（図表 22）<sup>18</sup>。

経常赤字幅は名目GDP比では2006年の5.8%をピークに縮小させているが、赤字自体が続いていることから対外純債務の名目GDP比も増加傾向にあり、2013年には32.5%まで拡大している。なお、一貫して経常赤字が続いているにもかかわらず、対外純資産が改善した時期があるのは、時価評価や為替レートの変動などの影響によるものである。特に、金融危機後の一時的な対外純債務の改善にはドル安の進行が影響している（図表 23）。

なお、2014年3月末では対GDP比率で見て124%となる資産を海外に保有する一方で、海外が米国に保有する資産（米国から見た負債）は157%に達する。米国が巨額の経常赤字や対外純債務を維持できる背景には、米国の通貨であるドルが基軸通貨であり、米資産に対する海外からの安定した需要が存在するためであるが、米国の対外純債務の拡大が続くなかで、どの程度まで米国の負債拡大が許容されるかは不明である。



<sup>18</sup> 図表 22・23 では資金循環統計ではなく、そのもとデータとなっている国際収支統計の対外資産負債残高（International Investment Position）のデータをグラフにしている。概念上、海外部門の（米国に対する）金融資産が米国から見た対外資産、海外部門の（米国に対する）負債が米国から見た債務におおむね対応しているが、統計上の数値が厳密に一致しているわけではない。

## (海外の米国債保有国は、中国と日本が中心)

海外部門のポートフォリオを見ると財務省証券（国債）が保有資産の25%以上のシェアを占め、次いで株式や社債の保有シェアが大きい。特に財務省証券については、保有主体として見ても、海外部門の存在感は大きく、財務省証券の残高の約半分は海外部門が保有している（図表24）。

(図表24)

そこで、財務省証券の保有状況を国別に確認すると、中国と日本のシェアが大きく、両国で海外保有者の4割を占める状況が続いていることが分かる（図表25）。さらに3位から15位の国で残りの4割を占めている。これらの国のなかには主要先進国ではない、ブラジルやアジア新興国・地域なども含まれる。その背景には、新興国・地域では急激な為替変動や資金流出に備えるための外貨準備を積み増したいという理由で米国債を保有する動機が大きいことが挙げられる。実際、海外保有の財務省証券のうち、68.5%は海外の公的機関が保有している。

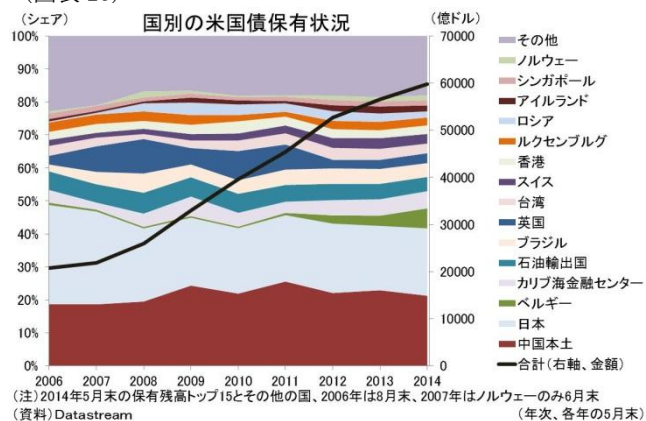
また、近年はベルギーの国債保有残高およびシェアが急拡大している。これは、ベルギーが投資家に代わって有価証券を保管・管理する機関（カストディアン）として台頭し、第3国が保有する米国債の保護預かりを増やしていることが一因となっている。ただし、カストディアンとしての保有であるため、統計上はベルギー保有の米国債残高が増えても、実質的な保有国はベルギー以外の国である可能性が高い（同様の指摘はベルギー同様、カストディアンが多い英国などにもあてはまる）。例えば、近年大量に米国債を購入していた中国であるが、2014年5月の残高を見ると、前年同月と比較して米国債の残高が減少していることが分かる（中国本土の米国債保有額は前年同月比で▲2.0%、図表26）。これは、中国が米国債を売却したのではなく、保有している米国債をベルギーや英国のカストディアンに移管したことによるものとする指摘がある。また、最近ではウクライナ問題に絡んで米国とロシアの関係が緊迫化したことから、ロシア保有の米国債残高が急激に減っている。これも、米国の経済制裁（資産凍結等）を避けるためにロシア保有の米国債を米国内から海外に移管したという見方がある（もちろん、実際に売却された可能性もある）。

金融資産の海外部門保有シェア(2013年)

