

2017. 6 No.62

三井住友信託銀行

# 調査月報



## 時論

国際金融規制見直し論議に求められる視座..... 1

## 経済の動き

2017・2018年度の内外経済見通し

～輸出に続き内需にも回復の兆し～..... 3

米国・家計部門の債務における二極化について..... 10

## 時論

### 国際金融規制見直し論議に求められる視座

米国のムニューシン財務長官は、5月18日の米国上院の議会証言にて「銀行と証券業務の完全分離や銀行解体は支持しない」旨を述べ、5月1日にトランプ大統領がほのめかした米国大手金融グループの分割検討やGS法復活といった規制強化の方向には、消極的な考えを明らかにした。

トランプ大統領はもともと選挙期間中からドット・フランク法の廃止を主張しており、2月3日の大統領令「金融規制における中核的原則」でも同法の改正や既存の国際金融規制見直しを窺わせる表現が盛り込まれており、トランプ政権の進める金融規制改革は基本的には緩和方向と見るべきだろう。

一方、IMFは「国際金融安定性報告書(2017年4月)」において、「低成長と低金利下の金融仲介」と題して、人口高齢化や生産性上昇率の鈍化により、低成長と低金利が長期化する先進国における金融機関のビジネスモデル変革の方向性、金融規制のあり方について論じている。

同報告書は、①利ザヤ縮小により銀行収益、生保経営、DB型年金は圧迫される、②家計では流動性預金、医療保険、介護保険、DC型年金、指数連動型パッシブ投資商品、取引関連サービスの需要が高まる、③国内銀行業務は手数料サービス収入への傾斜が強まる、④金融規制においては、金融機関再編を促すこと、過度なリスクテイクを抑えること、長期的な安定性確保のインセンティブを提供することが重要である—と指摘している。

国際金融規制については、過剰かつ錯綜した規制が金融機能の低下、市場流動性の低下を招き、経済成長を阻害しているのではないかとの批判が高まっている。加えて、上記報告書が指摘したように、グローバル経済の長期停滞の下での低金利の常態化によって運用環境が一段と厳しくなる中では、既存の規制が金融機関の収益性や効率性を損ない、実体経済へ悪影響をもたらしかねないと懸念されるようになったのは、至極当然のことであろう。

その一方、実体経済の成長と資産形成の牽引役として機関投資家の果たす重要な役割が改めて認識され、それを担保するためのフィデューシャリー・デューティーの徹底が一段と求められるようになった。

このように、リーマンショック以後の国際的監督・金融規制が前提としてきた環境・条件は相当程度変化し、複雑化してきた。金融機関の投融資行動をいかに制約するか、いかに十分な自己資本と流動性資産を保有させるか、金融機関はいかにビジネスモデルを見直して収益性を向上させるべきか、バブルの生成・崩壊の監視と対応には金融政策も関与すべきか否か(BISビューかFEDビューか)、マクロプルーデンスをいかに設計すべきか—といった既往の重要個別テーマの検討に当たっては、対象領域に限定された最適解を求めるのではなく、それが他領域にもたらす相互作用も考慮した「バランス感のある総合的な視座」が今まで以上に求められると言える。それは、次のようなものではないかと考える。

第一は、金融機関による過度なリスクテイクの抑制。低金利の長期化の下ではリスク許容度を越えた過度な利回り追求、リスクテイクが起りやすいことを考えると、「預金を主たる資金調達源とする銀行は、投機的でリスクの高い投融資はすべきでない」というボルカー・ルール<sup>1</sup>の精神は、引き続き重視されるべきだろう。ただ、下記の第三の点(エコミーズ・オブ・スコープの追求)も考慮すれば、金融機関の業務範

囲を絞り込み、監督・規制をやりやすくすれば良いというものではないだろう。

第二は、利益相反管理の強化。これは、フィデューシャリー・デューティーの徹底、投資家保護、不正防止を担保することはもちろん、利益相反問題は、1)取引に恣意性が入ることによる価格の歪み、2)個別金融機関のみならず、市場や国に対する対外的な信認低下を防ぐためにも重要な意義がある。

第三は、エコミーズ・オブ・スコープ(範囲の経済:様々な種類の金融サービスを複数の金融機関が個別に提供するよりも、単独で一括して提供することにより、顧客利便性も収益安定性も高まるとの考え方)の追求。伝統的預貸事業の収益性が低下する一方、個人顧客のニーズが資産運用のみならず、長生きリスクへの対応へ向かっていることを勘案すると、金融機関が事業・商品・サービス・収益源の多様化を図り、ビジネスモデルの見直しや他社とのアライアンスを行うことを後押しする視点が求められる。

その場合、上記第二の点(利益相反管理の強化)に目配りすべきことは言うまでもない。

第四は、規制運営における官民の適切な役割分担。既存の規制において過剰・重複・矛盾があるものが改善されるべきことは言うまでもないが、当局にすべて寄せるような設計思想は、金融機関の自己規律感覚を退化させる恐れもなしとせず、金融機関自身の内部管理にも一定の信頼を置いた役割分担や、市場や株主の評価も規律付けとして機能する仕組みも検討されるべきだろう。それは、上記第三の視点(エコミーズ・オブ・スコープの追求)を後押しすることにもつながっていくだろう。

ところで、当面はGS法復活を巡る動きはなさそうだが、1933年の同法制定時において、銀証とともに業務分離が検討された銀信兼営(商業銀行による信託業務兼営)に係る議論は興味深いものがある。

当時、一部の信託会社による受託者義務違反(自己取引による利益相反)が明らかになったが、結局、商業銀行の信託兼営は従来通り認められた。これは、①不正事案はごく一部に限られた、②当時の信託法令にはすでに受託者義務、利益相反の排除について一定の規制が存在していた、③銀証分離によって、証券業務と信託業務を通じた利益相反の恐れがほとんどなくなった、④信託業務単独では経営困難に陥り、国民に信託サービスを提供できなくなる恐れがあった一ためと考えられている<sup>注)</sup>。

こうしてGS法では銀信分離は盛り込まれず、米国では銀信兼営がスタンダードなものとなり、今日の当局の検査マニュアルでは「銀信完全分離まで求めず、情報障壁の実効性を問う」とされ、個社レベルでは銀信間の情報遮断やモニタリングが複層的に行われ、官民分担による牽制体制が敷かれている。

このようにGS法制定においては、「利益相反管理」「顧客利便性」「銀行経営の安定性」「規制の重複回避と官民の役割分担」など、「バランス感のある総合的な視座」に立って議論された跡が窺われる。

