

Weekly  
エコノミスト・  
レター

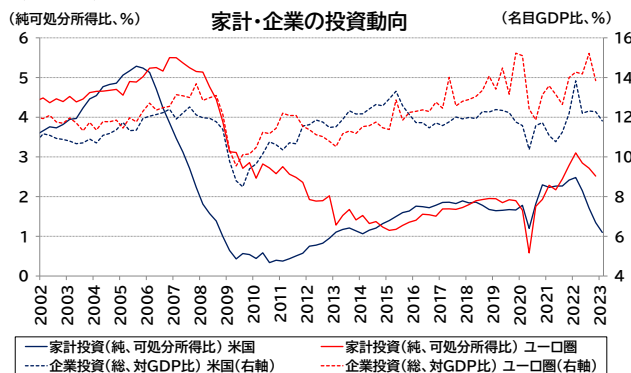
## 日米欧のコロナ禍後の資金循環

経済研究部 主任研究員 高山 武士

(03)3512-1818 takayama@nli-research.co.jp

1. 欧米の部門別資金過不足を見ると、コロナ禍直後に家計部門の資金余剰、政府部門の資金不足がそれぞれ急拡大した。その後、家計部門の資金余剰は米国ではコロナ禍前を下回る水準まで低下、ユーロ圏ではコロナ禍前水準程度にとどまっている。これに対応する形で、政府部門の資金不足は米国ではコロナ禍前水準まで低下しているが、ユーロ圏では依然としてコロナ禍前水準を上回る状況にある。
2. 日本の資金過不足は欧米と同様に、コロナ禍直後に家計部門の資金余剰、政府部門の資金不足がそれぞれ増加した。その後の推移はユーロ圏と類似しており、家計部門の資金余剰額は減少したものの「過剰貯蓄」の取り崩しはあまり進まず、政府部門の資金不足額（財政赤字額）もそれほど縮小していない。
3. 欧米ではコロナ禍でも家計や企業の投資の落ち込みは限定的で、かつ迅速に回復した。しかし足もとでは、中銀による積極的な金融引き締めを反映して家計や企業の投資に減速感が見え始めている（図表1）。また、コロナ禍直後に急拡大した金融部門のバランスシートも足もとで拡大が止まっている。ただし、企業投資や金融機関貸出の鈍化はそれほど鮮明ではない（図表1・2）。
4. 欧米中銀は金融引き締め姿勢を堅持しており、今後、さらに資金調達環境が厳格化し、投資の減速が鮮明になっていく可能性がある。半面、企業が収益力を維持し、投資の減速が緩やかなものにとどまる可能性もある。グリーン化や経済安全保障に関連した供給網の再構築への対応、デジタル化など人手不足に対応するための労働生産性向上への取り組みは投資の底堅さに寄与する要因となる。この場合、利上げによる景気減速効果が限定的となり、インフレ率の鎮静化に時間を要するかもしれない。今後、金融引き締めの効果がどのようなペースで波及するかが注目される。

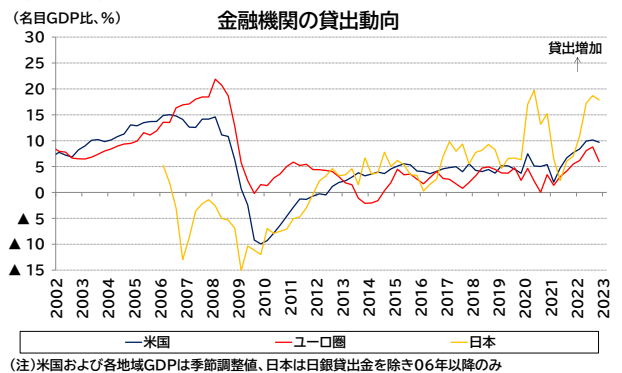
(図表1)



(注)季節調整値、家計投資率は簡易的な試算値、米国の最新値はNIPAデータより筆者推計  
(資料)Datastream

(四半期)

(図表2)



(注)米国および各地域GDPは季節調整値、日本は日銀貸出金を除き06年以降のみ  
後方4四半期移動平均

(資料)ECB, Eurostat, Datastream

(四半期)

