

# 資金循環が映す米国金融市場の潮流変化

## <要旨>

家計や企業の資金余剰は経済活動と表裏一体にあるため、その規模より今後の失業率推移を推し量ることができる。2012年末の資金循環統計からは、家計・企業ともに借入れを増やし資金余剰が縮小、支出や投資に前向きとなっている姿が読み取れる。試算によれば、名目GDP比でみた民間部門の資金余剰が現在のほぼ半分の2%に縮小すると、米国の失業率は7%を切り、金融緩和解除の目安となる6.5%水準が視野に入る。

この環境のもとでは、金融緩和解除への期待と資金余剰の縮小という両面から金利に上昇圧力がかかるため、低金利環境のもと高い利回りを求め資金流入が続く社債市場にも、価格下落と資金流入鈍化というかたちで影響が及ぶことになろう。

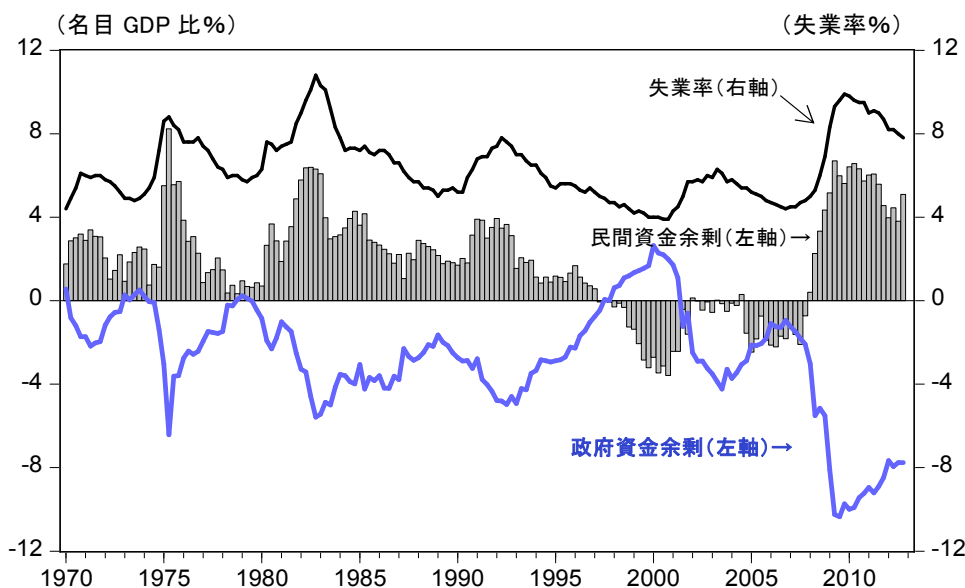
## 1. 関連性が高い米国の資金余剰と失業率の推移

家計や企業の資金余剰、すなわち貯蓄から投資を差し引いたフローの資金ポジションは、経済活動と表裏一体にあるため、その規模より失業率の推移を関連付けることができる。民間部門の資金余剰が過度に積みあがっている状況とは、企業が投資を手控え、家計は消費に慎重で貯蓄を増やしている局面に相当し、これら経済活動の縮小は失業率の上昇として現れるからである。