トランプ政権の金融規制見直しは「米国第一主義」「親ビジネス」から出てきたもので、規制の副作用・弊害懸念をベースとする世界の論調とは必ずしも軌を一にするものではないが、国際金融規制見直しの流れはさらに強まると見るべきだろう。その際には、ドット・フランク法、バーゼル規制、マクロプルーデンス等が個別的・対症療法的・ポピュリズム的に議論されるのではなく、「バランス感のある総合的な視座」に立って再設計され、世界経済の長期停滞論を打破する金融機能発揮につながることを期待したい。

(調査部 主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

注) このパラグラフは、青山和司『アメリカの信託と商業銀行』日本経済評論社、1998年、第5章 P143～P163を参照し、筆者がまとめたものである。

# 2017・2018年度の内外経済見通し

## ～輸出に続き内需にも回復の兆し～

### <要旨>

日本の2017年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.2%と5四半期連続でプラス成長を維持した。今回の実質GDP成長率は輸出に加えて、内需でも押し上げられており、従来の輸出主導の状況から内需も経済を牽引する姿へ変わったといえる。内需の中でも特に個人消費の持ち直しが大きく、先行きをみても消費者マインドの改善と、労働需給の逼迫を背景とした賃金上昇で緩やかな伸びは維持されよう。企業も良好な利益環境や持続的な輸出の盛り上がりを受けて設備投資を積極化させる動きをみせており、堅調な設備投資の拡大が期待できる。

2017年度以降の内需は、輸出の増加を背景とした企業の設備投資が鍵を握るため、海外要因による不確実性に対して脆弱な状況は変わっていない。これまでのようにトランプ大統領による米国通商政策の先行き不透明感、足元で高まる北朝鮮情勢等地政学的リスク、中国やアジア景気減速による下振れリスクには注意を要する。

### 1. 1～3月期実質GDP成長率

日本の2017年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.2%と5四半期連続でプラス成長を維持(図表1)。今回の実質GDP成長率は+2.2%の内+1.5%ポイントが内需で押し上げられており、従来の輸出主導の状況から内需も経済を牽引する姿へ変わったといえる。内需の中でも特に個人消費が好調で、前期比年率+1.4%と前期から伸びが回復している。その他の項目をみても、住宅投資が前期比年率+3.0%と伸びを強め、設備投資は伸びが減速したもののプラスを維持、公的需要もマイナスから反転してプラス成長となった。輸出が前期比年率+8.9%と引き続き好調な伸びを示し、引き続き日本の景気を下支えしており、内外需とも総じて好調な伸びで景気回復が明確に確認出来る結果となった。

図表1 実質GDP成長率

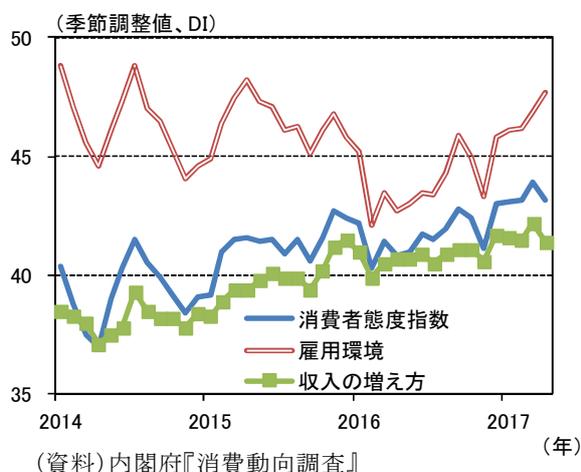
	2016				2017
	I	II	III	IV	I
実質GDP	+ 2.6	+ 1.7	+ 1.0	+ 1.4	+ 2.2
個人消費	+ 1.3	+ 0.7	+ 1.4	+ 0.2	+ 1.4
住宅投資	+ 4.6	+ 13.1	+ 11.3	+ 1.4	+ 3.0
設備投資	+ 0.2	+ 5.2	▲ 0.9	+ 7.6	+ 0.9
公的需要	+ 4.6	▲ 3.2	▲ 0.4	▲ 2.1	+ 0.4
輸出	+ 2.1	▲ 5.6	+ 8.0	+ 14.1	+ 8.9
輸入	▲ 7.7	▲ 4.4	▲ 0.9	+ 5.3	+ 5.5
寄与度	(前期比年率、%ポイント)				
内需	+ 0.7	+ 1.9	▲ 0.5	▲ 0.1	+ 1.5
個人消費	+ 0.7	+ 0.4	+ 0.8	+ 0.1	+ 0.8
その他	+ 0.0	+ 1.5	▲ 1.3	▲ 0.2	+ 0.7
外需	+ 1.8	▲ 0.2	+ 1.5	+ 1.5	+ 0.6

(資料)内閣府『国民経済計算』

## 2. 個人消費・雇用環境・所得の先行き

今回内需を牽引したのは実質個人消費である。2016年第4四半期は前期比年率+0.1%と停滞していたが、今期は同+1.4%と回復した。この回復の主因とみられるのは、消費者マインドの改善である。2016年末の生鮮食品の高騰で消費者のマインドは落込み、これが2016年第4四半期の実質個人消費の押し下げ圧力となっていた(図表2)。足元では消費者物価も横ばいの動きで落ち着きを見せ、2017年の年明け以降、消費者態度指数も改善基調を取り戻した。足元で一人当たり名目雇用者報酬が弱含んだ中であっても、これまで低下し続けてきた平均消費性向が持ち直しの動きを見せ始めたことから、消費者マインドの改善が消費を下支えしていることが窺える(図表3)。

図表2 消費者態度指数



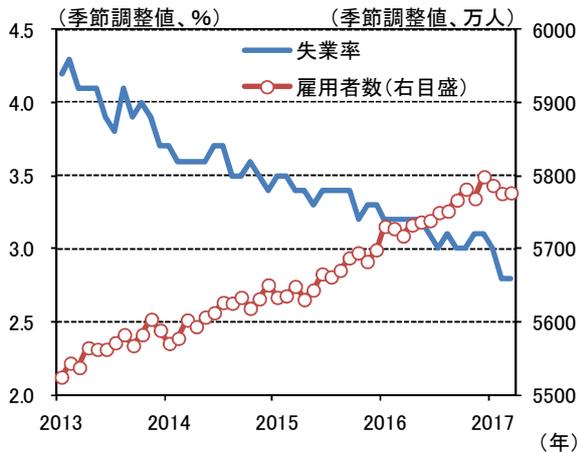
図表3 平均消費性向と雇用者報酬の推移



では消費者マインドの改善は持続的なものであろうか。そこで雇用環境に目を向けると、足元では失業率の2%台後半への低下、雇用者数の増加トレンドが維持されていることにみられるように、労働需給の引き締めは継続している(次頁図表4)。先行きについても日銀短観の雇用人員判断DIにおける不足感が続き、労働需給が緩む兆しはみられない(次頁図表5)。労働市場は完全雇用には達しているとみられ、失業率は2017年度、2018年度共に2.8%と横ばいの動きになると見込まれる。こうした良好な雇用環境を背景としてマインド改善は持続する可能性が高い。

