

2020. 5 No.97

三井住友信託銀行

調査月報



時論

コロナショック発グローバル金融危機を探る視点……………1

経済の動き

コロナ禍による資金流出に喘ぐ新興国……………3

低所得層の債務負担高まる米国家計

～残高シェアは「小さい」が、世帯数の4割を占め政治的には「小さくない」～……………10

時論

コロナショック発グローバル金融危機を探る視点

今さら言うまでもないが、新型コロナウイルスが世界で猛威を振るい、世界経済は大恐慌以来という深刻な悪化に直面している。今後、金融市場にはどのような悪影響が現れるのだろうか。リーマンショックのようなグローバル規模の信用収縮が発生するのだろうか。もしそうだと、世界経済の落ち込む深度は計り知れないものとなる。

「バブルもバブル崩壊も毎回違った顔でやって来る」と言われるように、グローバル金融危機の姿・時期・規模は予見できるものではない。とは言え、「歴史は繰り返す」ものであり、我々は「歴史から学ぶ」しかない。以下、リーマンショックの経験からグローバル金融危機の芽を探る視点を考えてみよう。

リーマンショックは、米国のシャドーバンキング部門(米国政府と FRB の規制や支援が及ばない(当時の)投資銀行・ヘッジファンド・SIV・ABCPコンデュイット等のノンバンク)における取り付けの連鎖が起点となり、大手商業銀行が巻き込まれていった。

2007 年、住宅価格の下落と住宅ローンの延滞増加を機に MBS の大量格下げが発生し、MBS を保有する SIV や ABCP コンデュイット等の資金調達源である ABCP 市場では発行・借り換えが困難化した(ABCP 市場における取り付け)。2008 年に入ると、MMF や投資家はレポ取引の相手方であるヘッジファンドや投資銀行に対する警戒感も強め、借り換え時には担保条件の厳格化を求め、資金を引き揚げ始めた(レポ市場における取り付け)。

手元流動性が枯渇したヘッジファンドや投資銀行は、セキュリティレンディング(現金と証券の貸借)の取引相手である年金基金や保険会社に対し、担保として差し入れていた現金の返還に走り(現金担保の取り付け)、MMF に対しても償還請求圧力を強めた(MMF の取り付け)。

大手商業銀行は傘下の SIV や ABCP コンデュイットの流動性補完融資を迫られたため、彼らの劣化した資産がオンバランスされ、巨額の貸倒損失を計上した。また、欧州の銀行は米国の MMF やレポを通じてドル資金を調達しつつ、米国の MBS や CDO に投資していたため、ドル調達難と保有資産劣化のダブルパンチに見舞われ、グローバル規模の金融危機へ広がっていった。

こうした経緯から浮かび上がるのは、取り付けの連鎖の大きな要因となったのは、①多種多様なプレーヤーが証券化技術を駆使するプロ間市場に「密集」し、②資金源を市場からの短期調達に依存し、米国政府と FRB の監視・支援が十分届かない「密閉」空間において、③資金・債権・証券化商品等が錯綜する「密接」場面を作り出し、④「重層」かつ「一方向」の信用供与構造を有する—という米国シャドーバンキング部門特有の構造である。

こうした「3密・重層・一方向」構造は、いずれかで信用供与と縮減の動きが出ると、手元流動性不足の domino 倒しと資産価値劣化により、急速かつ大規模な取り付けの連鎖を誘発するという、構造的かつ致命的な弱点を有する。

リーマンショックの後、欧州信用不安(2010 年)、バーナンキショック(2013 年)、チャイナショック(2015 年)といった欧州・新興国・中国発の金融ショックが起こった。当事者は大変な目にあったが、米国ほどの

「3密・重層・一方向」構造がなかったためか、いずれもグローバル金融危機にはつながらなかった。

さらにこの 10 年余の間、国際的な金融監督・規制はかなり強化され、米国をはじめ先進国の銀行部門の頑健度は高まった。

こうしたことから、コロナショック発のグローバル金融危機の芽を見極める視点としては、①米国の金融システムの中枢が大きく傷まない限りは、グローバル規模の金融危機は発生しない、②米国政府と FRB の監督・支援下にある米国銀行部門が起点となって、米国の金融システムが大きく動揺する可能性は低い、③よってリーマンショックと同様に、米国のシャドーバンキング部門はグローバル金融危機を誘発する有力な震源地候補である—と考えたい。

では、今日の米国のシャドーバンキング部門は、取り付けの連鎖を誘発する「3密・重層・一方向」をどの程度残しているのだろうか。

シャドーバンキング部門の主な構成主体(投資銀行、MMF、レポ、CP 等)の直近の資産残高合計を見ると、リーマンショック直前のピーク時(2006～2007 年)の9割弱に止まっている。証券化の活況度合いの目安となる ABS 発行機関(Issuers of asset-backed securities)では同3割弱まで落ち込み、セキュリティレンディングの活況度合いの目安となる証券担保預り金(Securities loaned)も同6割弱に止まる。

また、投資銀行は大手商業銀行への統合や銀行持株会社への移行により、政府・FRB の目が届くようになった。さらに、MMF(変動 NAV の容認等)やレポ取引(クリアリングバンクの日中信用供与への過度な依存の軽減等)においては取り付けを防止する観点から改革が進められ、足元では FRB は MMF への緊急資金供給を行っている。

こうしたことから、米国シャドーバンキング部門における「3密・重層・一方向」の度合いはリーマンショック直前よりも低いレベルにあり、取り付けの連鎖の芽も摘む手も早めに打たれていると見てよいだろう。

むろん、これを以てグローバル金融危機発生蓋然性が限定的であるとはとても言えない。“シャドー”であるだけに、データで把握できない領域に「3密・重層・一方向」が形成されているかも知れない。

また今回は、リーマンショック時にはない懸念材料もある。

米国の対外資産(対外直接投資等)、海外部門の対米資産(対米直接投資、米国の国債・株式・投信等の保有)は、ともにリーマンショック前の水準を大きく上回っており、金融取引のグローバル化は一段と進展している。

そこに、この急速な世界同時大不況と金融市場総崩れである。米国・海外部門双方の資産の大きな傷みはどのような行動を誘発するのか。「フラジャイル(fragile:脆弱な)〇〇」という弱い者探しの連鎖が起こるのだろうか。

