

米国金融市場逼迫の影響をどう見るか

<要旨>

株価下落や社債スプレッド拡大にみられる米国金融市場の悪化が実体経済や金融政策に及ぼす影響の関心が高まっている。過去においても、金融市場の逼迫は融資態度の厳格化と貸出減を通じて、民間部門の投資減退をもたらし、失業率の上昇が観察されてきた。試算によると、昨年末以降の社債スプレッド拡大と融資態度の厳格化は、遅れて0.2～0.3%ポイントの失業率上昇をもたらす規模の金融引き締めに対応する。

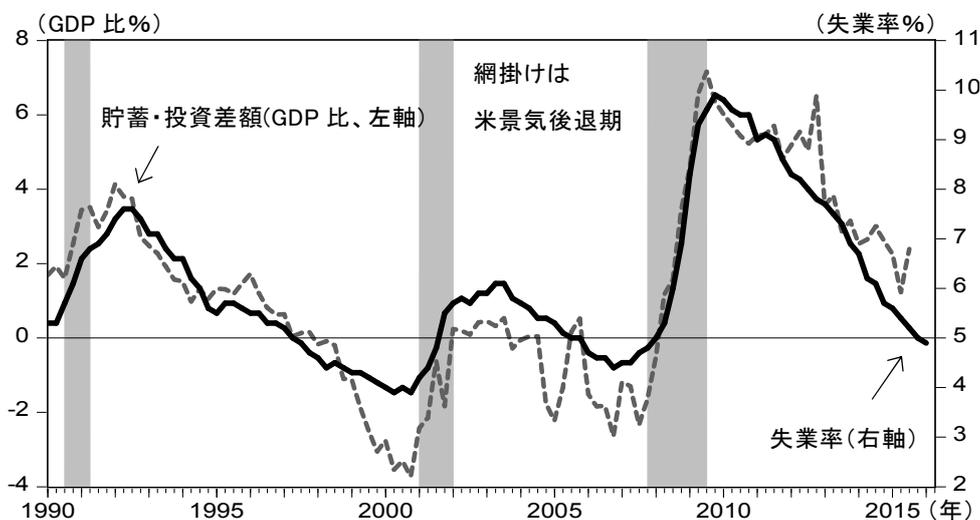
今のところ、米銀による商工業向け貸出は年率10%前後のペースで増えており、金融仲介の目詰まりや雇用環境への悪影響はみられないが、かかる失業率の上昇リスクを潜在的な引き締め効果と見るなら、その分の利上げは既に行われたことを意味しよう。

1. 民間部門の資金循環からみた失業率の推移

株価下落を伴う金融市場の悪化は、長期化する様相を呈していることから、実体経済への影響が懸念されている。金融政策当局が重視する失業率などの経済指標が変動する際には、必ず経済全体で見た資金循環の変化を伴う。たとえば、民間部門が将来に慎重になり貯蓄を積み増し、投資を控えれば、貯蓄・投資差額でみた民間部門の資金余剰は拡大していく。

経済活動を資金の流れから考察していく見方は、金融環境が大幅に悪化する局面においてはとりわけ重要な視点を提供する。金融市場が逼迫し目詰まりが生じると、支出や投資が阻害され、資金余剰の急激な増加とともに遅れて失業率が上昇していくためである。過去の米国民間部門の資金余剰と失業率の推移をみると、資金余剰が急激に増えていく局面では、失業率も上昇に転じ、米国経済も景気後退に陥っていった(図表1)。そこで、本レポートでは、今般の金融市場の悪化が、米国民間部門の資金余剰に及ぼす経路と失業率上昇の可能性について考察してみたい。