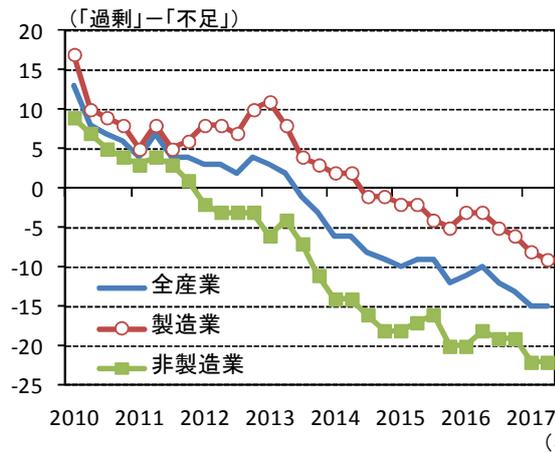
一方で、5月に連合より発表された2017年春闘の第5回回答集計結果では定昇相当込みの賃上げ率が+1.99%と2016年並になっており、労働需給の逼迫した環境の中であっても賃金は現状程度の伸びになるとみられ、所得環境を通じたマインド改善は緩やかなものにならざるを得ないであろう。雇用者数の増加で消費者全体の購買力は高まっていることから個人消費が腰折れする懸念は少ないが、消費者マインド改善への材料は力強さにかけるため大幅な高まりは望めない。実質消費は、2017年度は+0.8%、2018年度は+0.6%と1%を下回る緩やかな伸びを続けるとみる。

図表4 失業率と雇用者数の推移



(資料)総務省『労働力調査』

図表5 雇用人員判断DI



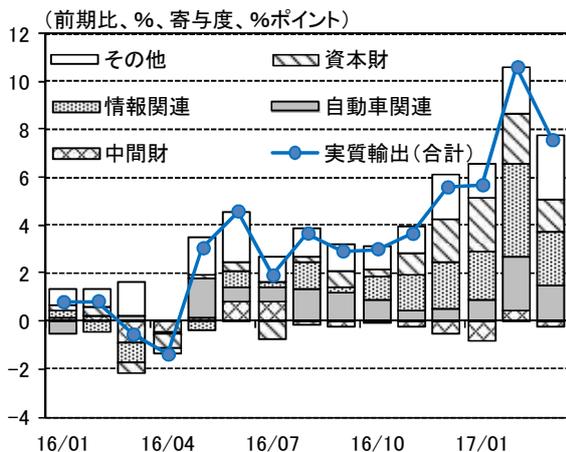
(注)最新の値は2017年第2四半期の予測値を使用。

(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

### 3. 外需の動向

輸出入の差が縮まったことで、外需の寄与度は前期比年率で+0.6%ポイントと前期から縮小したが3四期連続でプラスの寄与で日本経済を支えており、今後も底堅い動きを持続する可能性が高い。理由は輸出品目の裾野が広がってきているためである。2016年後半以降の輸出拡大の要因は、中国、アジアを中心とした景気回復とIT需要の高まりによる、自動車輸送用機器や電気機器の輸出増であった(図表6)。これに加えて2016年末から2017年1~4月にかけては、アジアへの資本財輸出が寄与度を伸ばしてきている(図表7)。今後も海外経済の盛り上がりで、外需も安定した成長が続くとみられ、輸出は2017年度は+5.8%と2016年度から伸びが加速、2018年度は減速するも+1.8%と堅調な伸びをすると予測する。