さらに、リーマンショック前に比して、いずれの先進国も財政の健全度・余裕度は大きく損なわれている。そこに、やむを得ないとは言え、青天井の財政支出拡大である。やがて明らかになる空前の財政悪化は、金融市場との間で「危機のフィードバックループ」を引き起こすのだろうか。

私見ではこれを最も懸念している。新型コロナウイルスの感染拡大が終息した後に、金融業界・金融市場は極めて大きな困難に直面するのではないかと。

(専門理事 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。

コロナ禍による資金流出に喘ぐ新興国

＜要旨＞

2月以降、新型コロナウイルスの世界的大流行で、ドル資金への需要急増、リスク資産から安全資産への資金逃避が生じる中、新興国からは記録的な資金流出が進行した。経済成長力や対外ポジション、当局の対応能力などの面で、過去から脆弱性を抱え続けるブラジル、南アフリカ、インド、インドネシアに加えて、ファンダメンタルズ面では相対的に優位にある台湾、タイ、韓国も、輸出依存度の高さから急激な資金流出に見舞われたことは、今回のショックの大きさを物語っている。

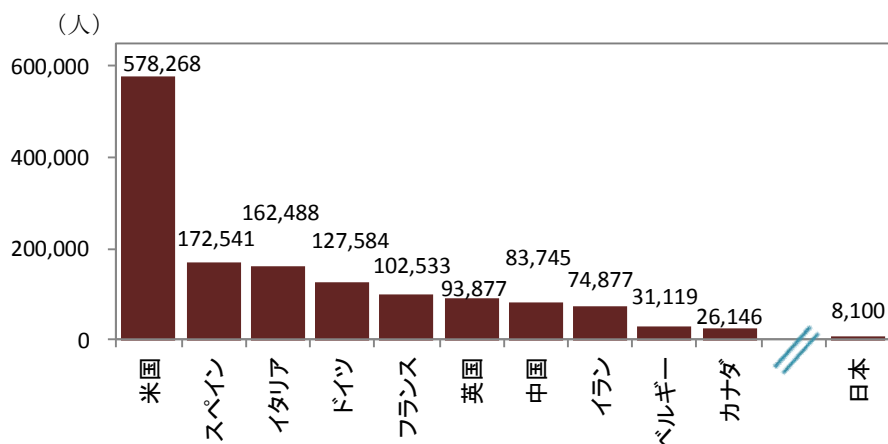
4月以降、新興国からの資金流出や通貨下落は一旦ペースダウンしているが、多くの新興国ではこれから感染拡大が本格化する可能性が高いこと、現在金融市場が予想している以上に輸出をはじめとする新興国の経済統計が悪化する虞があること、そしてやや長い目で見ると新興国の財政悪化も避け難い、といった悪材料がある。これらを踏まえると、この先再び新興国からの資金流出が加速する可能性は高いと考えられる。

1. 新型コロナウイルスの世界的大流行でコロナショックが発生

新型コロナウイルスは、2019年12月に中国湖北省で感染が確認され、中国全土に急速に広がった。中国当局は感染拡大を抑え込むため、全土で封鎖・半封鎖的な措置を導入した。その結果、足元は新規の感染確認者数が減少し、生活や生産活動の正常化が慎重に進められている。

その一方で、新型コロナウイルスの感染は世界に飛び火し、2月後半からは米国やイタリアをはじめとする欧米先進国での感染者が急増し、3月11日にWHOは「パンデミック(世界的大流行)」を宣言した(図表1)。イタリア、スペイン、米国など感染者の急増に苦しむ国々は、3月以降、ロックダウン(都市封鎖や移動制限)などの強力措置に相次ぎ踏み切った。

図表1 新型コロナウイルスの感染確認者数の上位国(4月15日時点)

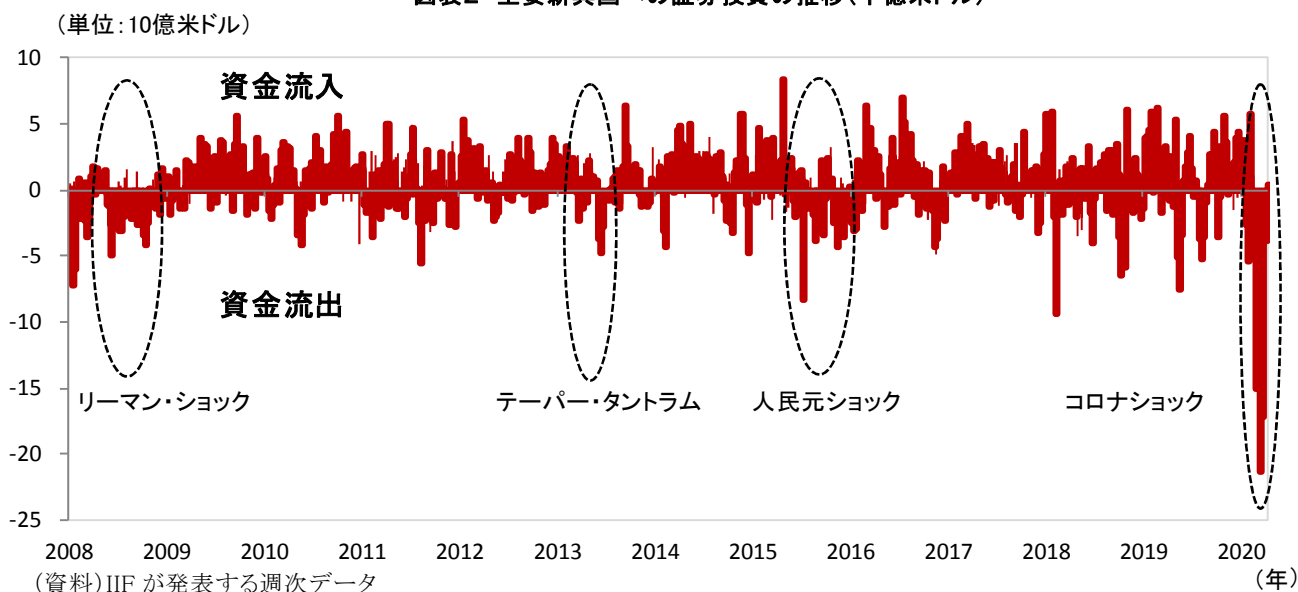


(資料)WHO 発表データ

先進国を中心とするウイルス感染拡大と当局のロックダウン措置により、グローバル景気の悪化が不可避になったことで、金融市場ではいわゆる「コロナショック」が発生した。S&P500 指数などグローバル株式が連鎖的に急落したほか、「恐怖指数」と呼ばれる VIX 指数(S&P500 を対象とするオプション取引の値動きに基づき算出)は3月18日に85ポイントを超える水準に急騰し、リーマン・ショック時に記録した最高水準を上回った。