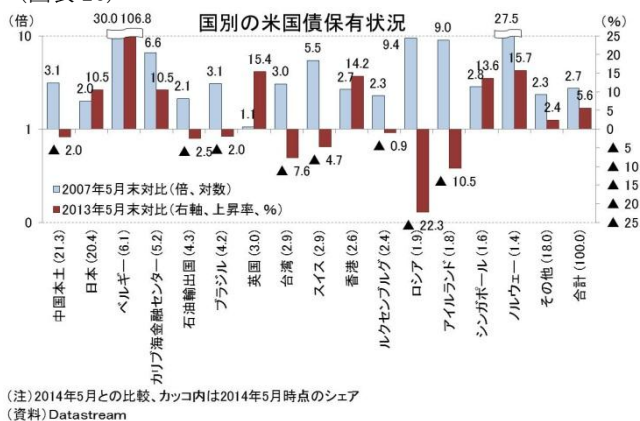
|           | 全部門合計     |                 | 海外部門<br>シェア<br>(%) | 海外部門<br>資産構成<br>(%) |
|-----------|-----------|-----------------|--------------------|---------------------|
|           | (億ドル)     | うち海外部門<br>(億ドル) |                    |                     |
| 金融資産      | 1,951,619 | 225,705         | 11.6               | 100.0               |
| 銀行間信用     | 27,140    | 3,922           | 14.5               | 1.7                 |
| 当座性資産     | 31,814    | 5,900           | 18.5               | 2.6                 |
| 定期・普通預金   | 98,729    | 4,355           | 4.4                | 1.9                 |
| 信用市場商品    | 589,148   | 98,068          | 16.6               | 43.4                |
| 短期証券(CP等) | 9,516     | 1,972           | 20.7               | 0.9                 |
| 財務省証券     | 123,283   | 58,038          | 47.1               | 25.7                |
| 政府機関証券    | 77,941    | 8,822           | 11.3               | 3.9                 |
| 地方債       | 36,712    | 696             | 1.9                | 0.3                 |
| 社債        | 133,565   | 27,189          | 20.4               | 12.0                |
| 貸付        | 19,208    | 1,352           | 7.0                | 0.6                 |
| 株式        | 339,509   | 46,704          | 13.8               | 20.7                |
| 投資信託      | 115,446   | 10,360          | 9.0                | 4.6                 |
| 取引信用      | 35,252    | 1,554           | 4.4                | 0.7                 |
| その他       | 334,135   | 44,438          | 13.3               | 19.7                |

(資料)FRB

(図表25)



(図表26)



日本に関しては、足もとで米国債を積み増している主体となっている。日銀の異次元緩和によって潤沢に供給された流動性の一部が海外資産に向かったほか、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の外国債券保有比率が2013年6月に8%から11%に引き上げられたことが背景にあると見られる。GPIFでは、今後もさらに外国債券保有比率を引き上げることが検討されており、さらに米国債保有額が増える可能性もある。

## 5. まとめ

以上、部門別の資金循環の動向を、金融危機前後の変化と現在の状況を中心に確認してきた。

金融危機前は家計や企業の投資意欲が強く、政府部門も資金不足状態が続いていたことを見たが（表紙図表）、金利が上昇して投資意欲を抑える方向には進まなかった。これは海外から資金流入圧力が非常に強かったために、金利に上昇圧力が生じなかったものと見られる。金融危機前の「双子の赤字」が過度に問題視されなかったのも、こうした状況が背景にあったと考えられる。当時は（海外からの資金流入圧力の裏側である）経常赤字の急拡大をグローバルインバランスの拡大として懸念する声もあったものの、インフレ率が低位に安定し、高い成長率を達成していたことからグレート・モデレーションなど、楽観的に捉える向きも多かった。最終的に、こうしたいびつな資金循環の構造は金利の急上昇を招くことはなかったが、深刻な金融危機を発生させる一因になり、その構造が持続的でなかったことが明らかになっている。

その後、米国の資金循環構造は変化し、かつてのいびつな資金循環構造は解消に向かっていると評価できる。ストックで見れば家計や企業のバランスシートの改善が進んでいる。

しかし、米国はいまだに「双子の赤字」を抱えており、その意味では金利上昇リスクを内包している。また、対外純債務も増加基調にある。ドルが基軸通貨であることが、こうした構造を支えていると見られるものの、こうした状況がどれだけ持続するかは不明である。資金循環の構造から見れば、米国はまだ課題を抱えており、財政赤字の削減やドルの信認を高めることに取り組む必要があると言えるだろう。

---

（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。