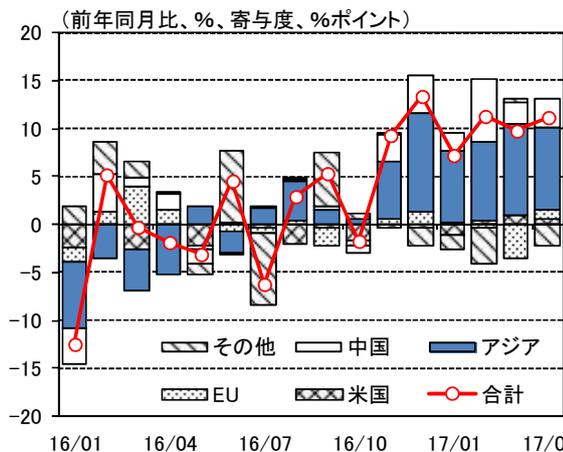
図表6 実質輸出の財別寄与度分解



(注)2016年通関輸出額に占める各財のウェイトを使用。(資料)財務省『貿易統計』、日本銀行『企業物価指数』

(資料)日本銀行『実質輸出入の動向』

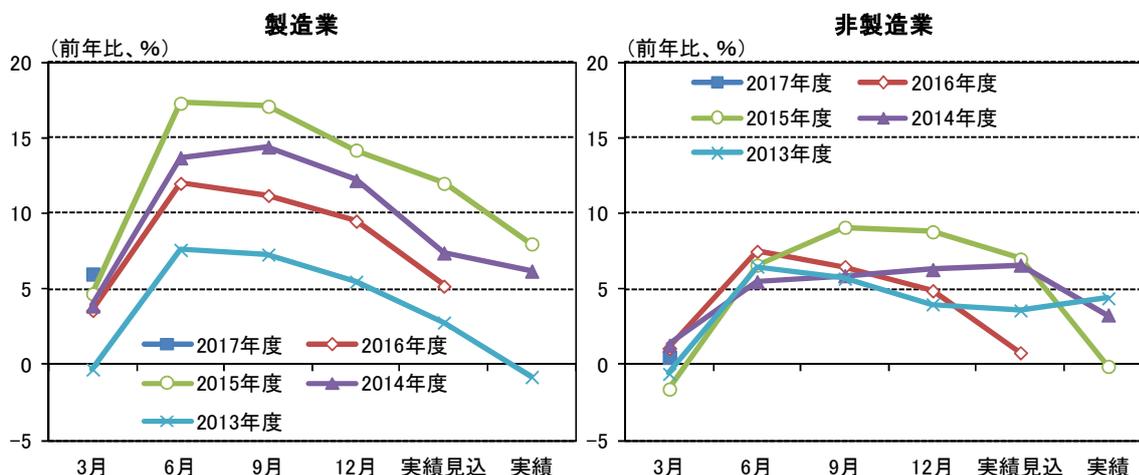
図表7 実質輸出(資本財)の輸出先別寄与度分解



#### 4. 設備投資の先行き

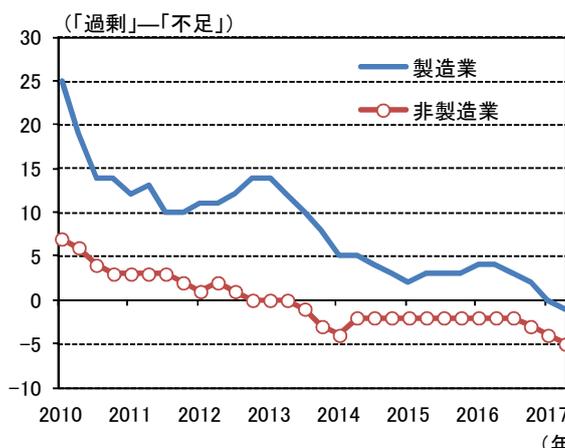
設備投資は前期比年率が+0.9%と前期の同+7.6%から減速したものの、先行きについては2017・2018年度を通じて堅調な動きをする可能性が高いとみる。根拠となるのは、上述した輸出の持続的な盛り上がりと好調な利益環境を背景として、積極的な設備投資姿勢が見え始めていることだ。日銀短観による大企業設備投資計画をみると、製造業については3月時点ではこの5年間で最も高い水準で計画を立てている(図表8)。非製造業も過年度と比較し平均的な水準からのスタートとなっており、特段の弱さは感じられない。生産・営業用設備判断DIをみても、両業種ともに設備に関しては不足感が高まり、製造業については不足超に転じていることから、今後の修正幅も過去より高い水準で落ち着く可能性が高い(図表9)。設備投資の成長は、2017年度は+2.2%、2018年度は+1.6%と何れも堅調な伸びを見込む。

図表8 大企業の設備投資計画



(注) 設備投資はソフトウェアを含み、土地投資額を除く。  
 (資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

図表9 生産・営業用設備判断DI

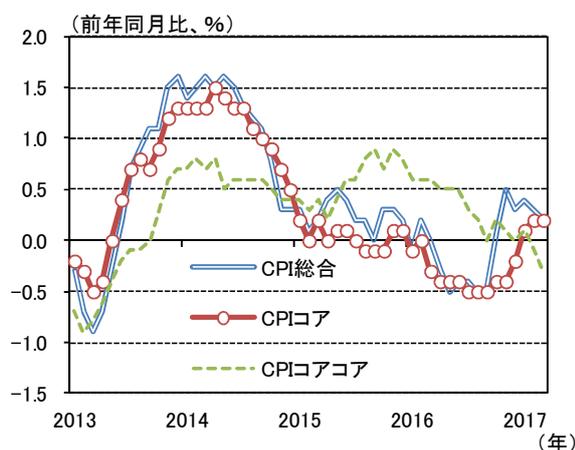


(注) 最新の値は2017年第2四半期の予測値を使用。  
 (資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

## 5. 物価と金融政策の動向

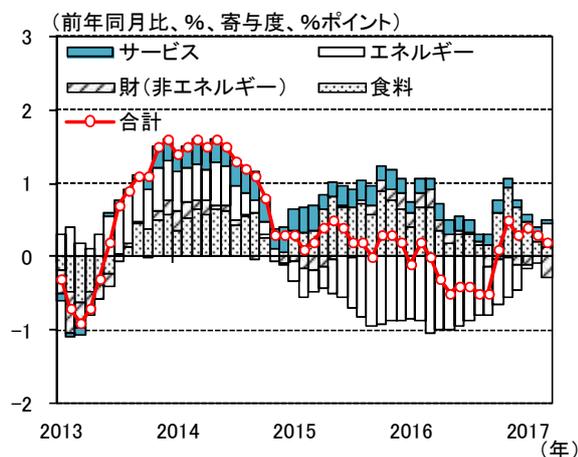
日銀は4月の展望レポートで、物価見通しを17年度は+1.5%から+1.4%に小幅に下方修正し、18年度については+1.7%のまま据え置いたが、足元の物価情勢からは依然として強気な見方と言わざるを得ない。CPIコアは2017年1月に、エネルギーの押下げ寄与が縮小したことで前年同月比+0.1%と11ヶ月ぶりにプラスに転化した。足元の3月では前年同月比+0.2%とほぼ横ばいの動きに留まっている(図表10)。この先エネルギーのプラス寄与が2017年度半ばにかけて高まっていくと見込まれるが、足元の賃金上昇は緩やかで物価を押し上げる力強さにかけるため、エネルギー以外の財やサービス物価が高まっていくことは見込み難く、長い目で見ると日銀の目標+2%にはまだかなりの距離が残っているとみられる(図表11)。10年国債利回りの誘導水準の引き上げは相応の時間を要し、早くとも2018年以降になるとの見方は変えていない。

図表10 CPIの推移



(注)消費税率引上げの影響を除く。  
(資料)総務省『消費者物価指数』

図表11 CPI総合の寄与度分解



(注)消費税率引上げの影響を除く。  
(資料)総務省『消費者物価指数』

また、日本の10年債利回りは安定しているが、5月1日は日本相互証券における10年国債(現物債)取引がなく、その他年限も極めて少額に留まった。市場の流動性の低下は、価格(金利)の振れ幅を拡大させる不安定要因になる。更に「望ましいイールドカーブに関する日銀の見解が全く不明」「10年国債利回りを引き上げる条件など緩和出口の姿が全く見えない」といった不確実性も残っているため、米国を中心に海外から国内長期金利への上昇圧力が強まって長期金利の振れ幅が拡大したり、大幅に上方シフトしたりする可能性は依然として念頭に置き続ける必要がある。

## 6. まとめとリスク

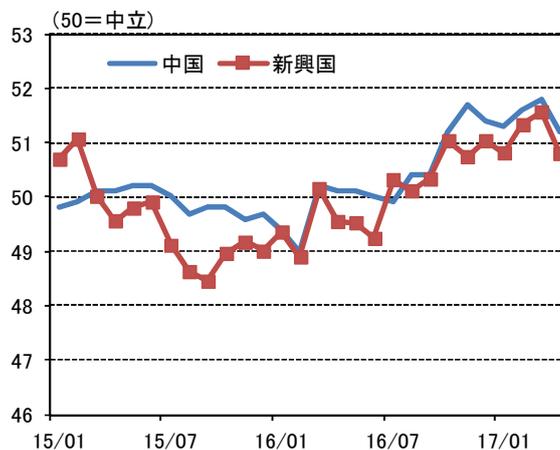
以上を総括すると、2017年度の日本経済は、2016年10月に成立した16年度2次補正予算による公共投資の経済効果もあり、外需と内需がバランス良く拡大し、実質GDP成長率は+1.4%と2016年度から加速するとみられる。2018年度は輸出の伸びが落ち着くことで成長率は減速するも