そして国際金融協会(IIF)が発表する主要新興国・地域の週間証券投資の推移によると、2020年2月より、新興国から急激な資金流出が発生。とりわけ、WHO がパンデミックを宣言した3月第2週において、記録的な資金流出が確認できる(図表2)。その規模はリーマン・ショック時や、2013年に米FRBが大規模資産購入策の縮小を示唆したテーパー・タントラム、そして2015年8月に中国人民元銀行が突然の元レート切り下げを発表した、いわゆる人民元ショックの時を大きく超えた。この時点では、中国以外の新興国で感染者拡大が本格化していなかったにもかかわらず、新興国をめぐるマネーフローが急変した。

図表2 主要新興国への証券投資の推移(十億米ドル)



2. 資金流出の激しい新興国・地域

本稿では、次のⅠもしくはⅡに当てはまる基準で、IIF が報告対象とする国・地域の内、特に激しい資金流出が発生した先を抽出した。

Ⅰ. 資金流出の絶対水準

2020年2月初めから4月10日までの累計純流出額が100億ドル以上の先¹

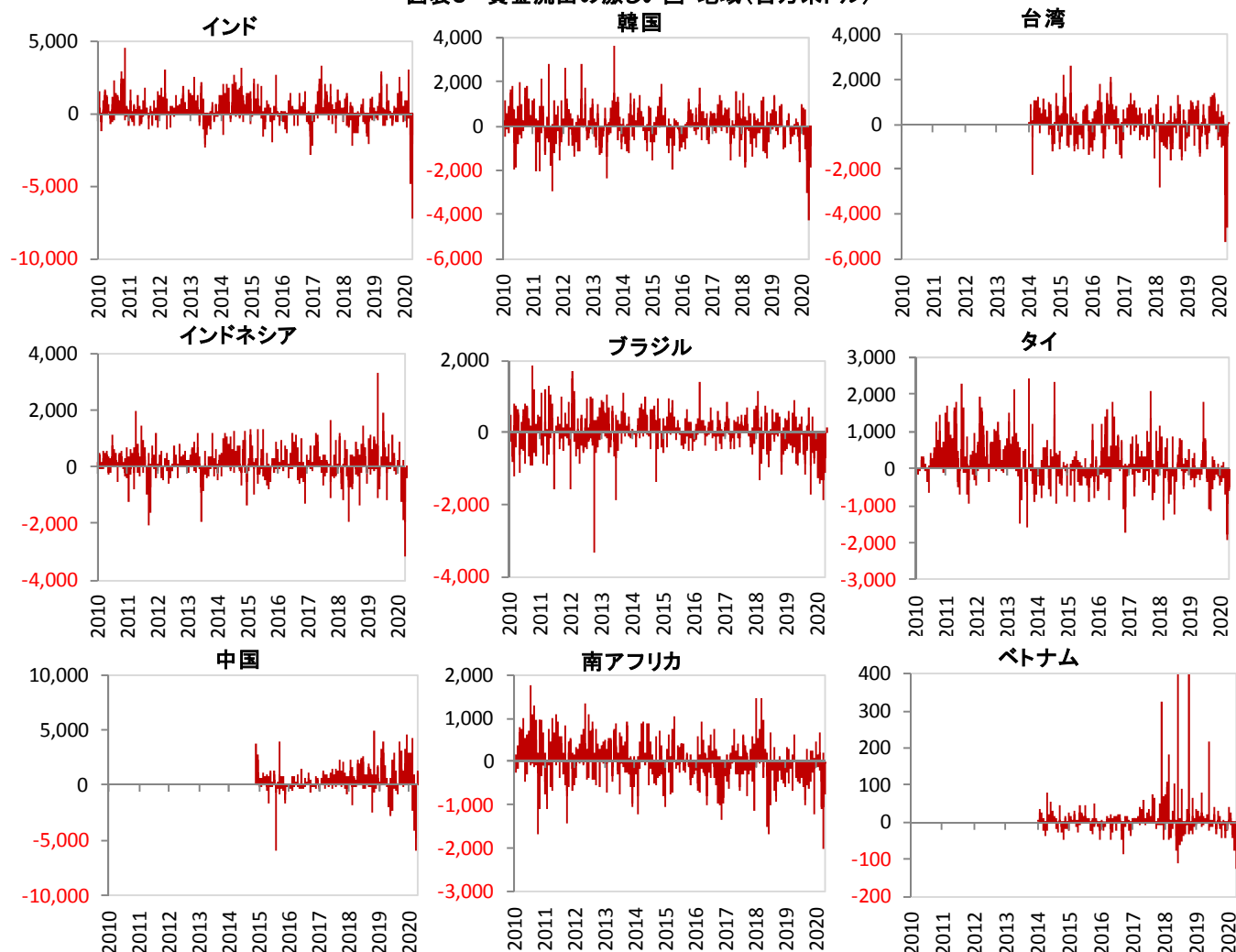
Ⅱ. 過去の実績との比較

2020年の週間最大純流出額が過去10年間(2010～2019)の実績を超える先

¹ ブラジルは累計96億ドルの流出で基準の100億に近いいため抽出対象に含めた。

今局面で特に激しい資金流出に見舞われた国として、インド、韓国、台湾、インドネシア、ブラジル、タイ、中国、南アフリカ、ベトナムが挙げられる(図表3)。

図表3 資金流出の激しい国・地域(百万米ドル)



(注) 図表の並び順は基準 I の金額が大きい順。各図表でプラス＝資金流入、マイナス＝資金流出を示す。

(資料) IIF データ

そのうち、新型コロナウイルスの震源地であった中国は3月までに急激な資金流出を経験したものの、当局の抑え込み策で感染者の増加はいち早く鈍化したことを背景に資金流出が止まり、4月に入り三週間連続で資金純流入となった。他方、中国以外の対象国・地域も資金流出のペースが鈍化したものの、依然として資金純流出の基調が続いている。