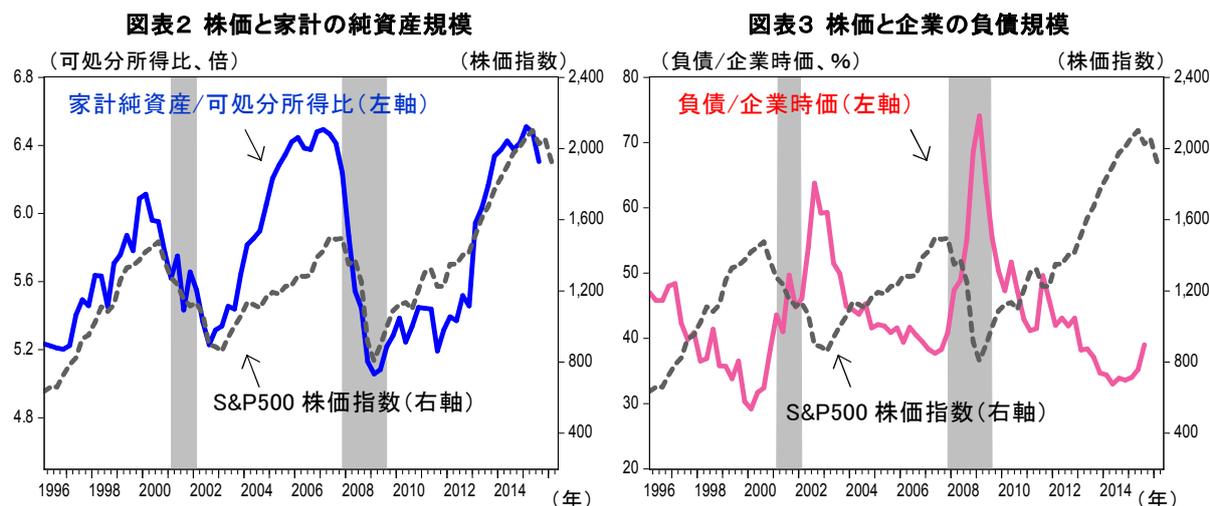
図表1 米国民間部門の資金余剰(貯蓄・投資差額)と失業率の推移



(資料)FRB「Financial Accounts of the United States」他より三井住友信託銀行調査部作成

2. 株価下落による家計と企業のバランスシート悪化

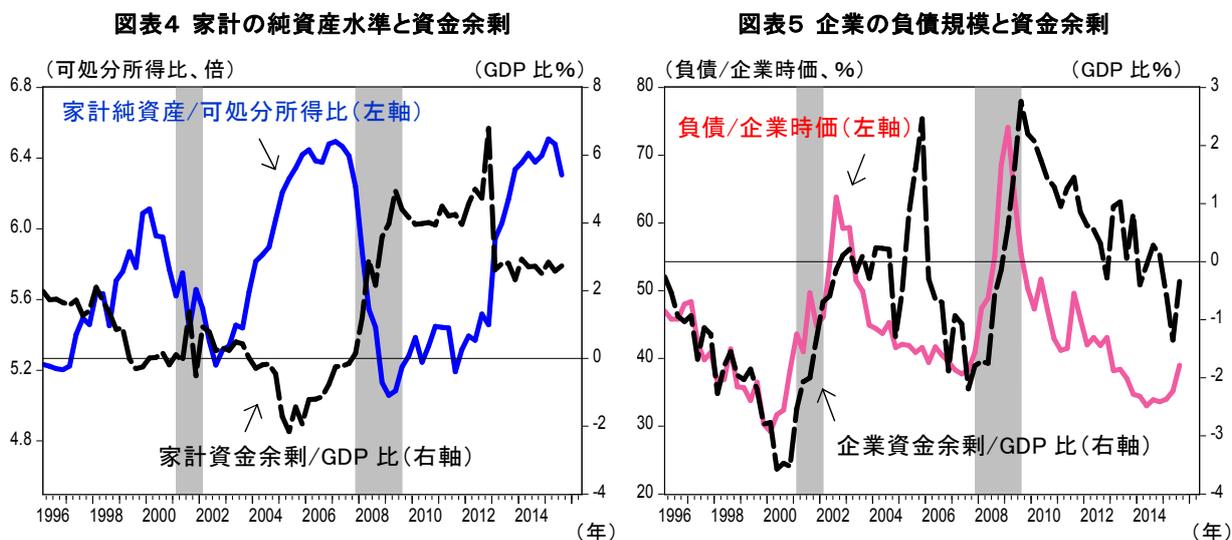
金融市場の悪化が経済活動に及ぼすひとつの経路は、株価など資産価格の下落が、家計や企業のバランスシートの悪化を通じて、投資や支出の鈍化をもたらす影響がある。S&P500指数でみた米国株価水準と可処分所得比でみた家計の純資産水準を比べると、株価の上昇・下落に伴って、純資産規模の改善・悪化が観察される(図表2)。企業負債についても、社債と借入を合算した負債の企業時価比でみた規模は、株価下落に伴い急激に増加していく(図表3)。