内需が堅調に推移することで+1.1%と日銀試算による潜在成長率を上回る成長は維持されよう。

但し、2017年度以降の内需は、輸出の盛り上がりを背景とした企業の設備投資が牽引することが鍵を握るため、海外要因による不確実性に対して脆弱な状況は変わっていない。トランプ大統領による米国通商政策の先行き不透明感が続き、さらに足元では北朝鮮情勢等地政学的リスクの不確実性も高まっていることから、金融市場が不安定化することで、内需の停滞に繋がる企業の投資意欲減退や消費者マインド悪化が懸念される。特に個人消費については、今後、原油価格上昇による消費者物価上昇ペースの加速で、実質賃金の低下から再び停滞するリスクを抱えており、海外要因による動揺が重なることでマイナス成長に陥ることも考えられる。

加えて、足元で中国や新興国の製造業PMIが若干弱含んでいることも日本経済の下振れリスクを高める要因となる(図表12)。現状では景気拡大を意味する50の水準を上回っているため、後退の懸念が低いとはいえ、2016年後半からの日本の輸出拡大は、中国とアジアの需要増に支えられてきたため、これらの国・地域の景気のピークアウトは大きな負のインパクトをもたらすことになる。

図表 12 中国と新興国の製造業 PMI の推移



(資料)FactSet

(経済調査チーム 加藤 秀忠:Kato\_Hidetada@smtb.jp)

## 総括表 2017・2018年度までの内外経済見通し

(作成日：2017年5月24日)

	2017年度		2018年度		2017上	2017下	2018上	2018下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2010年基準>								
国内総支出	530.6	1.4	536.2	1.1	0.7	0.5	0.5	0.6
					1.5	1.2	1.0	1.1
民間最終消費	299.3	0.8	301.3	0.6	0.5	0.3	0.4	0.3
					0.8	0.7	0.6	0.7
民間住宅投資	16.1	0.4	16.4	1.6	-0.8	0.3	1.0	1.0
					1.4	-0.6	1.5	1.8
民間設備投資	83.2	2.2	84.5	1.6	0.8	1.0	0.9	0.6
					2.6	1.8	1.7	1.5
民間在庫品増加(実額)	0.2	寄与度 -0.1	0.3	寄与度 0.0	0.3	0.3	0.3	0.4
政府最終消費	106.8	0.8	108.1	1.2	0.4	0.4	0.6	0.8
					0.7	0.9	1.0	1.4
公的固定資本形成	25.5	3.2	26.3	3.0	3.0	3.0	1.2	0.8
					-0.1	5.7	4.7	1.6
財貨・サービス輸出	90.2	5.8	91.9	1.8	2.5	1.1	0.7	1.2
					8.0	3.7	1.7	1.9
財貨・サービス輸入	91.2	3.1	92.6	1.5	1.7	0.9	0.7	0.8
					3.5	2.6	1.5	1.5
内需寄与度	0.9	民需 0.6	1.0	民需 0.6				
外需寄与度	0.5	公需 0.3	0.1	公需 0.4				
<名目>								
国内総支出	546.3	1.5	554.7	1.5	0.8	1.0	0.5	1.2
					1.2	1.9	1.4	1.7
GDPデフレーター	103.0	0.2	103.5	0.5	-0.3	0.7	0.4	0.5
企業物価 *(10年=100)	98.2	1.5	99.3	1.1	1.5	1.6	1.1	1.1
輸出物価 *(10年=100)	94.7	3.9	95.4	0.8	5.5	2.4	0.9	0.7
輸入物価 *(10年=100)	92.6	8.3	96.2	4.0	9.7	7.1	4.5	3.5
消費者物価 *(15年=100)	100.3	0.5	101.2	0.9	0.4	0.6	0.8	1.0
鉱工業生産 *(10年=100)	102.0	3.5	103.0	1.0	4.8	2.2	0.4	1.5
失業率 (%)	2.8	0.0	2.8	0.0	2.8	2.8	2.8	2.8
雇用者数 *(万人)	5,831	0.8	5,877	0.8	1.4	1.0	0.7	0.9
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.7	-	0.6	-	0.7	0.7	0.6	0.7
新設住宅着工戸数(万戸)	97.2	-0.3	97.8	0.7	98.0	95.9	98.1	97.0
貿易収支(10億円)	7,066	-	5,125	-	4,310	2,756	3,310	1,815
輸出 *(10億円)	79,877	13.8	81,807	2.4	18.2	9.8	2.5	2.4
輸入 *(10億円)	72,811	11.8	76,683	5.3	15.5	8.6	5.6	5.0
第一次所得収支(10億円)	19,851	-	20,698	-	9,914	9,936	10,347	10,351
経常収支(10億円)	24,910	-	23,992	-	12,907	12,003	12,389	11,603
マネーサプライ *(M2,兆円)	979.5	3.3	1010.9	3.2	3.3	3.3	3.2	3.2
ドル/円レート(円、期中平均)	112.7	-	114.0	-	112.3	113.1	113.7	114.3
輸入原油価格(ドル/バレル)	57.6	-	61.4	-	56.9	58.4	60.4	62.4
米国実質GDP(10億ドル)	16,991	2.0	17,382	2.3	1.5	2.3	2.3	2.3

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

\*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

	4-6	7-9	10-12	2018/1-3	4-6	7-9	10-12	2019/1-3
コールレート(無担保・翌日)	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	0.05	0.02	0.03	0.09	0.15	0.16	0.16	0.17
ドル/円レート	112.0	112.7	113.0	113.3	113.6	113.9	114.2	114.5