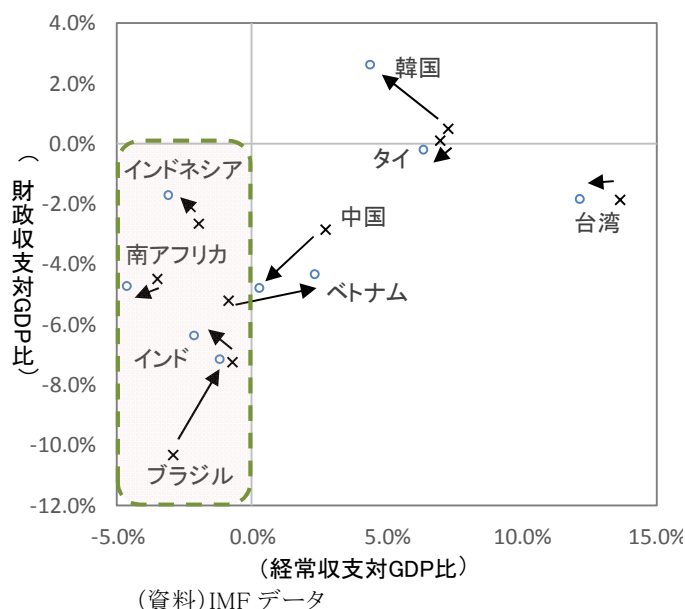
3. 対外的脆弱性を抱える国・地域からの資金逃避が発生

このような足元の資金流出の背景には、コロナショックによるリスクオフの拡がり、一部の新興国・地域が高リスク先と見なされ、海外への資金逃避に見舞われたことが考えられる。

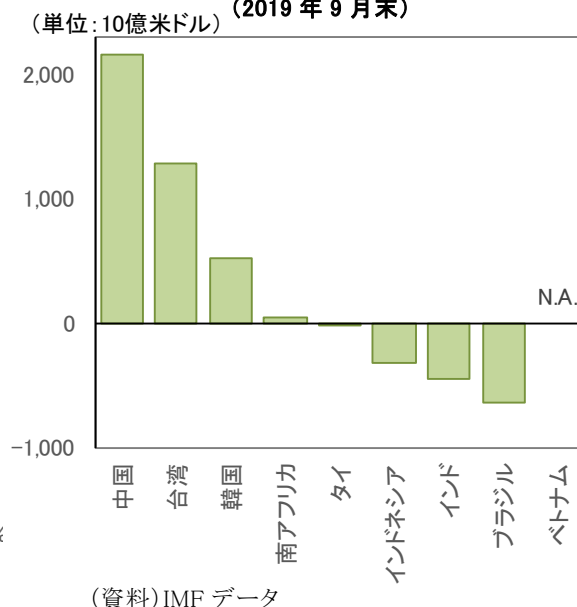
以下では、実質 GDP 成長率、経常収支対 GDP 比、財政収支対 GDP 比、対外純資産(＝対外資産－対外債務)、世界銀行によるワールドガバナンスインデックス(WGI)の政府有効性指標などを用いて、各対象国・地域の対外的脆弱性について評価する。

最初に、新興国のファンダメンタルズに関して最も言及されることが多い財政収支と経常収支の、2015年から2018年にかけての動きを図表4で確認する。これによると、ベトナムは経常収支が赤字から黒字に転じているものの財政収支は明確な赤字が続いており、ブラジル、インド、南アフリカ、インドネシアに至っては、双子の赤字から脱していない。そして、図表5の対外純資産・負債残高を見ても、インドネシア・インド・ブラジルは足元で負債超になっている。こういったマネーのフロー・ストック面双方の脆さが、金融市場の緊張が高まった時に材料視される動きは、過去に新興国からの資金流出が加速した局面と共通している。次いで、政府有効性指標を確認すると、ブラジルを筆頭に、ベトナム、インドネシアなどは低水準になっている。危機時の政府対応能力が低い点も資金流出加速の背景にあると考えられ、経済面・政治面双方での構造的な脆さが、依然として危機時に資金流出を招く要因であることが読み取れる(図表6)。

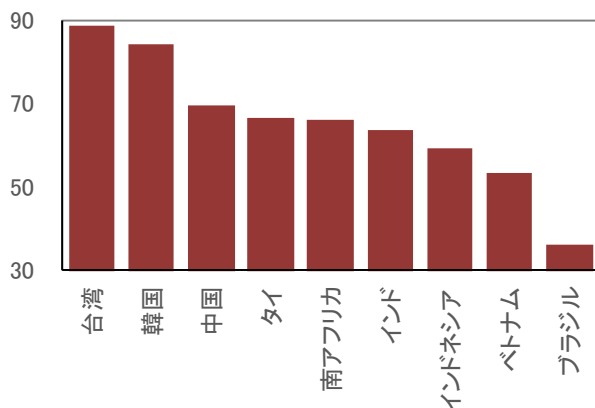
図表4 経常収支対GDP比、財政収支対GDP比
(2015年から2018年)



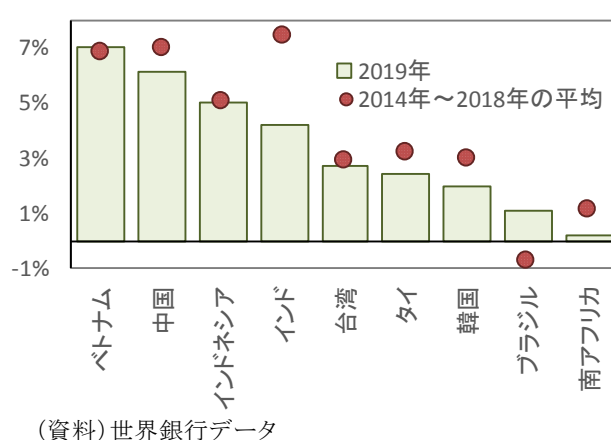
図表5 対外資産－対外負債
プラス値＝純資産、マイナス値＝純負債
(2019年9月末)



図表6 世界銀行の政府有効性指標



図表7 実質GDP成長率



加えて、各国の経済成長率の2019年と過去5年平均を比較した図表7で確認すると、ブラジル・南アフリカはここ数年の平均成長率がそもそも低いものに留まっており、インドでは足元の成長