(資料) 図表 2・3とも FRB「Financial Accounts of the United States」他より三井住友信託銀行調査部作成

このように、バランスシートが大幅に悪化する局面においては、家計と企業それぞれの貯蓄投資差額でみた資金余剰も急激に増える傾向にある。たとえば、資産価格下落により、家計の純資産水準が可処分所得に匹敵する規模で低下するケースや、企業時価比でみた企業負債規模が20%ポイントを超えて増加していく局面などである(図表4～5)。先の金融危機でなくとも、2001年の景気後退局面では、家計の純資産は可処分所得比6.1倍から5.2倍に低下していた。

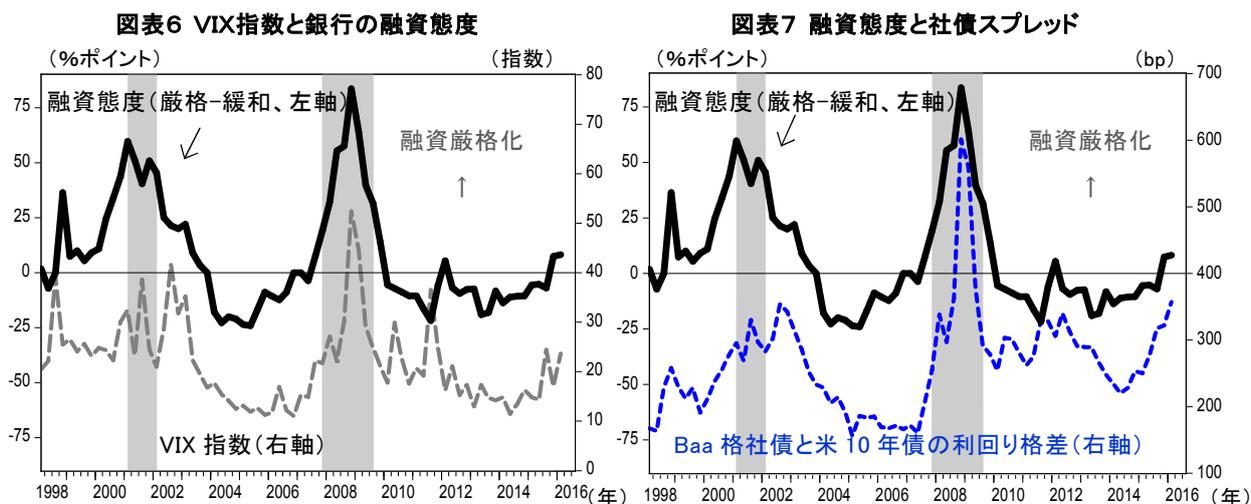
こうしたケースに比べれば、年初来の株安に伴うバランスシートの悪化はまだ軽微であり、家計と企業いずれもが直ちに投資や支出を大幅に手控え、資金余剰が拡大していく状況ではなからう。