# 1. コロナ禍後の部門別資金過不足

## ( コロナ禍で家計の資金余剰、政府の資金不足が急拡大 )

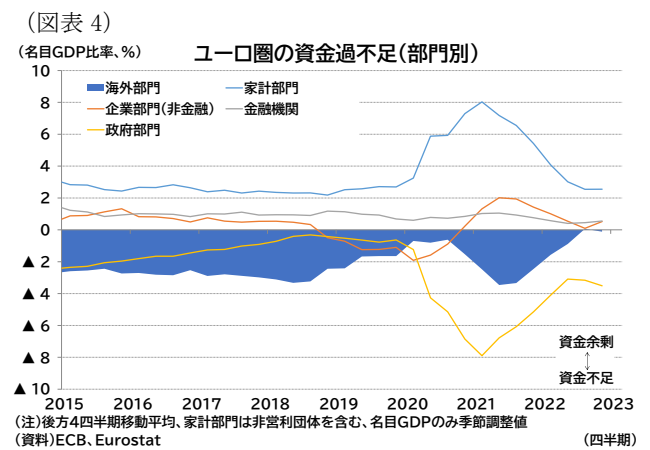
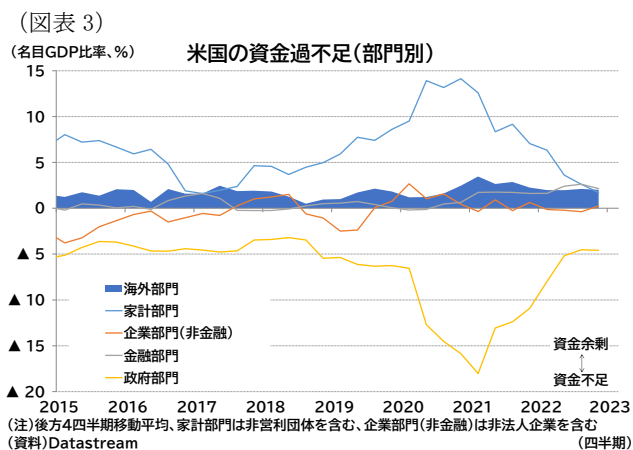
本稿ではコロナ禍およびその後の資金循環の変化について、日米欧の状況を確認する。ただし、日本の資金循環に関しては四半期ベースで取得できるデータに限りがあるため、主に欧米の状況を確認した上で、日本の状況についてはデータが取得できるものに関して補足することにした。

コロナ禍後の景気動向を簡単に振り返ると、コロナ禍直後（19年末から20年初の新型コロナウイルスの発生と初期の感染拡大期）は、健康被害を最小限に抑えるため、経済活動を厳しく制限された国・地域が多かった。成長率は急減したものの、政府や中央銀行は積極的な財政支出・金融緩和を実施し、経済の下支えを図った。

その後、20年後半にはワクチンが開発・実用化され、景気回復の大きな後押しとなった。感染拡大の波は必ずしも止まらなかったが、主要国では感染抑制と経済・社会活動の両立を模索し、経済活動の制限は期間や地域を極力限定するという対応が取られた。その後、ワクチンの普及などにより段階的に感染の脅威が低下したことを受けて、経済・社会活動の制限は段階的に廃止、感染抑止のために経済を抑制することはほぼなくなった。

一方で、コロナ禍期間中に発生したモノ需要の高まり（いわゆる「巣ごもり消費」）や供給制約によって世界的にインフレ圧力が高まった。加えて22年2月にはロシアがウクライナに侵攻、G7を中心とした西側諸国がロシアに対して厳しい経済・金融制裁を課したことで、特にロシア産の商品価格が一時的に急騰し、インフレを助長した。

インフレ率の上昇を受けて、21年後半から中央銀行は金融引き締めへ転じたが、高インフレは予想以上に長期化、足もとでもFRBやECBは金融引き締めの姿勢を崩していない。なお、インフレ鎮静化の観点からは財政にも引き締めが求められるものの、インフレから家計・企業を救済するという目的のため、財政支援を検討・実施する地域もある。特にロシア産の天然ガスに依存していた欧州では、エネルギー危機を乗り切るために、手厚い支援策が講じられた。