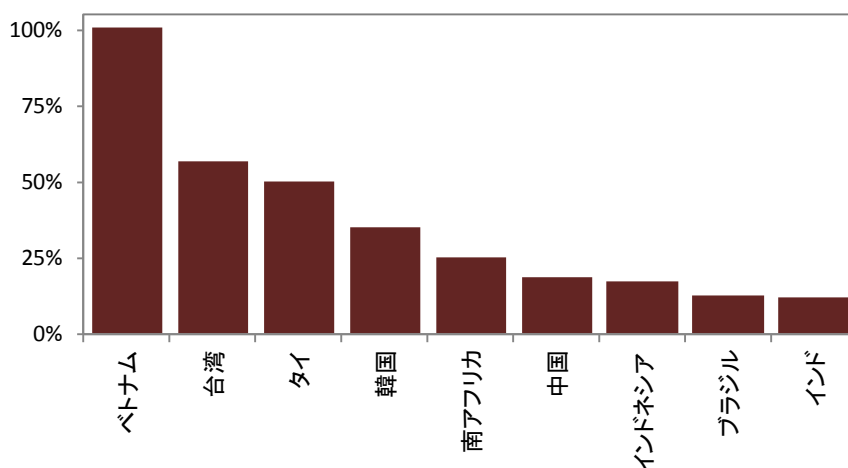
率が過去平均よりも大きく低下している。もともと脆弱な構造を持つ国で、足元の経済パフォーマンスが悪くなっていたことは、過去最大の規模で資金流出が生じた要因の一つになっている。

4. 世界貿易の停滞を通じ打撃を受けやすい国・地域

他方、台湾、韓国、タイなどは比較的健全なポジションにあり、資金流出など外的ショックに対する耐性も高いと言える。なぜ、こういった先からも急激な資金流出が発生したのか。その理由は、コロナショックによる世界貿易の停滞からの悪影響に曝されやすいと見なされたことが考えられる。

図表8は、各対象国・地域の輸出額対 GDP 比を示しているが、ベトナム、台湾、タイ、韓国などは輸出額対名目 GDP 比率が高水準にあり、経済の輸出依存度は高いことが読み取れる。

図表8 輸出額対 GDP 比(2018年)



(資料) 国連発表データ(unctadstat)

新型コロナウイルスの感染封じ込めのためのロックダウン措置を導入した欧米先進国は、消費や投資といった経済活動が大きく停滞している。また、製造業の国際分業の深化を背景に、ロックダウン措置はグローバル・サプライチェーンにも大きな打撃を与えている。先進国経済の急停止やサプライチェーンの機能不全による世界貿易の停滞は、輸出を通じて新興国・地域の経済に悪影響を与える。これらの国・地域は、もともとファンダメンタルズや政治面の信頼はインドやブラジルなどよりも高い上に、資金流出と共に生じる通貨レート下落で輸出が下支えされるため、全体的な悪影響は相対的に軽微で済むと考えられるが、それでも大規模な資金流出が生じたことは、今回のコロナショックが如何に大きなものであったかを物語っている。

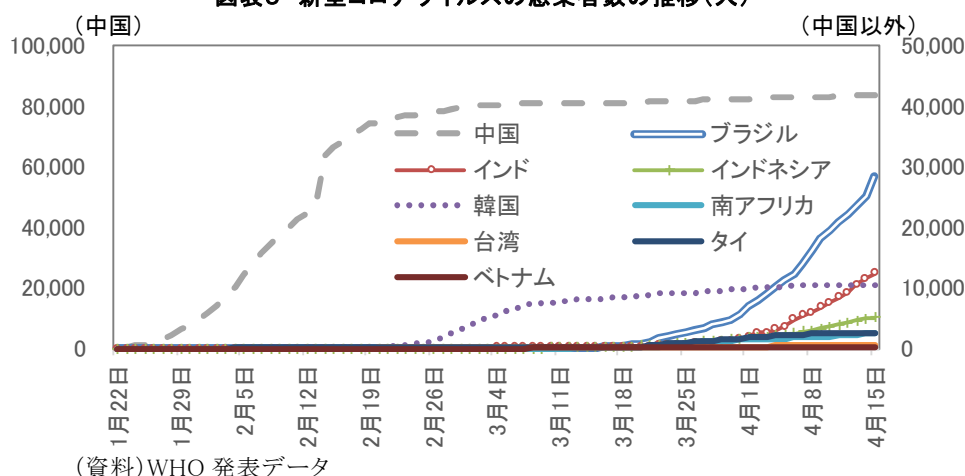
5. 今後への展望

4月に入り、新興国からの資金流出ペースはいったん鈍化しているものの(前掲図表1)、この先再び流出ペースが加速する可能性が高いと考えている。

その理由として第一に、多くの新興国における新型コロナウイルスの感染拡大は、これから加速する可能性が高いことが挙げられる。実際、これまでのところ欧米先進国や中国と比べて感染者数は少ないものの、ブラジルやインド、インドネシアなどでは4月以降、感染者数の増加ペースは

加速している(図表9)。医療体制の弱さを踏まえると、これらの国ではこの先、感染拡大が大きな問題になる可能性が高いと考える。

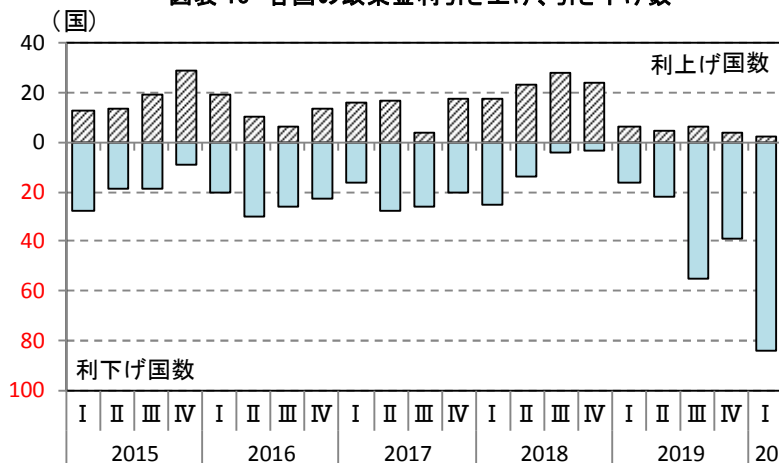
図表9 新型コロナウイルスの感染者数の推移(人)



