

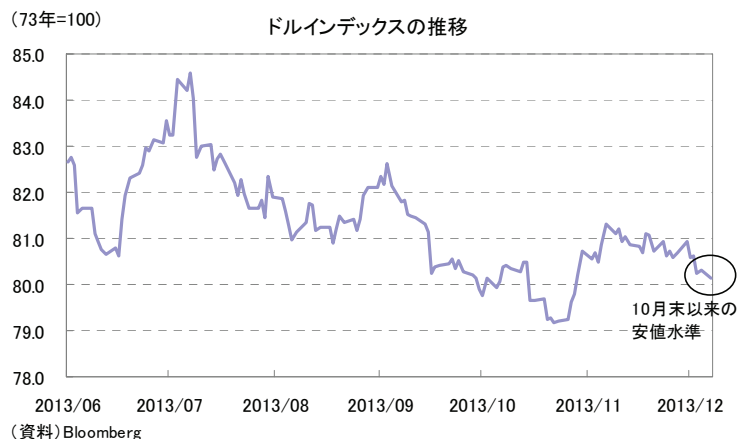
みずほマーケット・トピック(2013 年 12 月 10 日)

米 7～9 月期資金循環統計～米家計は約 6 年ぶりの貯蓄不足～

昨日公表された米 7～9 月期資金循環統計は米経済の地力が回復しつつあることを示す結果。家計総債務の可処分所得に占める比率(総債務可処分所得比率)を見ると、2015 年前半には家計部門のバランスシート調整が完了しそうで、これは市場の想定する FRB の出口(利上げ)時期と平仄が合う。7～9 月期において、米家計部門は債務を膨らませており、同部門の IS バランスは 2007 年 4～6 月期以来、約 6 年ぶりの貯蓄不足を記録している。米経済のボトルネックとなっていた家計部門のバランスシート調整もいよいよゴールが見えてきた感はあるが、この点、株式市場を中心とする最近の「浮かれた雰囲気」に根拠が無いわけではない。

～「浮かれた雰囲気」が蔓延する市場～

米 11 月雇用統計を受けて tapering 観測が俄かに盛り上がっているにも拘らず株価が堅調さを維持しており、リスク許容度の改善を前提とした新興・資源国通貨買いまたはユーロ買いが勢いづいている。ドル/円相場の 103 円台維持が注目されているものの、為替市場全体を見渡せば、ドルインデックスが 10 月 31 日以来の低水準まで落ち込むなどドル全面安であり、「円安という

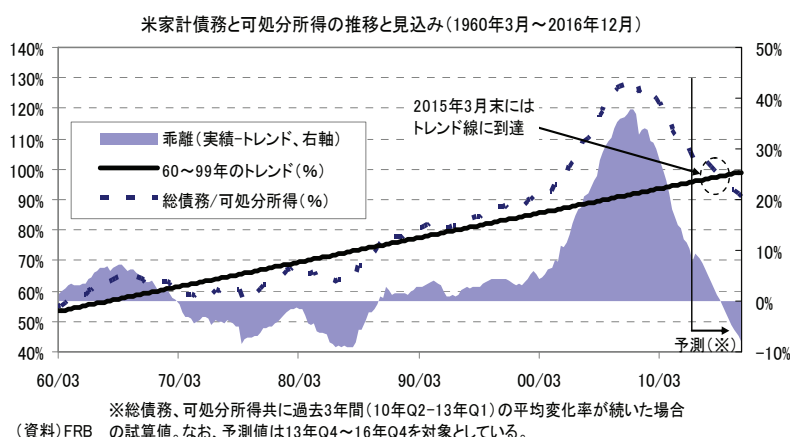


よりドル安」という理解が適切である。「Taperingが進めば米金利が上昇し、ドルが買われるはず」という真つ当な理解は今のところ当て嵌まっておらず、債券を手放し、低金利のドルや円を売り、株式や高金利通貨を買い進めるというのが足許のトレンドである。こうした相場つきは世界経済の完全回復を見越した動きそのものであり、どこか「浮かれた雰囲気」を感じる。

～米家計のバランスシート調整は15年3月末に完了見込み～

こうした「浮かれた雰囲気」の出所は雇用統計を筆頭とする米経済の回復基調にあるが、昨日公表された米 7～9 月期資金循環統計からは地力を回復しつつある米経済の様子を見て取ることができる。同統計に関し、本欄では家計総債務の可処分所得に占める比率(以下、総債務可処分所得比率)などに着目し、バランスシート調整の進捗状況をチェックしてきた。データから常々指摘できたことは、「2014 年末から 2015 年初には米家計部門の債務状況は平時の水準に戻りそう」という事実で、今回のデータからも同様のことが言えそうである。