欧米の部門別の資金過不足（いずれも対GDP比率）を概観すると図表3・4の通りとなる（最新データは22年10-12月期、また4四半期移動平均を実施している点に留意）。

欧米に共通する事象として、コロナ禍直後に家計部門の資金余剰が急拡大し、その後資金余剰が縮小傾向にあることが挙げられる。また家計の資金余剰に呼応する形で政府部門では資金不足が急拡大し、その後、資金不足は縮小傾向している。

なお、資金過不足とは「純貸出 (+) / 純借入 (-)」とも呼ばれ、資金の運用・調達の観点（金融面）で見れば、各部門（家計・企業・政府など）における正味の運用額を示すものと言える（プラスであれば正味の運用、マイナスであれば正味の調達）。これは、各部門の金融資産の増加と負債の増加の差額とも言える。一方、実体経済面で運用資金がどのように得られた（残った）のかという資金の源泉に着目すれば、各部門における所得から支出（消費や投資）を除いた差額、あるいは貯蓄（所得－消費）から投資を除いた差額に相当し、数式で示せば次のようになる<sup>1</sup>。

$$\begin{aligned} \text{資金過不足（純貸出（+）／純借入（-））} &= \text{金融資産の増加} - \text{負債の増加} && \text{〔金融面〕} \\ &= \text{貯蓄} - \text{投資} && \text{〔実体経済面〕} \end{aligned}$$

つまり、ある部門で貯蓄が投資を上回っている状況（貯蓄超過）であれば、その部門は余った正味資金を金融市場で運用しており、逆に投資超過であれば必要な正味資金を金融市場から調達していることになる。貯蓄と投資の差額であるので「貯蓄投資バランス」とも呼ばれる<sup>2</sup>。

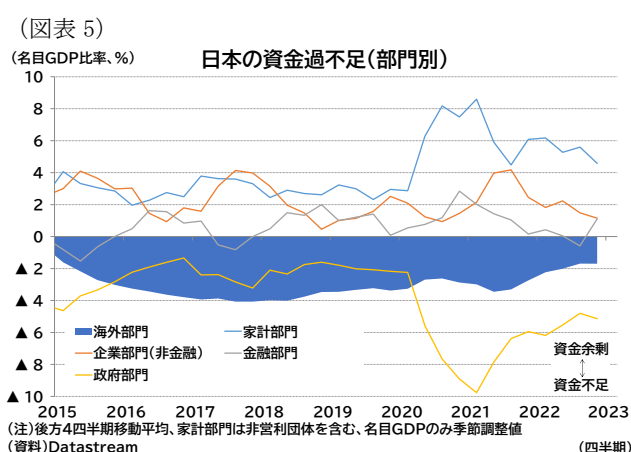
なお、ある部門の運用資金は、他の部門の調達資金になっており、海外部門を含めたすべての部門の資金過不足を合計すると（理論上は）ゼロになる。

さて、前述の通り、コロナ禍直後には家計部門の資金余剰と政府部門の資金不足（財政赤字に相当）がそれぞれ拡大しているが、これは財政支援策によって、政府部門から家計部門に資金が移転されたことを反映している。その結果、家計は大幅な貯蓄超過となった。これはコロナ禍期間中、給付金等が支給され所得が増加する一方、接触型のサービス消費が抑制された結果でもあり、平時の貯蓄を上回って貯蓄がなされたため「過剰貯蓄」などとも呼ばれる。

足もとの状況を確認すると、米国では家計部門の資金余剰がコロナ禍前を下回る水準まで低下したが、ユーロ圏ではコロナ禍前水準程度にとどまっている。また、政府部門の資金不足を見ると米国ではコロナ禍前水準まで低下（財政赤字の縮小）、ユーロ圏では依然としてコロナ禍前水準を上回る（財政赤字が縮小していない）状況にある。

つまり、米国では「過剰貯蓄」の取り崩しが進み、その裏では政府の資金不足（財政赤字）がほぼコロナ禍前まで正常化しているのに対して、ユーロ圏では「過剰貯蓄」の取り崩しは進まず、その裏では政府の資金不足（財政赤字）が依然としてコロナ禍前よりも大きいという状態になっている。ただし、ユーロ圏でも家計部門の資金余剰はコロナ禍前水準程度までには低下している。家計の資金余剰縮小と政府の資金不足縮小の差額部分に相当する部分は、海外部門の資金不足が縮小している。これは資源高を受けた経常黒字の縮小に相当する。