第二に、貿易面での悪影響が統計として把握できるまでに、まだしばらく時間がかかることが挙げられる。例えば、足元1か月の合計で2,000万人を超える米国の新規失業保険申請件数など、今局面の経済悪化ペースは、市場予想を遥かに超えることが多く、同じことが新興国の輸出データにも当てはまる虞があり、新興国に対する市場の見方が再び厳しいものになる要因となりうる。

第三に、中長期的には、新興国の財政状況の悪化懸念もある。景気悪化による税収減に加え、感染防止のための財政支出を余儀なくされることは財政悪化につながる。本稿の対象先ではないが、既にアフリカ等の低所得国はIMFに救済を求める動きが見られている。経済や財政状況の悪化を理由に格付機関によるソブリン格下げも増えている。本稿対象先についても、既にMoody'sによる南アフリカの格下げ(「Baa3」⇒「Ba1」)が発表されており、今後は他の対象先も格下げされる虞があり、それが更なる資金流出につながることも懸念される。

図表10 各国の政策金利引き上げ、引き下げ数



政府による財政政策と並んで、中央銀行が担う金融政策も、今後の新興国を巡るマネーフローを左右する要因として重要である。図表10の通り、これまでのところ、コロナショックによる経済への悪影響を緩和するために利下げを行う国が殆どである。しかし急激な資金流出が続く場合、外的

ショックへの耐性が低い南アフリカ、ブラジル、インド、インドネシアなどは、資金流出と通貨レート下落を防ぐために、利上げに転じることを余儀なくされることも考えられる。この場合は「金利上昇が経済に打撃を与え、それが通貨下落と資金流出を招いて更に金利を上げざるを得なくなる」という悪循環に陥り、さらに厳しい状況に陥る国が増えるリスクもある。

新型コロナウイルスの感染収束は依然として見通せず、主要国のロックダウン措置は今後も続く見込みである。金融市場におけるリスクオフの動きは当面、燦々続ける可能性が高い。ブラジル、南アフリカ、インド、インドネシアをはじめ、多くの新興国は今後も逆風に曝され、深刻な資金流出に見舞われる虞があり、引続き注意する必要がある。

シェン ショウイー

(調査部 海外調査チーム 盛 暁毅 : Sheng_Xiaoyi@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。

低所得層の債務負担高まる米国家計

～残高シェアは「小さい」が、世帯数の4割を占め政治的には「小さくない」～

<要旨>

米国では過去 30 年間、高所得層ほど所得がさらに伸びてフローの所得格差が拡大し、ストック格差拡大に繋がった。負債/資産比率でみた家計全体の債務負担はリーマンショック以降改善したが、下位4割の低所得層では高止まり乃至悪化している。高所得層の債務負担改善と低所得層の債務負担悪化の同時進行の背景には、大規模な金融緩和の長期化が、高所得層に偏在する資産価格を押し上げる一方、信用力の乏しい低所得層の借入を促したことがあると考えられる。

コロナショックは低所得層の債務負担が高止まり乃至悪化している状況で発生した。この先、失業・廃業等でフロー収入が大幅減少あるいは途絶し、貸し手の態度が厳格化することも重なって、債務返済に窮する事例が多数出る懸念もある。低所得層の負債残高シェアは家計全体の 13%に過ぎず「小さい」が、世帯数では4割を占め「小さくない」。よって今後格差がさらに拡大し、資産課税や皆保険等の左派的主張が広範に支持され、ひいてはビジネス環境に影響する可能性もある。その意味で、アフターコロナの米国は経済動向だけではなく、政治動向についても注意深く見守る必要がある。

リーマンショック以降、米国家計部門の債務負担は全体としては低下傾向にあるが、これは一部の高所得層が債務負担の平均値を下げている可能性もある。そこで、所得階層別にみて局所的な債務負担の高まりがあるのか、あるならばその影響をどうみるかを考える。

1. 高所得層ほどさらに所得が伸び、資産格差も拡大

米国では過去 30 年間、元々の高所得層ほどさらに所得が伸びたので、フローの所得格差は拡大した。商務省国勢調査局の五分位階級別の世帯平均所得統計(第Ⅴ分位は最上位5%の内数も公表)を用い、東西冷戦終結直後の 1990 年と 2018 年の平均所得と、その間の所得の増加倍率をみると、元の平均所得が高いほど増加倍率も高い。そして、第Ⅰ分位(最下位 20%)の世帯平均所得に対する最上位5%の世帯平均所得の格差は 19.4 倍(1990 年)から 30.2 倍(2018 年)に拡大した(図表1)。

図表1 五分位階級別世帯平均所得推移

	第Ⅰ分位	第Ⅱ分位	第Ⅲ分位	第Ⅳ分位	第Ⅴ分位	最上位5% /第Ⅰ分位(倍)
1990年平均所得(米ドル)	7,166	18,030	29,781	44,901	87,137	138,756
2018年平均所得(米ドル)	13,775	37,293	63,572	101,570	233,895	416,520
倍率(倍)	1.9	2.1	2.1	2.3	2.7	3.0

(注) 全世帯を所得別に5分割した各々の平均所得

(資料) United States Bureau of the Census「Mean Household Income Received by Each Fifth and Top 5 Percent」

このようなフローの所得格差拡大はストックの資産格差拡大に繋がると考えられる。何故ならば、

$$\text{ストック} = [\text{現世代のフローの蓄積(貯蓄)} + \text{前世代のストック(相続・贈与)}] \times \text{運用利回り}$$

だからである。ここで、貯蓄という言葉は所得から消費を差し引いた分、即ち銀行預金だけでなく各種金融・実物資産の購入を含む意味で用いている(借入は負の貯蓄と整理できる)。

そして実際に、所得が高いほど純資産(資産－負債)もより増加し資産格差は拡大した。その結果2019年末では、所得最上位1%が家計全体の純資産の26%を保有し、最下位2割は2%(下位4割でも6%)しか保有していない。FRBが資金循環統計のサブ統計として公表する所得階層別の家計資産・負債統計(Distribution of Household of Wealth)をみると、1990年と2019年の間の純資産残高の伸びは所得最上位1%の7.9倍を筆頭に、所得が減るほど純資産残高の伸びも小さくなる(第Ⅰ分位を除く)。同期間の純資産残高全体の伸びは5.2倍だが、これを上回るのは所得最上位1%とその次の19%(合わせて第Ⅴ分位)のみであり、所得上位2割の層が平均倍率を引き上げていることがみてとれる。純資産残高シェアが増加したのも上位2割(第Ⅴ分位)のみであり、そのシェアは60%(43%+17%)から73%(47%+26%)に増加した(図表2)。