(資料) 図表 4・5とも FRB「Financial Accounts of the United States」他より三井住友信託銀行調査部作成

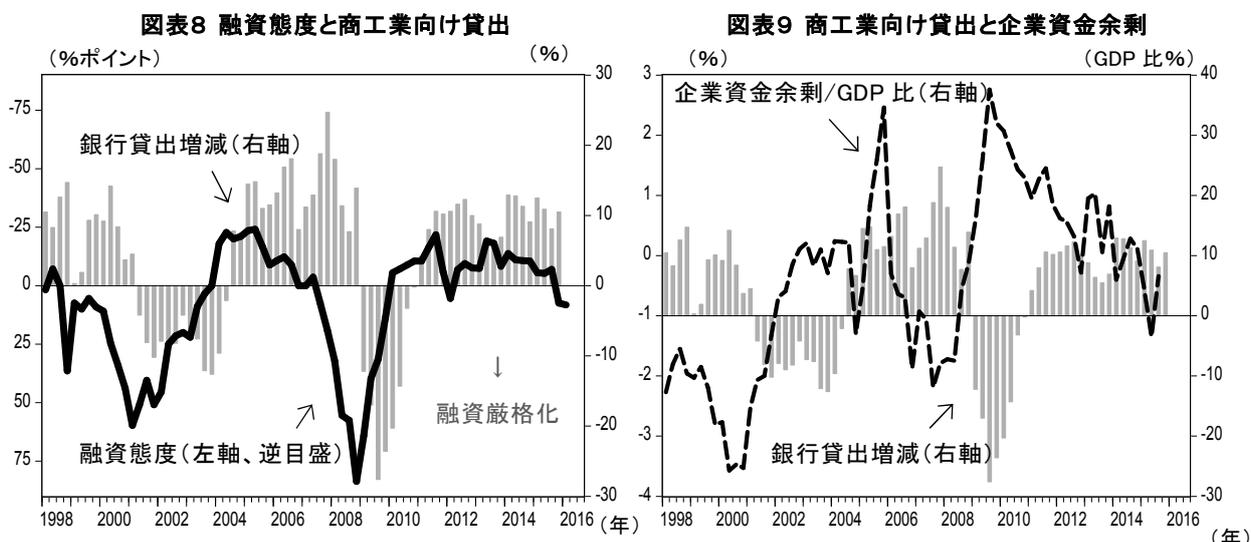
3. 銀行の融資態度の厳格化が貸出や投資行動に及ぼす影響

金融市場の逼迫が民間部門の経済活動に及ぼすより直接的な経路には、銀行の融資態度の厳格化や社債市場での企業の資金調達コストの上昇が挙げられる。米連邦準備理事会(FRB)が四半期毎に実施している銀行への最新の聞き取り調査(2016年1月)によれば、大企業への商工業向け融資基準を厳格化したと回答した銀行割合が緩和した割合を8%ポイント上回り、VIX指数急騰にみられる株式市場の不確実性上昇は、融資態度の悪化にも波及している(図表6)。また、投資適格であるBaa格社債と米10年債の利回り格差も、景気後退入り前に観察される350bpを超えて拡大しており、企業の資金調達環境は間接・直接問わずに悪化している(図表7)。



(資料) 図表6・7ともFRB「Senior Loan Officer Survey」、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

幸いなことに、かかる金融市場の逼迫も銀行貸出の減少までには至っていない。米銀全体でみた商工業向け融資は、昨年10～12月期には前期比年率10.5%増えており、今年1月の数字でも前月比年率ベースで6.8%、前年比ベースでは10.7%と増勢を維持している(図表8)。過去において企業が投資を控え資金余剰が大幅に拡大していた局面では、銀行貸出も同時に減少していたことを見れば、現状はそこまで米国金融市場が逼迫しているとは言えない(図表9)。