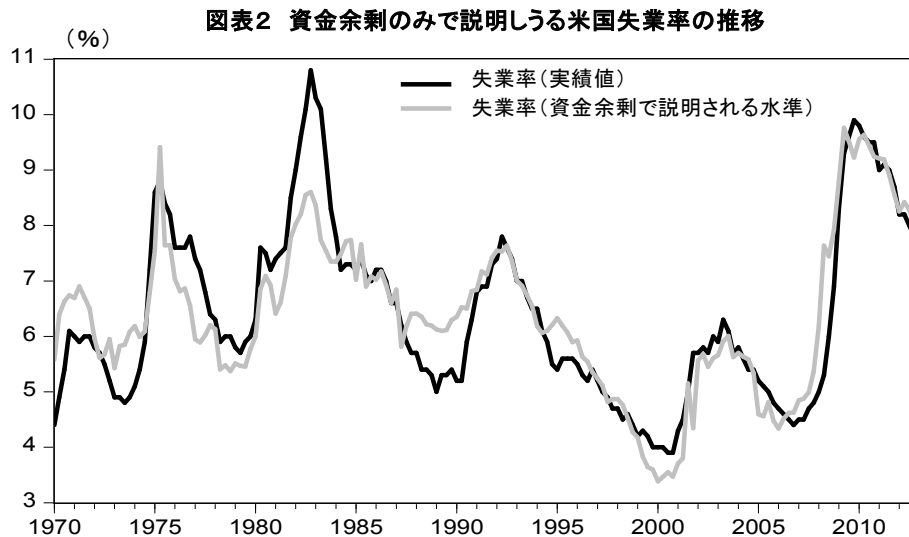
リーマン・ショック後の景気後退期には、米国民間部門の資金余剰は名目GDP比6.7%、9千億ドル(80兆円)超にまで積み上がり、失業率も10%を上回って悪化した。1970年まで遡って資金余剰と失業率の時系列推移をみると、両者が関連深く推移していることが確認できる(図表1)。

なお、政府部門の資金不足、すなわち財政赤字は、かかる民間部門の動きとは全く対照的に、失業率が上昇する不況期には、拡張的な財政政策を反映して赤字が拡大していく。

図表1 民間と政府の資金余剰と失業率の長期推移



(資料) FRB 「Flow of Funds」、FREDR データ他より三井住友信託銀行調査部作成



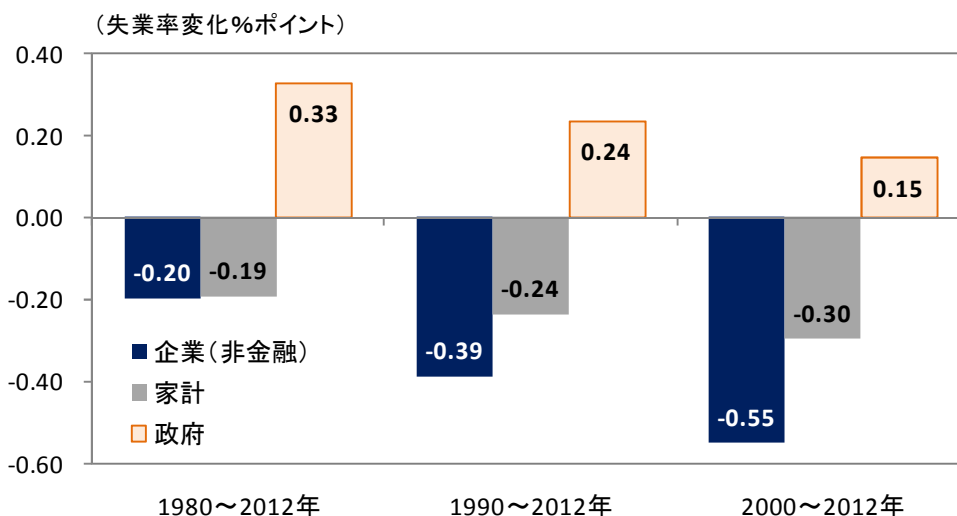
(資料) 三井住友信託銀行調査部試算。試算の詳細は補論参照。

このように、資金余剰が経済活動と表裏一体であることを踏まえると、資金過不足の規模から失業率の推移を推し量ることができる。図表2は米国の失業率を民間と政府の資金過不足で回帰し試算した水準と観察される失業率とを比べている。時期により若干の誤差はあるが、民間と政府部門の資金過不足という金融面の動きのみで、実際の失業率の推移をかなりの精度で説明しうる。

かかる特徴を使って、名目 GDP 比でみて資金余剰が1%縮小すると失業率が何%低下するかを試算してみた(図表3)。2000年以降の結果を使うと、企業部門の資金余剰1%の縮小は失業率を0.55%ポイント低下させ、家計部門の余剰縮小は同じく失業率を0.30%ポイント低下させる。両者を合算するとその効果は0.8~0.9%ポイントとなる(試算詳細は末尾補論を参照されたい)。