図表2 所得階層別の純資産残高の動き

	(所得%タイル別残高シェア(%)・倍率)						
	第Ⅰ分位 0-20	第Ⅱ分位 20-40	第Ⅲ分位 40-60	第Ⅳ分位 60-80	第Ⅴ分位 80-99 最上位1%		全体
1990年	3%	8%	12%	17%	43%	17%	100%
2019年	2%	4%	7%	14%	47%	26%	100%
残高倍率	3.2	2.7	2.9	4.3	5.8	7.9	5.2

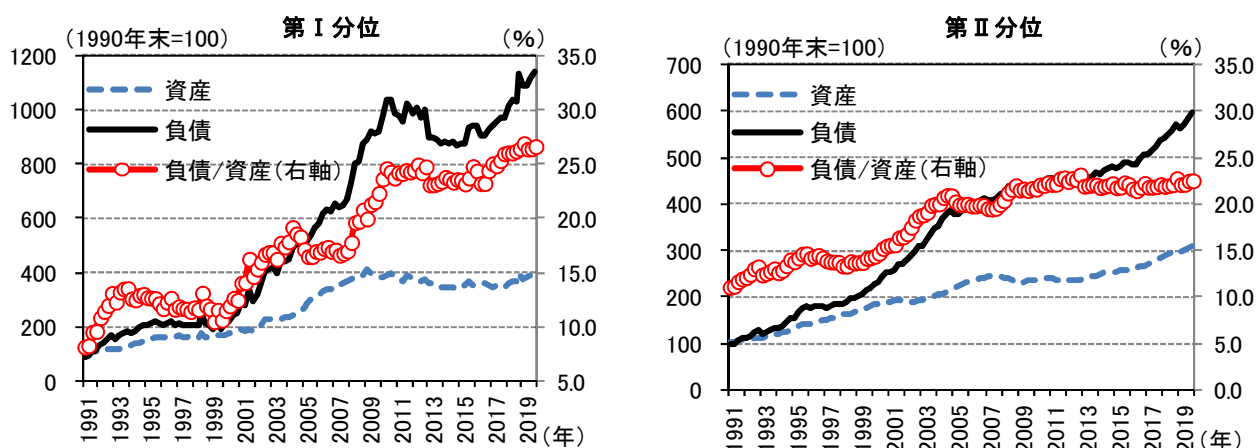
(注)各年末。所得%タイル別の純資産残高シェアと1990年から2019年の残高増加倍率

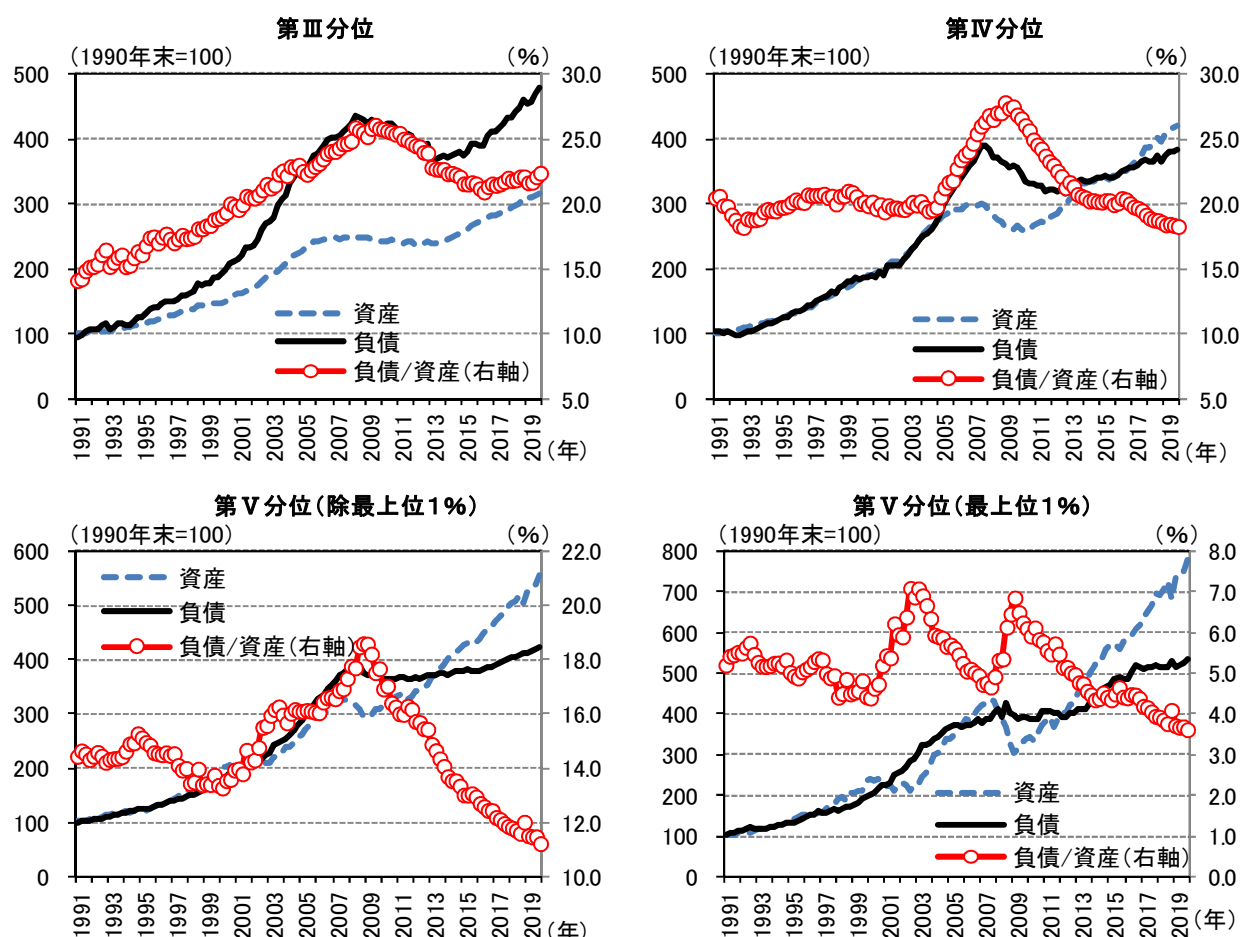
(資料)FRB「Distribution of Household of Wealth」