(期間平均値)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

# 米国・家計部門の債務における二極化について

## ＜要旨＞

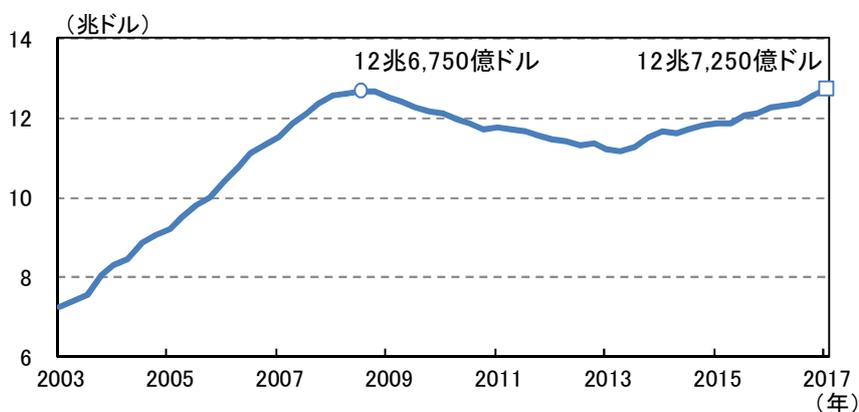
米国・家計部門の債務残高が、リーマン・ショック時の水準を上回った。連邦準備制度理事会による金融政策の正常化へ向けた動きが加速しており、金利上昇に伴い家計の債務負担率も高まると考えられる。尤も、リーマン・ショック時と比較すると、堅調な経済成長を背景とした純資産や可処分所得の増加、利上げを考慮しても金利水準は低いことなどから、利上げによる債務負担の増加が家計の消費行動や景気動向へ大きな影響を与える可能性は限定的なものに留まると考えられる。

その一方で、債務残高の構成をみると、依然として住宅ローンが大部分を占めるものの、自動車ローン、学生ローンの増加が顕著である。これらについては、家計部門の債務残高全体に占める割合はまだ小さいものの、足許で、延滞率の上昇等がみられており、自動車販売等に影響を与える可能性については一定の注意が必要と考えられる。

## 1. リーマン・ショック時を越えた米国・家計部門の債務残高

NY 連銀の公表資料によれば、2017年第1四半期末の米国・家計部門の債務残高は、これまでの既往ピークであった2008年第3四半期の12兆6,750億ドルを上回り、12兆7,250億ドルに達した(図表1)。

図表1 米国家計の債務残高



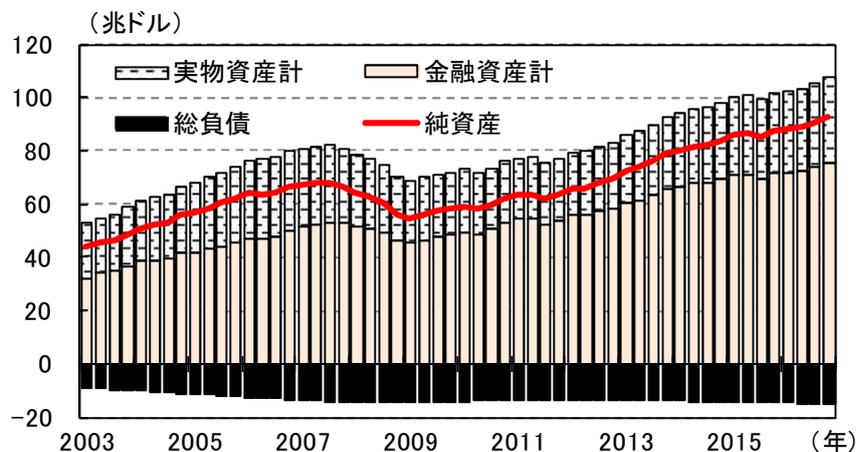
(資料)NY 連銀

先般の金融危機の直前には家計部門の債務残高が急速に増加し、リーマン・ショックの発生により事後的には家計部門が過剰債務に陥っていたことが露呈したことから、足許で再びその際の水準にまで債務残高が増加していることに警戒感を抱く向きがある。尤も、債務残高が適正なものであるかどうかを評価するにあたっては、水準そのものだけでなく、資産や純資産、所得水準といった他の経済指標も考慮した上で判断する必要がある。本稿では、こうした点を念頭に、今後の金利上昇を展望して、家計部門の債務負担がどの程度高まるのか、どのような点に注意すべきかということを検証する。

金融危機以降の米国経済については、一時はマイナス成長に陥ったものの、その後は連邦準備制度理事会(FRB)による積極的な金融緩和策もあり、堅調な経済成長を遂げている。家計部

門は、住宅価格や株価の上昇を背景に、実物資産・金融資産双方が増加傾向にあり、リーマン・ショック前のピーク時には57兆ドル程度であった純資産も、足許では、92兆ドル程度にまで増加しており、債務残高が増加する中で家計のバランス・シートは改善している(図表2)。

図表2 家計のバランス・シートの推移



(資料)FRB

また、所得対比の元利払い比率(=元利払い/可処分所得)の推移でも金融危機発生前後のピークを境に低下に転じており、足許でも横這いで推移していることが分かる(図表3)。

図表3 元利払いの対可処分所得比率



(資料)米国商務省、FRB

## 2. 政策金利の引上げに伴う元利払い負担への影響

米国の金融政策については、10年近く続いた超低金利政策の継続という危機モードから脱して、次の段階に向けた動きが始まっている。本年3月の連邦公開市場委員会(FOMC)では、2015年12月以降で3回目となる利上げが決定されたが、1回目から2回目の利上げには1年を要したのに対し、今回は前回から僅か3か月間での利上げとなった。また、その後公表された議事要旨で明らかになったように、多くのFOMC参加者が、今年終盤にバランス・シートの縮小を開始することが適切であるという意見を表面するなど、金融政策の「正常化」に向けた動きが加速している。金利上昇による債務負担の増加が、消費活動を中心とした家計の経済行動に大きな影響を与えるかどうかを検証することは、金融政策の行方を占う上でも、1つの重要な論点になるものと考え

られる。

本稿では、FRBの利上げ(及び長期金利の上昇)に伴い、家計部門の元利払い負担がどの程度増加するのか、簡単なシミュレーションを行った(シミュレーションの詳細は、補論参照)。

シミュレーションの前提となる各変数の推移については、フェデラル・ファンド金利がFOMC参加者の中長期的な見通しに合わせて2019年末に3%、長期金利はフェデラル・ファンド金利の上昇と合わせ2019年末に3.5%へ上昇するものとする。また、債務残高及び可処分所得については、過去2年間の平均的な伸び率を維持すると仮定して、それぞれ、年率3.1%、3.7%で増加していくものとする。図表4は、こうした仮定の下での、元利払いの対可処分所得比率(=元利払いの総額/可処分所得)のシミュレーション結果を示したものである。利上げ及び長期金利の上昇により、元利払いの対可処分所得比率も2019年後半には10%後半まで高まるものの、リーマン・ショック前後と比較すると、ピークの水準は低いものに留まる。

この要因として、想定するフェデラル・ファンド金利及び長期金利の水準がリーマン・ショック前後の水準よりも低いこと(当時は、フェデラル・ファンド金利が2006年6月～2007年9月まで5.25%、長期金利も4%前後の水準で推移していた)、また、可処分所得の伸び率(年率5～6%)に対して債務残高の伸び率(年率10%超)が大きかったことが挙げられる。現在の米国経済に目を転じると、良好な雇用環境に支えられた可処分所得の堅調な伸びが続いており、金利上昇に伴う債務負担の増加も限定的であると考えられる。