つまり、2012年末時点で名目 GDP 比4~5%に上る民間資金余剰が、仮に今より半分の2%程度まで、企業と家計各1%縮小すると、現在7.7%の失業率は0.8~0.9%ポイント低下して7%を切り、金融緩和解除の目安となる6.5%水準が視野に入る。なお、試算結果の時系列変化に着目すれば、最近になるほど企業部門の資金余剰の失業率へ及ぼす影響が大きい。企業部門が投資により前向きとなれば、財政支出削減による失業率上昇の影響を相殺しうることを示している。

**図表3 資金余剰の名目 GDP 比1%縮小(政府は赤字縮小)が失業率に及ぼす影響**

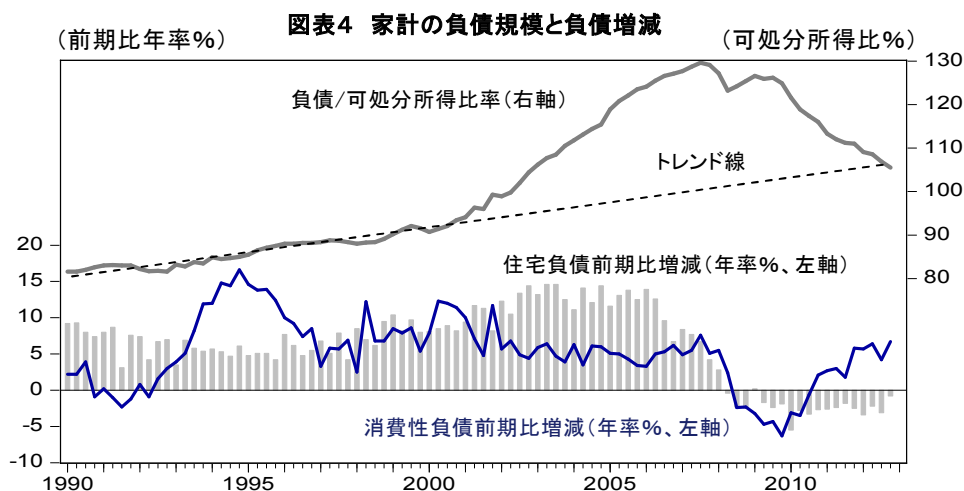


(資料) 三井住友信託銀行調査部試算。試算の詳細は補論参照。

## 2. 家計と企業はデレバレッジをほぼ終了

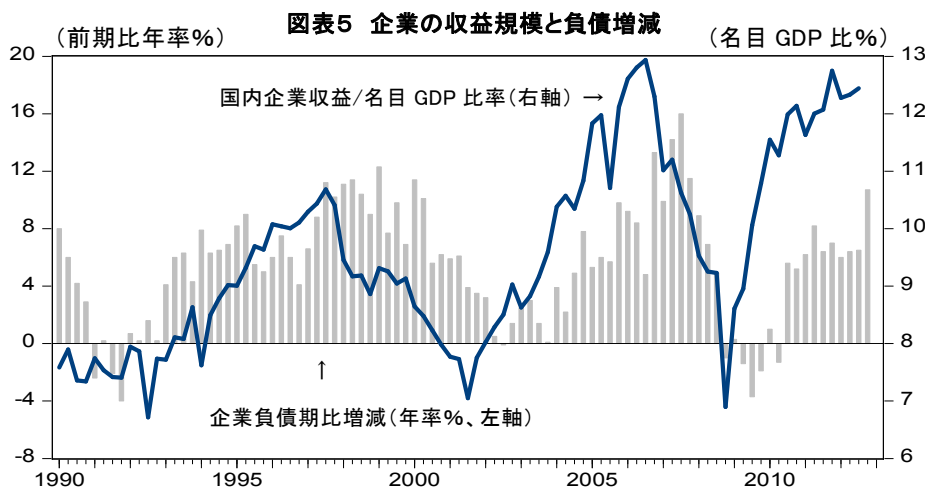
では実際に、家計や企業は資金余剰を積み増すことをやめて、より投資や支出に前向きとなっているのであろうか。公表された最新2012年末の資金循環統計の数字を使って確認してみたい。