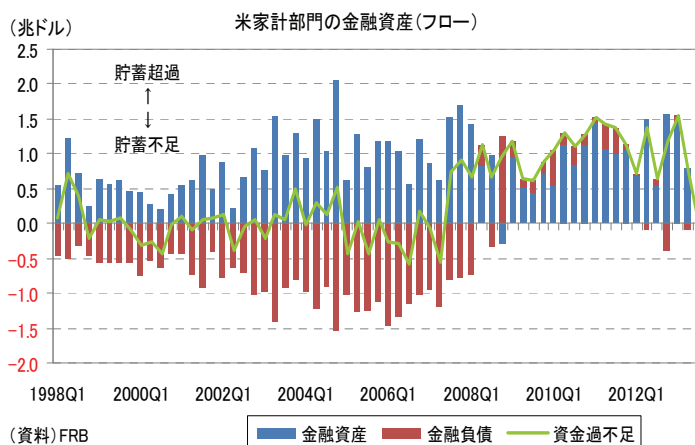
米家計部門の2013年9月末時点の総債務は前期比年率3%増で、増加幅としては2008年3月末以来、実にリーマンショック以来の大きさとなった。債務の詳細を見ると、最もシェアの大きい住宅ローンが同0.9%増と2009年3月末以来の増加に転じているほか、消費者ローンも同6.0%増と大きく伸びている。「借金して消費する」というかつての行動様式が徐々に復元しつつある事実は改定幅の大きい雇用統計の速報値



などよりも断然心強い材料ではないかと思われる。借金が出来るようになりつつある、ということは裏を返せばバブル崩壊により積み上がった過剰債務の整理に目途がつきつつあるということであり、この意味で総債務可処分所得比率の趨勢が注目される。図示されるように総債務可処分所得比率はピーク時(2007年9月末)の約130%から2013年9月の約104%まで調整が進んでおり、ほぼ所得に見合う規模まで借金が抑えられていることが分かる。足許のペースで同比率の調整が進めば、2015年3月末にはトレンド線に回帰する見通しとなっており、市場の想定するFRBの利上げ時期とも概ね平仄が合う。

～家計部門は約6年ぶりの貯蓄不足に～

なお、家計部門の借金行動が加速した結果、7～9月期の同部門のISバランスは2007年4～6月期以来、約6年ぶりの貯蓄不足を記録している。家計部門の消費・投資行動の結果、貯蓄不足になることは「日本化」を回避するための重要な兆候として注目される。今後、こうした傾向が定着し、2000年代前半に見られたように、家計部門の貯蓄不足(≡旺盛な消費・投資)が景気の牽



引役を果たすというシナリオが現実味を帯びてくるかが注目である。こうした直近の資金循環統計を踏まえれば、米経済のボトルネックとなっていた家計部門のバランスシート調整もいよいよゴールが見えてきた感はある、この点、最近の「浮かれた雰囲気」に根拠が無いわけではない。

以上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔(TEL: 03-3242-7065)
Daisuke.karakama@mizuho-cb.co.jp

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhoibank.co.jp/forex/econ/backnumber.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いつく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそうな新興国通貨は・・・～東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半年国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～
2013年8月7日	実質ドル/円相場から考察する水準感
2013年8月6日	消費増税を巡る円相場の反応:3つのシナリオ
2013年8月5日	米7月雇用統計について～気掛かりな賃金の減少～
2013年8月2日	週末版(ECB理事会を終えて～フォワードガイダンスを巡る「理解の溝」も～)
2013年8月1日	FOMC声明文及び米4～6月期GDPの読み方
2013年7月30日	ECB理事会プレビュー～現状維持も気になる論点は複数あり～
2013年7月29日	「名目ドル高・実質ドル安」の“ねじれ”が強まるドル相場
2013年7月26日	週末版(ユーロ圏6月マネーサプライ統計などについて～銀行貸出も日本の後追いか～)
2013年7月24日	本邦6月貿易収支について
2013年7月23日	「Believe me」から1年～ドラギ総裁の演技力はどこまで続くか～
2013年7月22日	週末の各種イベントに対する論点整理～中国、G20、参院選～
2013年7月19日	週末版(直近の対内・対外証券投資動向を受けて～過去最大の対外証券投資の読み方～)
2013年7月18日	参院選後の株・為替市場はどう動くか？
2013年7月17日	最近のユーロ圏貿易収支～「ネガティブなユーロ買い要因」～
2013年7月16日	フランスの格下げについて～取り残される経営赤字～
2013年7月12日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～「2年で2%上昇」の確度が意識される時～)
2013年7月11日	ドル相場の乱高下について～「単なる調整」と割り切るべきか～
2013年7月9日	ユーロ圏財務相会合について～細分化融資に映る不信感～
2013年7月8日	ECBの時間軸政策導入はユーロ「円」化の兆候か
2013年7月5日	週末版
2013年7月4日	最近の対内・対外証券投資動向について