図表4 元利払いの対可処分所得比率の推移

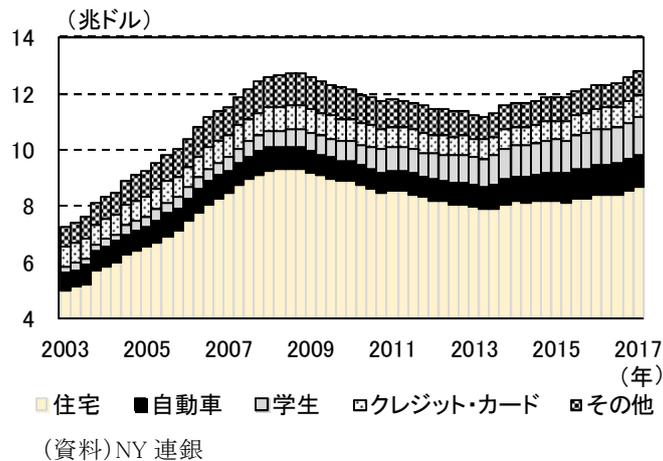


(資料)米国商務省、FRBを基に、三井住友信託銀行調査部作成

### 3. その他の消費者ローン

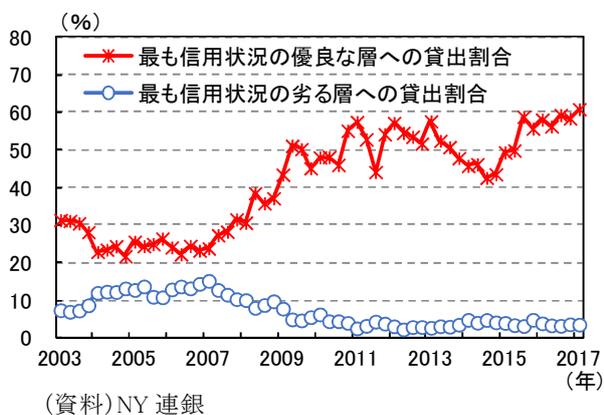
上記のように、家計部門の債務は全体として大きな問題はないように思われるが、改めて家計部門の債務の構成を個別に確認すると、住宅ローンは、依然として大部分を占めているものの、足許の残高はリーマン・ショック時のピークにまで達していない。その一方で、自動車ローン、学生ローンは増加し続けている(次頁図表5)。

図表5 家計部門債務の構成

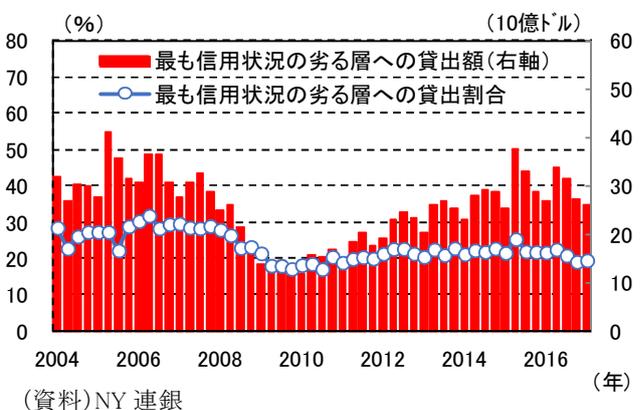


借り手の信用状況を見ると、住宅ローンについては、最も信用状況の劣る層への貸出が2007年に高まったが、リーマン・ショック以降は、金融規制強化の流れもあって、同層への貸出が目立って減少した。足許については、逆に、優良な借り手の割合が非常に高くなっている(図表6)。他方、自動車ローンについては、最も信用状況の劣る層への新規貸出は、自動車ローン全体に占める割合こそ足許で低下しつつあるものの、リーマン・ショックを受けて一時減少した後、再び増加傾向に転じ、2015～2016年にはリーマン・ショック前の水準に匹敵する水準にまで拡大している(図表7)。

図表6 住宅ローンの新規貸出と借り手の信用状況



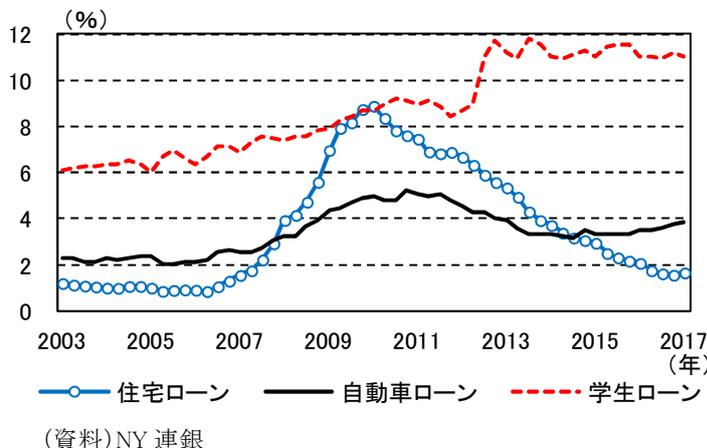
図表7 自動車ローンの新規貸出と借り手の信用状況



こうした最も信用状況の劣る層への貸出増加は、足許での延滞率の上昇という形で、その悪影響が顕現化している(次頁図表8)。また、学生ローンでは、2012年第3四半期に急激に延滞率が上昇し、その後も高止まりしている。NY連銀の分析によれば、この要因として、新たな所得連動返還方式<sup>1)</sup>の普及による影響が指摘されている。

<sup>1)</sup> 貸出の初期には返済負担は小さいものの、期を経るにしたがって、徐々に返済負担が増加し、(定額返還方式と比較して)総返済額は大幅に増加する返済プログラム。

図表8 ローン別の延滞率の状況



自動車ローンや学生ローンは、住宅ローンと比較すると、その残高の規模はまだまだ圧倒的に小さく、足許で延滞率の上昇がみられているものの、金融危機時にみられたような他の貸出に対する信用不安に繋がる可能性は低いと思われる。ただし、双方のローンは残高が増加傾向にあることから、延滞率の動向が、今後の自動車販売や、(NY 連銀のダドリー総裁も指摘するように<sup>2</sup>) 学生ローンの返済負担が就職後も重く押し掛かり、将来の住宅販売等に影響を与える可能性には一定の注意が必要である。