まず家計部門については、積みあがった負債圧縮(デレバレッジ)調整はほぼ終了し、徐々に借入れを増やしている姿が浮かび上がる。2012年末時点の家計の負債総額は12兆8,308億ドルとピークの13兆8,341億ドルより1兆ドル少なく、可処分所得比でみてピークの1.3倍(130%)から1倍程度にまで、ほぼ過去のトレンド上に復する形で調整が進んでいる(図表4)。これに伴い、住宅負債はようやく前期比ゼロ近傍と今後は住宅投資が増えていく局面に入り、すでに2011年より前期比プラスに転じた消費性負債の伸び率も高まっている。



(資料) FRB 「Flow of Funds」、FREDR データ他より三井住友信託銀行調査部作成

企業部門についても、これまで雇用や投資を手控えコスト削減により収益性を高めてきた状況から投資に前向きとなり負債を増やす局面へと移行しつつある。図表5は国内非金融法人の名目GDP比で見た収益規模と負債増減を並べているが、企業収益の増加に遅れて負債が増えていることが確認できる。とりわけ2012年10～12月期は財政の崖に伴う不確実性の高まりにあっても、非金融法人企業は負債を増やし投資増に転じている姿が読み取れる。このように、足元の資金循環の推移からは、家計企業とも過度な資金余剰から脱していると言えるだろう。



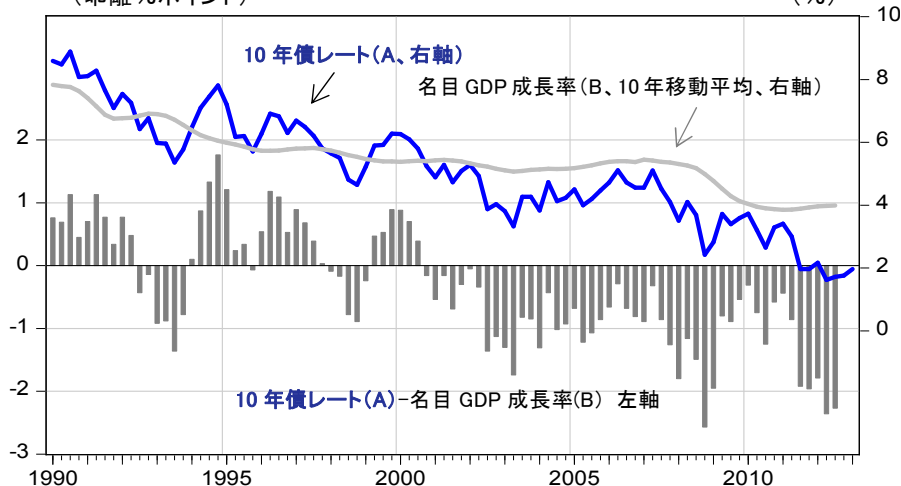
(資料) FRB 「Flow of Funds」、FREDR データ他より三井住友信託銀行調査部作成

### 3. 民間部門による資金余剰縮小の金融市場への含意

翻ってかかる変化が米国金融市場に及ぼす影響についてはどう見たらよいであろうか。

第一に、民間部門の資金余剰の縮小は金利上昇圧力となって現れる。これまで米10年債の金利水準は、米連邦準備理事会(FRB)による国債買い入れ(QE)もあり、名目成長率より下方に大きく乖離した状況が続いている(図表6)。しかしながら、先の試算のように、失業率が今後7%を切るようになると、金融緩和の解除期待と資金余剰縮小の両面から金利上昇圧力が加かってこよう。