なお、上記以外のユーロ圏と米国の違いとして、コロナ禍中にユーロ圏では企業部門（非金融機関）の資金余剰が目立ったが、米国ではそれほど増加しなかったという点が挙げられる（この点に



<sup>1</sup> この式における金融面から見た資金過不足と、実体経済面から見た資金過不足は理論的には一致するものの、統計では（小さくない）誤差が生じている点に留意が必要。

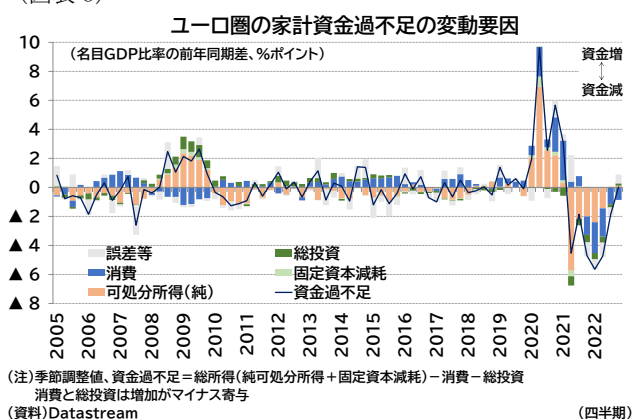
<sup>2</sup> 「総貯蓄＝総投資＋資金過不足」と見れば、貯蓄をどれだけ実物資産で運用し（総投資）、どれだけ金融資産で運用しているか（資金過不足）を示す等式とも言える。



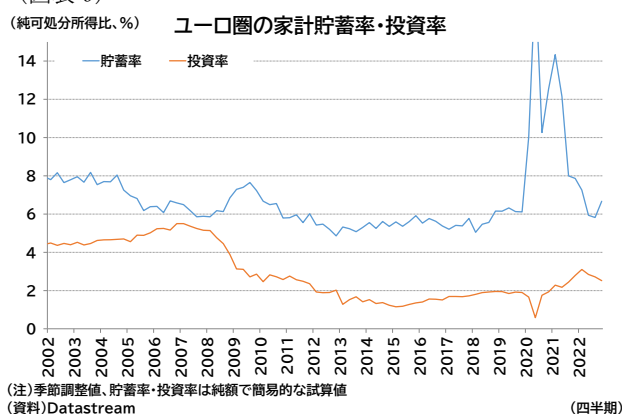
次にユーロ圏の家計の資金過不足を確認すると（図表 8）、米国との違いとしてコロナ禍後の資金過不足の拡大・縮小時において所得だけでなく、消費の縮小や増加（消費増は図表 8 ではマイナス寄与）も寄与している点が挙げられる。ユーロ圏では（GDP比で見た）コロナ禍期間中の消費減少とその後のペントアップ需要が相対的に米国よりも大きかった、つまり行動制限による消費抑制、経済再開時の消費拡大が相対的に強く表れていると言える。

可処分所得比で見た貯蓄率や投資率は米国と同様の動きをしており（図表 9）、コロナ禍直後に貯蓄率が上昇、投資率が低下した後、22 年前半までは貯蓄率の低下（消費性向上昇）と投資率の緩やかな上昇が見られる。また、22 年中盤以降は貯蓄率の減少が頭打ちになり、また投資率も低下し始め、足もとの貯蓄投資バランスにやや景気の減速感が見えはじめている。