#### 4. まとめと今後の留意点

米国・家計部門の債務残高が、これまでの既往ピークを越えたことが話題になっている。FRB が金融政策の正常化への動きを加速させている中、利上げに伴い債務に対する返済負担が高まるが、本稿のシミュレーションによれば、現在のところ、利上げが米国の家計部門に与える影響は限定的なものとなる可能性が高い。もちろん、本稿で行ったシミュレーションは一定の前提に基づいたものであるものの、非農業部門雇用者数の増加や失業率の低下にみられるように、労働市場が堅調であり、所得環境が良好であれば、債務負担増加への耐性は相応にあるものと考えられる。

また、そうした全体的な評価とは別に、個別にみると、自動車ローンや学生ローンでは、足許、延滞率の高まりがみられる。債務全体に占める割合はまだ小さいものの、その動向如何によっては家計の消費行動を通じて実体経済にも影響を与える可能性も否定できないため、一定の注意が必要である。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe\_Kiyoshi@smtb.jp)

<sup>2</sup> 4月3日に行われたダドリー総裁のスピーチ参照。NY 連銀の最近の分析を引用し、就学時に借り入れた学生ローンの金額の多寡により、その後の自家所有率に有意な差異が生じていることに言及している。

## ※ 補論:シミュレーションの概要

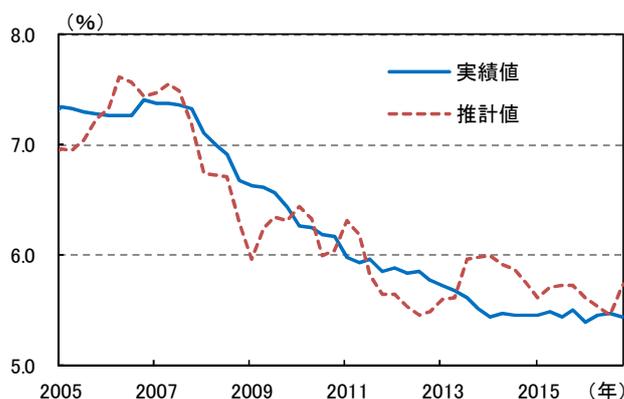
この補論では、シミュレーションの概要を説明する。

まず、米国商務省及びFRBの統計データを用いて、(元本払いを除く)利払い金のみの計数を算出することが出来る。この計数を債務残高で除すことにより、概念上、借入れに対する実効金利に相当するものを求めることが出来る(以下、便宜的に、この計数を「借入実効金利」と記す)。ここでは、こうして得られた借入実効金利に対して、フェデラル・ファンド金利及び長期金利(米国債10年物金利)を説明変数とする簡単な回帰分析を行い、それぞれの変数に関する回帰係数を導出する(図表9、図表10)。シミュレーションにあたっては、こうして導出された回帰係数は不変であるものとし、先行きのフェデラル・ファンド金利及び長期金利の変動に連動し、借入実効金利も変動するものと仮定する。

(推計式)

$$\text{借入実効金利} = \text{定数項} + \alpha * \text{フェデラル・ファンド金利} + \beta * \text{長期金利}$$

図表9 借入実効金利と推計値の推移



(資料)三井住友信託銀行調査部作成

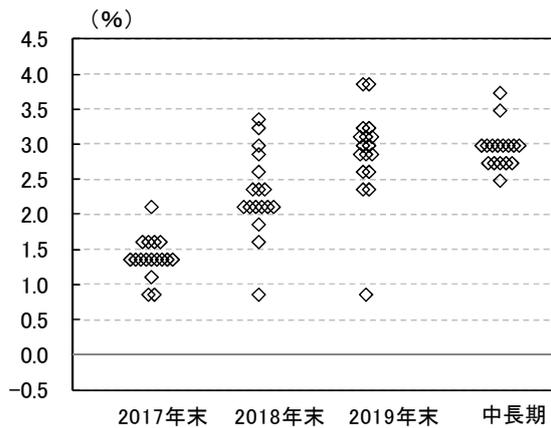
図表10 推計結果

定数項	4.652 **
	(24.3366)
$\alpha$	0.115 **
	(2.6326)
$\beta$	0.4735 **
	(6.1686)

(注)カッコ内の数字はt値、\*\*は5%有意水準で有意であることを表す。

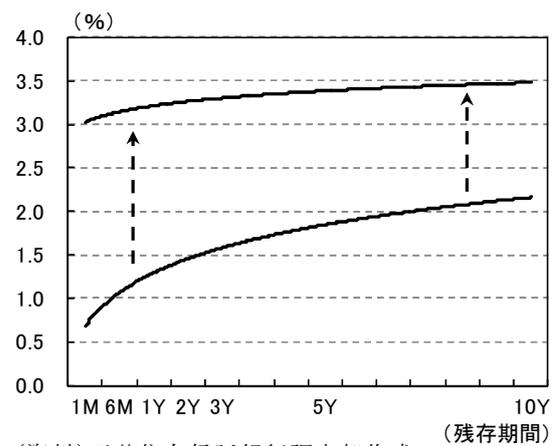
フェデラル・ファンド金利の先行きについては、FOMC参加者の中長期的な見通し(中央値)に準じて、毎年0.25%の利上げが3回ずつ実施され、2019年末までに3%の水準まで引上げられるものとする(シミュレーションの都合上、四半年毎に0.1875%ずつ単調に上昇していく経路を想定する。次頁図表11)。長期金利については、フェデラル・ファンド金利の引上げと平行に上昇するものと仮定し、2019年末までに3.5%の水準まで上昇するものとする(この間の動きについては、フェデラル・ファンド金利同様、足許の水準(2.2%程度)からスタートし、2019年末で3.5%となるよう、四半期毎に同じ上昇幅で単調に増加するものとする。次頁図表12)。なお、フェデラル・ファンド金利及び長期金利は、2020年以降は横這いで推移するものとする。

図表 11 FOMC 参加者の政策金利予想



(資料)FRB

図表 12 イールドカーブの変化



(資料)三井住友信託銀行調査部作成

改めて、元利払いについて整理すると、以下のようになる。

元利払いの総額

$$= \text{【元本払い分】} + \text{【利払い分】}$$

$$= (\text{元本払い} / \text{債務残高}) \times \text{債務残高} + \text{借入実効金利の予測値} \times \text{債務残高}$$

なお、「元本払い／債務残高」については、概ね安定的に推移していることから、過去2年間の実績を基にシミュレーションでも5.9%で一定で推移するものとしている。最後に、債務残高・可処分所得については、これらも過去2年間の実績に基づき、それぞれ、年率3.1%、3.7%で継続的に増加していくものとする。

シミュレーションでは、以上のような仮定の下で、フェデラル・ファンド金利等の上昇に合わせ、

・元利払いの総額／可処分所得

がどのように変動するかを分析している。

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。