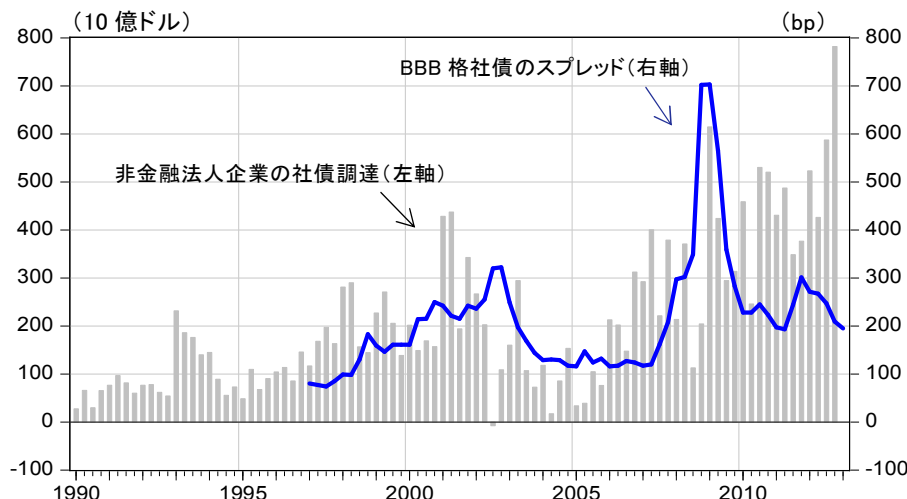
図表6 名目GDP成長率と比較した米10年債レートの方下乖離  
(乖離%ポイント) (%)



(資料) セントルイス連銀、FREDR データより三井住友信託銀行調査部作成

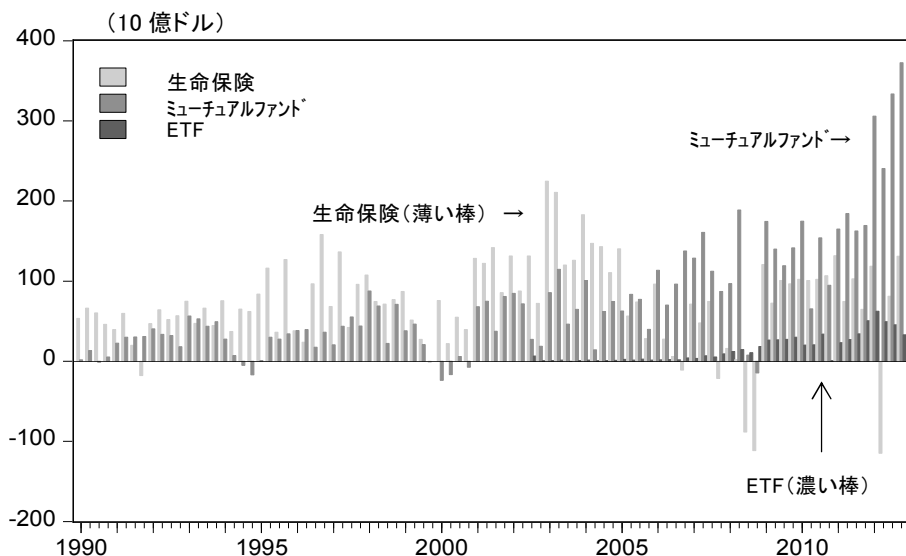
第二に、こうした環境の下では、社債市場にも影響が及ぶことが予想される。これまで金利が低かったことを反映し、非金融法人企業の社債調達額は2012年10～12月期で年率ベース7,820億ドルと空前の規模に拡大した(図表7)。にもかかわらず、調達に際して国債金利に上乘せされるスプレッドが低下しているのは、社債市場に資金流入が続いていることによる。資金循環統計から社債の取り手の推移を抜粋すると、そのほぼ3分の2に相当する金額がミューチュアル・ファンドやETF、生保などの機関投資家によって占められていることが確認できる(次頁図表8)。

図表7 非金融法人企業の社債調達額とBBB格スプレッド



(資料) FRB「Flow of Funds」、FREDR データより三井住友信託銀行調査部作成

図表8 ファンドや機関投資家による社債の純購入額



(資料) FRB「Flow of Funds」より三井住友信託銀行調査部作成

こうした投資信託や機関投資家を通じた資金流入は、低金利環境のもとで加速し、相対的に高い利回りを求めて集まってきたものである。というのも、図表8にみられる社債の純購入金額の増加は、ちょうど長期金利が過度な水準に低下した時期に一致した動きであることに注意されたい。