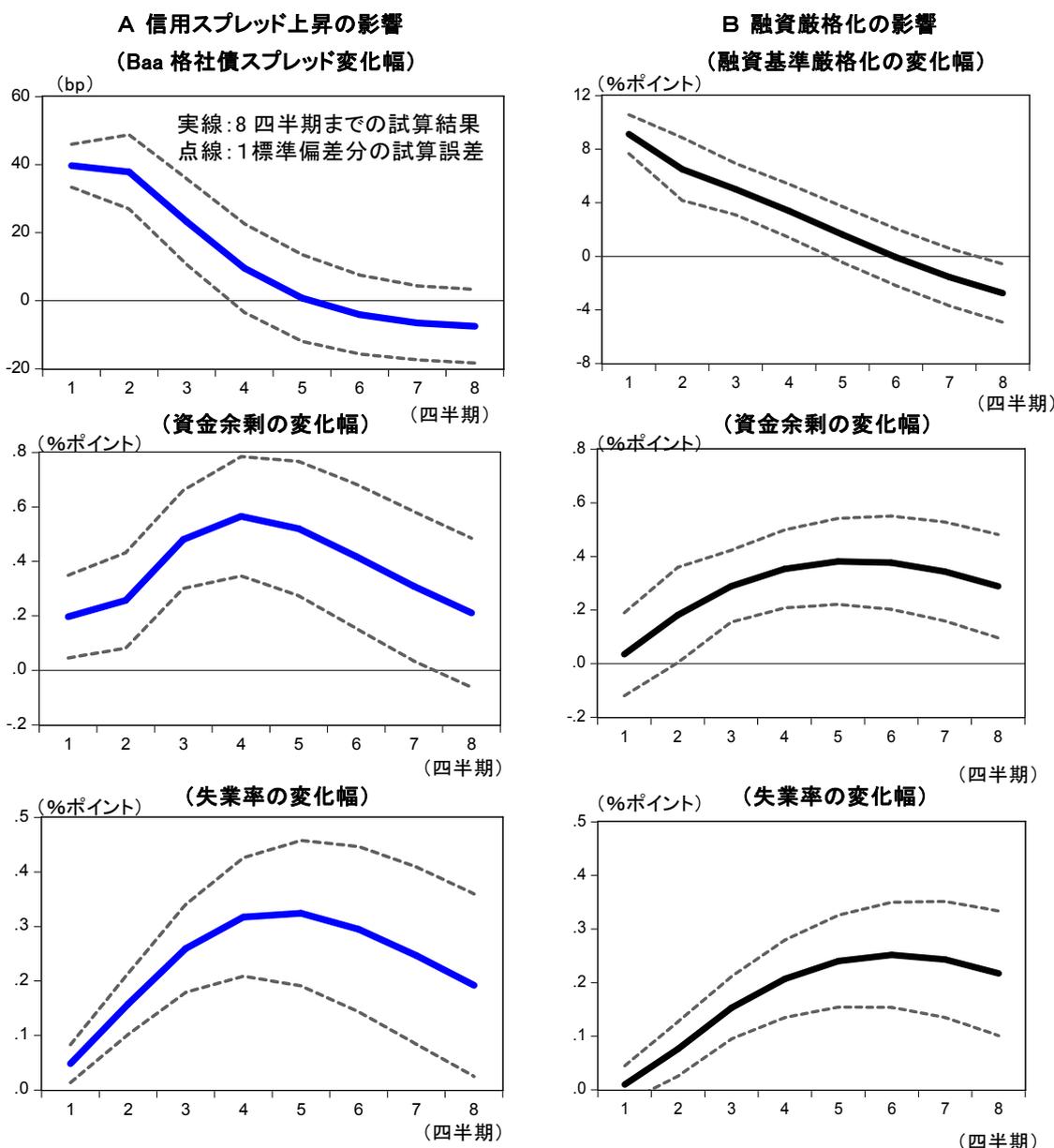
(資料) 図表8・9ともFRB「Senior Loan Officer Survey」他より三井住友信託銀行調査部作成

4. 金融市場の逼迫が失業率に及ぼす影響

このように、株価下落と社債スプレッド拡大や銀行融資態度の厳格化といった金融環境悪化は、銀行貸出の減少などの金融仲介機能の縮小には至っていない。ただし、この先徐々にその悪影響が経済に及ぶ可能性も否定できない。そこで、現状みられる社債スプレッド拡大と融資態度の厳格化が、この先民間部門の資金余剰や失業率にどの程度の影響を及ぼすかを試算してみた。

図表 10 はその試算結果を示している。左側の3つのグラフはBaa格社債スプレッドが一四半期目に40bp上昇した後の、社債スプレッド、資金余剰、失業率それぞれの8四半期先までの変化を、計量モデルを用いて計算している。図表下段の失業率の変化に注目すると、社債スプレッド拡大に1～2四半期ほど遅れて、失業率が0.3%ポイント程度上昇していくことがわかる。

図表 10 信用スプレッド上昇や融資厳格化が資金余剰と失業率に及ぼす影響試算



(資料) 三井住友信託銀行調査部試算。図表Aは、社債スプレッド、資金余剰、失業率の3変量自己回帰モデルを用いた試算。図表Bは社債スプレッドを融資態度に替えて計算。点線は一標準偏差の試算誤差。