（図表 8）



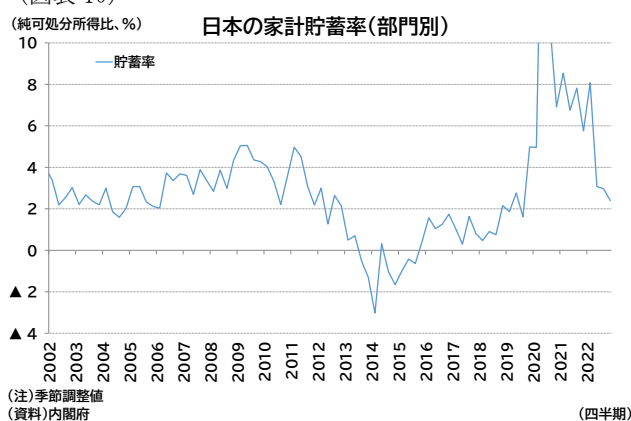
（図表 9）



なお、日本については入手できるデータが限られているが、家計貯蓄率は同様の四半期ベースのデータが公表されており、コロナ禍後の急増と足もとの低下が確認できる（図表 10）。

家計投資率の四半期データは入手できないが、欧米と異なり日本では金融緩和が続けられていることに鑑みれば、(22 年末の日銀のイールドカーブコントロールの修正を受けて長期金利がやや上昇し、家計には固定型の住宅ローン金利に上昇圧力が生じているといった悪材料はあるものの) 投資率は相対的に安定した動きをしていると予想される。

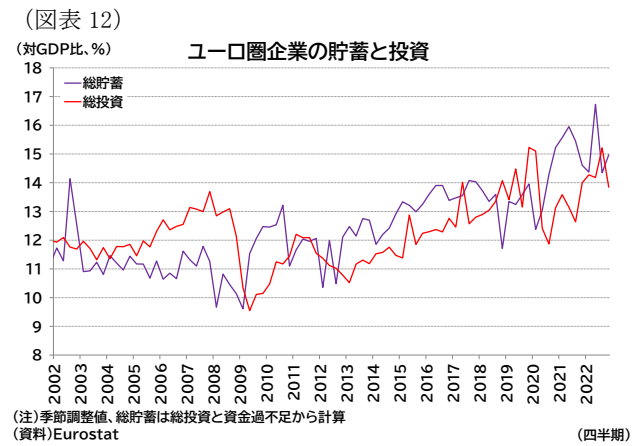
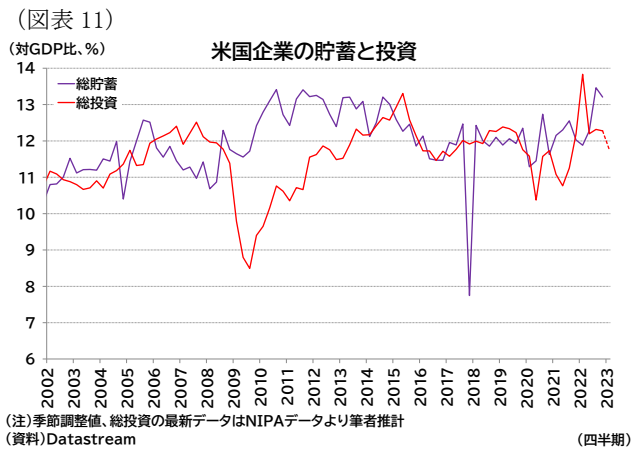
（図表 10）



## （企業の貯蓄投資バランスに景気減速感は見られず）

次に、米国の企業の資金過不足を詳細に見ていく。

まず、米国の企業部門の資金過不足を「資金過不足=貯蓄-投資」と分解して、コロナ禍後の資金過不足の変動を確認すると（図表 11）、貯蓄（企業利益・内部留保に相当）がコロナ禍でも（コロナ禍直後を除いて）大きく落ち込んでいないこと、投資の落ち込み幅が限定的であり、かつ迅速に回復したことが分かる（なお、GDP比で見ると世界金融危機時も企業の貯蓄は大きく落ち込まなかった）。また、足もとでも貯蓄は高水準にあり、投資は落ち込みを示しているが、水準としてはまだ高めの状態と言える。家計と異なり、企業の貯蓄投資バランスから読み取れる景気減速感はそのままで強くないように見受けられる。