なおETFの運用対象に組み込まれている社債は、クーポンが固定金利で支払われ、リターンを上げるために徐々に投資適格なものから投機的等級に相当する社債が増える傾向にあることから、金利が上昇すると債券価格が大幅に下落するというリスクを抱えている。生命保険を別にすれば、もともとこうした投資信託などのファンドは、環境変化で資金流入が急激に細る可能性もある。

#### 4. まとめ—資金循環統計が映す今後の金融環境への展望

以上のように、家計や企業といった民間部門の資金余剰は経済活動と表裏一体にあり、その規模から今後の失業率の推移を予想することができる。公表された最新の2012年末の資金循環統計からは、家計企業ともに借入を増やし、資金余剰が徐々に縮小している姿が読み取れる。

この流れが途絶えず、仮に名目GDP比でみた民間部門の資金余剰が現在のほぼ半分の2%に縮小すると、米国の失業率は7%を切り、利上げ開始のひとつの条件である失業率6.5%水準が視野に入ってくる。

現時点ではそこまでの失業率の低下が直ちに実現するとは言えないが、3月の連邦公開市場委員会(FOMC)に伴い公表された失業率の予測値も12月時点の予想より低下が進む方向に下方修正されるなど、徐々に雇用環境に対する見方が改善しつつある。従って、年後半に入れば、連邦準備制度(FED)による国債購入規模の減額への期待と資金余剰規模の更なる縮小といった両面から長期金利には上昇圧力がかかってこよう。

こうした環境変化は、低金利環境のもと高い利回りを求め資金流入が続く社債市場にも、価格の下落と資金流入鈍化というかたちで影響が及ぶことになる。かかる局面変化と巻き戻しのリスクを測るうえでも、民間部門の資金余剰増減を含めたマネーフローの推移に注意を払いたい。



### (補論)米国の資金循環(資金余剰・不足)と失業率を関連付ける回帰式の詳細

図表2の失業率推移や図表3で示した資金余剰の多寡が失業率へ及ぼす影響は、名目 GDP 比でみた各部門の資金余剰規模を説明変数にした回帰式を使って試算されている。図表9はその回帰式の結果を表している。図表にある3つの結果は、それぞれ推計開始期間を 1985 年、1990 年、2000 年と手前に 5 年ずらして推計したものを比較し、次の特徴が読み取れる。

第一に、回帰式の決定係数(説明要因で被説明変数、ここでは失業率の変動の何割が説明しうるかを示す数値)は0.90を超えており、説明要因である家計と金融を除く企業、政府各部門の名目 GDP 比で見た資金余剰により失業率の変動のほぼ9割方が説明しうる。

第二に、各部門の資金余剰の係数の値、すなわち資金余剰が名目 GDP 比1%増えると失業率が何%ポイント上昇するかを示す値に注目すると、期間により水準が変動し、期間が手前になるほど、企業部門の影響が大きくなる。対照的に政府部門の資金余剰の多寡(政府部門は赤字のため正負の符号が逆、赤字縮小は失業率の上昇要因)による影響は低下している。このことは、最近になるほど失業率を左右するのは、もっぱら企業部門にあり、財政削減などの政府支出よりは民間部門の影響が大きい、という至極明快な結果が表れている。

第三に、こうした資金余剰の影響に左右されない定数項の数値に着目すると、4.79 から 5.21 へと水準が切りあがっている。この傾向は、経済活動や財政支出を反映する資金余剰の多寡と関係なく、失業率のトレンドが徐々に上昇していることを示唆しており、失業率を目標としている金融政策への含意という点から興味深い結果となっている。

図表9 名目 GDP 比でみた資金余剰を説明要因とする失業率の回帰式

説明要因	推計期間		
	1985～2012年	1990～2012年	2000～2012年
定数項	4.79	5.00	5.21
資金余剰(名目GDP比)			
企業(非金融)	0.20	0.39	0.55
家計	0.19	0.24	0.30
政府	-0.33	-0.24	-0.15
自由度修正済み決定係数	0.91	0.93	0.94

(資料) 三井住友信託銀行調査部、図表の数値は全て統計的に有意。

(マクロ経済調査グループ) 木村 俊夫 : Kimura\_Toshio@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。