前頁図表 10 の右側のグラフは、融資基準を厳格化した回答割合が 10%ポイント上昇した場合の、その後の融資態度、資金余剰、失業率それぞれの変化推移を示している。融資基準の厳格化も民間部門の投資支出の鈍化を反映し、資金余剰拡大と遅れての失業率の上昇をもたらす。社債スプレッド拡大のケースと比べると、融資態度の厳格化は直ちに貸出減をもたらすわけではないため、波及には時間がかかり、失業率上昇幅も平均して 0.2%ポイントとやや小さい。

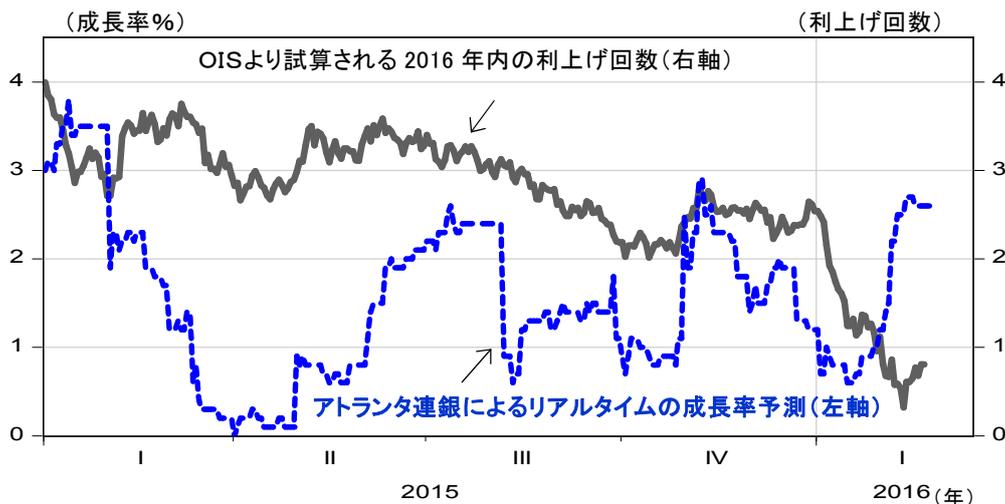
なお、試算で取り上げたBaa格社債スプレッド 40bp という拡大規模は、ちょうど昨年末から2月半ばまでの変化幅に相当する。また融資基準の厳格化 10%ポイントの上昇も、直近調査の融資態度の厳格化のネットの数字8%ポイントに相当する。米国失業率は 4.9%まで低下しており、悪化の兆しはないが、試算結果に従えば、金融市場の逼迫が長引くようであれば、今後失業率は潜在的に 0.2～0.3%ポイント程度上昇していく可能性がある。

5. まとめと米国金融政策への含意

年初からの金融市場の環境変化により、米国金融政策の見通しは一段と不透明になっている。市場に織り込まれている 2016 年の利上げ回数は、1 回未満と据え置きが予想される一方、公表される経済指標は今のところ堅調さを保っている。例えばアトランタ連銀が試算する 2016 年 1～3 月期の米国成長率予想は 2.5%を超え、成長率予想と利上げ回数との乖離が著しい(図表 11)。

株安によるバランスシートの悪化や融資基準を厳格化する銀行割合の増加も、過去の景気後退局面に比べれば軽微であり、景気後退をもたらすとの見方はやや行き過ぎとみることができる。それでも、金融市場の逼迫そのものは、様々な経路で経済全体に影響が及んでいくため、慎重に見ていく必要がある。試算が示している、遅れての失業率 0.2～0.3%ポイントの上昇リスクを潜在的な金融引き締め効果と見るなら、その分の利上げは既にも実施したことになる。かかる潜在的なリスクを踏まえると、少なくとも影響が判明する年央までは利上げはできないのではなかろうか。

図表 11 市場が織り込む年内の利上げ回数とアトランタ連銀の成長率予測



(資料)アトランタ連銀、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

(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。