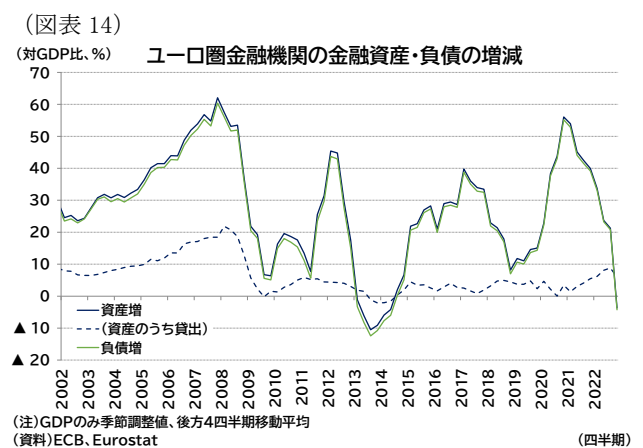
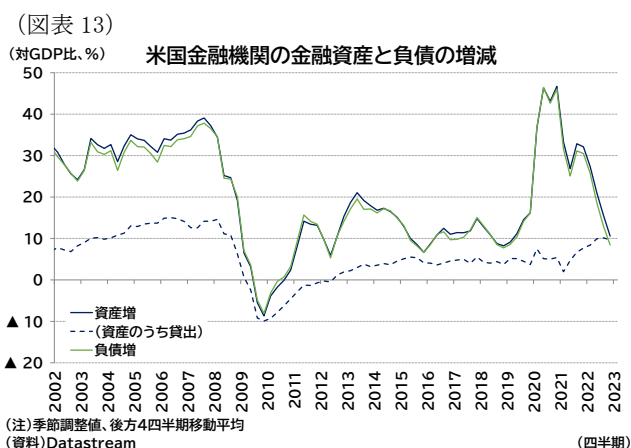
ユーロ圏の資金過不足も同様の傾向が確認できる(図表 12)。(GDP比で見た)貯蓄はコロナ禍の影響それほど受けておらず(むしろやや増加している)、投資もコロナ禍直後に低下したものの、すでにかなり回復している<sup>3</sup>。米国との比較感では、コロナ禍後におけるユーロ圏の貯蓄増と投資減は米国と比較して相対的に大きく、企業が手元資金を確保する動きが強かったと見られる。前章で述べたユーロ圏企業部門(非金融機関)の資金余剰はこの手元資金確保の動きを反映したものと考えられるだろう。なお、足もとの状況についてはユーロ圏でも企業の貯蓄投資バランスから読み取れる景気減速はそこまで強くない。

(日本については、企業部門の貯蓄・投資バランスに関する四半期データは公表されていない)

### ( 金融部門では足もとの貸出に減速感 )

最後に金融部門のデータを確認する。

金融部門は、資金過不足の金額は小さいものの、各部門の資金調達・資金運用の仲介を果たしている。また、銀行は企業の資金調達ニーズを満たすように融資を行い、金融資産(貸出)と負債(預金)を両建てで増やすことで、信用創造を行っている。そのため、好況時には資産・負債が両建てで増加し、不況時には減少すると想像される。



そこで金融部門の資金過不足を、「資金過不足＝金融資産の増加－負債の増加」として確認すると(図表 13・14)、米国・ユーロ圏ともに、コロナ禍直後から金融機関が資産・負債を両建てで増加させていることが分かる。上述の通り、景気後退期には信用創造が悪化しやすいと見られるが、コロナ禍時には、中央銀行が市中銀行に対して積極的な金融緩和と流動性供給を行い、政府も融資

<sup>3</sup> ただし、データの制約上、図表 12 のユーロ圏の総貯蓄については、総投資と資金過不足から逆算して求めている点に留意が必要。

に対して保証を行うなど信用補完を実施したため、市中銀行が企業支援の融資を積極化できており、信用創造が活性化したと見られる。

ただし、図表 13・14 は金融機関として中央銀行自身も含まれている点には留意が必要であり、資産のうち貸出の増加幅（≒企業や家計への与信）は資産全体の増加幅と比較して小規模にとどまっている。また、足もとの状況を見ると、中銀の金融引き締め転換を反映して貸出に減速感が見られるが、資産・負債の増加幅が急減しているのに対し、貸出の減速感は限定的であり、時系列で見た際の貸出の増加幅も高めの水準にある<sup>4</sup>。

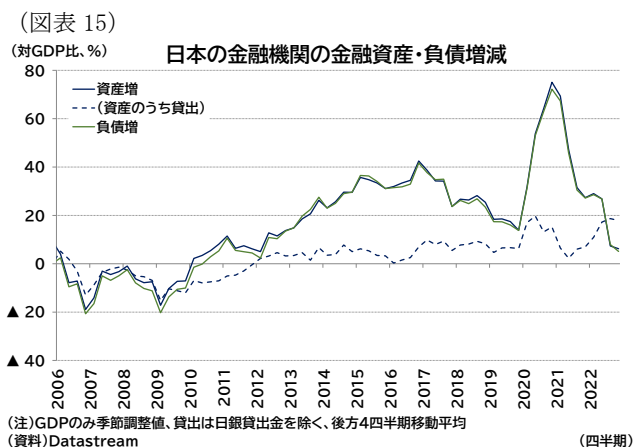
また、日本についても同様の傾向が確認できる（図表 15）。日本では日銀が金融引き締めを積極化している訳ではないが、コロナ禍支援で資産・負債が急拡大した後、現在は支援策が縮小されており、貸出の増加幅も頭打ちになっている<sup>5</sup>。

### （金融引き締めの波及は道半ば）

以上、欧米を中心に家計・企業・金融機関の資金循環を概観してきた。

いずれもコロナ禍後には積極的な財政政策で家計部門が貯蓄を増加させた後、こうした過剰な貯蓄は解消に向かっている（特に米国はコロナ禍前より貯蓄を減らしている）ことが分かった。また、足もとの金融引き締めを反映して家計・企業部門においては、投資に減速感が見え始めていること、金融部門でバランスシートの急拡大が止まっていることが分かった。ただし、企業投資や金融機関貸出に関して言えば、減速はそれほど鮮明になっていない。

本稿では確認しなかったが、欧米では急速な利上げに加えて3月に発生した米シリコンバレー銀行の破綻の影響もあり、貸出態度が厳格化している。したがって、今後、さらに資金調達環境が厳格化し、投資の減速が鮮明になっていく可能性がある。反面、前章で確認したように企業の貯蓄（利益）は底堅く推移しており、投資の減速もそこまで鮮明ではない。企業を取り巻く状況として、グリーン化や経済安全保障に関連した供給網の再構築への対応、デジタル化など人手不足に対応するための労働生産性向上への取り組みが求められているため、今後もこれらが投資の底堅さに寄与する可能性がある。この場合、利上げによる投資減速、需要の押し下げ効果があまり生じないということになり、インフレ率の鎮静化も遅れる可能性がある。今後、金融引き締めの効果がどのようなペースで波及するかが注目される。



<sup>4</sup> 図表 13・14 は 10-12 月期までのデータしか反映されていないが、銀行のバランスシートを別の統計で確認すると、23 年以降も貸出伸び率は鈍化傾向が続いている。ただし、コロナ禍前の伸び率と比較して大きく鈍化している訳ではない状況にある。例えば、米国は [FRED, Loans and Leases in Bank Credit, All Commercial Banks](#)、ユーロ圏は [EURO AREA STATISTICS, Banks balance sheet - Loans](#) を参照。

<sup>5</sup> 日本の 22 年中盤以降の貸出増加について、円安が進んだために外貨建て貸出の円換算額が急伸を反映して拡大したという要因がある。例えば、[上野剛志 \(2022\) 「貸出・マネタリー統計 \(22 年 7 月\) ~ 銀行貸出の伸びが急回復、投信の増勢強まる」 『経済・金融フラッシュ』 2022-08-09](#) を参照。また、図表 15 は 10-12 月期までのデータしか反映されていないが、23 年入り以降の貸出は（伸び率は鈍化しているものの）堅調に推移している。例えば、[上野剛志 \(2023\) 「貸出・マネタリー統計 \(23 年 3 月\) ~ 貸出残高の伸びは堅調、長期貸出金利は日銀の政策修正を受けて上昇」 『経済・金融フラッシュ』 2023-04-13](#) を参照。また、日銀に関しては、22 年後半から国債の金利上昇圧力が高まった際に、長期金利を目標に誘導するために大規模に国債を購入したという経緯がある。