2. 所得階層別の資産・負債バランス

次に、所得階層別の負債残高の対資産比率(負債/資産比率)を用いて資産・負債のバランスを確認する(図表3)。

図表3 所得階層別の負債/資産比率の推移





(資料)FRB「Distribution of Household of Wealth」

この図でもわかるように、直近(2019年12月)の負債/資産比率は、第Ⅰ分位では25%を超えるのに対して、最上位1%では4%未満であり、低所得層ほど高く、高所得層ほど低くなっている。

加えて、過去との比較でも高所得層が優位になっている。過去30年の負債/資産比率の長期平均との比較では、第Ⅰ分位～第Ⅲ分位では直近比率が長期平均を上回り、その乖離幅は低所得層ほど大きい。また、リーマンショック時との水準比較では、第Ⅲ分位の負債/資産比率は低下したが、第Ⅱ分位では高止まり、第Ⅰ分位では2008年末の20.8%から26.6%に上昇(悪化)した。さらに、ここ数年の負債/資産比率の方向感、第Ⅱ・第Ⅲ分位では横ばいだが、第Ⅰ分位では上昇傾向にあり、比率最大を記録したのも2019年3月とごく最近である。これに対して第Ⅳ・第Ⅴ分位では、直近比率は長期平均を下回り、リーマンショック時の水準から顕著に低下し、ここ数年の方向感も横這いまたは下降傾向にある(図表3、図表4)

図表4 所得階層別の負債/資産比率の推移

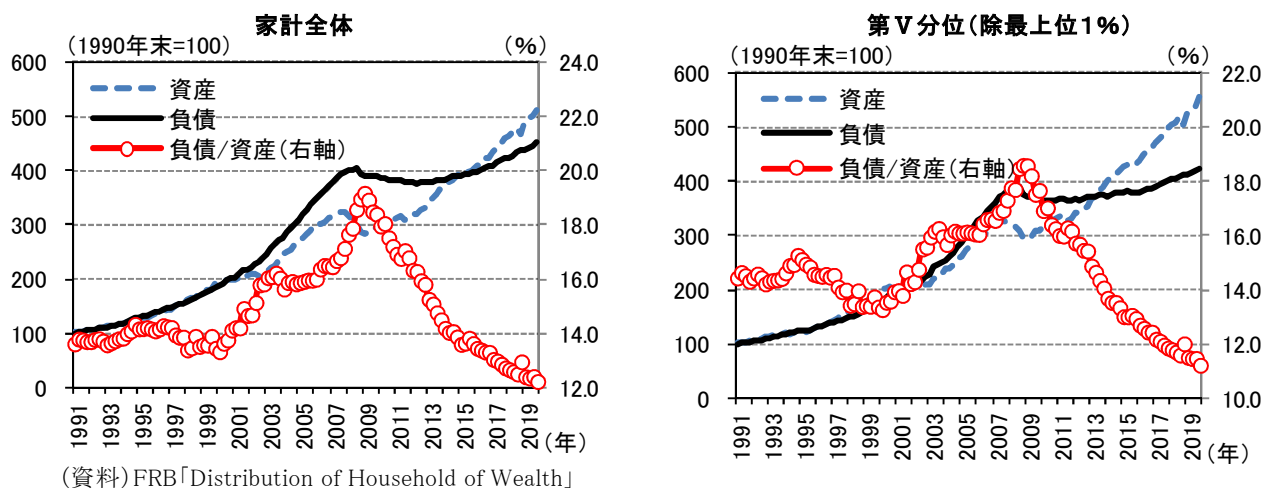
	(所得%タイル別の負債/資産比率、%)						
	第Ⅰ分位	第Ⅱ分位	第Ⅲ分位	第Ⅳ分位	第Ⅴ分位		
	0-20	20-40	40-60	60-80	80-99	最上位1%	全体
直近	26.6%	22.5%	22.4%	18.3%	11.2%	3.6%	12.2%
長期平均	18.0%	18.4%	20.9%	21.2%	14.7%	5.2%	14.9%
直近-長期平均	8.6%	4.1%	1.5%	-2.9%	-3.5%	-1.5%	-2.6%
最大	26.9%	23.2%	26.1%	27.8%	18.6%	7.1%	19.2%
(年/月)	(19/03)	(12/12)	(09/09)	(09/03)	(08/12)	(02/09)	(09/03)
ここ数年の傾向	上昇	横這い	横這い	下降	下降	横這い	下降

(注)長期平均は1991年3月から2019年12月の四半期末平均

(資料)FRB「Distribution of Household of Wealth」

このように、負債/資産比率の状況は所得階層により異なる。家計全体の負債/資産比率は、世帯数では19%だが負債残高では43%を占める第Ⅴ分位(最上位1%を除く)に引っ張られて、その形状はほぼ同じものになっている(図表5)。この裏では、第Ⅰ・第Ⅱ分位(世帯数の4割)の比率が高止まり乃至悪化しているが、両分位の負債残高シェアが合わせても13%に過ぎないため、家計全体の動きを見るだけでは隠れてしまう。この第Ⅰ・第Ⅱ分位では、リーマンショック後の所得の伸びを負債の伸びが上回りフローの返済負担も増していることから、資産・負債のバランスとフローの返済力の両面で債務負担が増している。

図表5 家計全体と高所得層の資産・負債バランス



3. 債務負担二極化の背景

高所得層の負債/資産比率が過去最低である状況と、低所得層の比率が過去最高である状況の同時進行は、一見すると米国の分断が進み、あたかも別の国が同居しているようでもある。

しかし、大規模な金融緩和の長期化が、①資産価格高騰を生み高所得層の資産残高を膨らませ(負債/資産比率の分母を大きくして)債務負担を下げると共に、②貸し手の利回り追求(イールドハント)を招き相対的に信用力の乏しい低所得層も借入可能な状況が続き(分子を大きくして)、資産価格高騰の恩恵は受けられず(分母はさほど増えず)債務負担を高めてきたとすれば、高所得層、低所得層各々の状況は通底では繋がっており同時進行は必然とも考えられる。以下で資産・負債各々のデータを所得階層別にみて、このことを確認する。

【資産】

項目1で掲げた、

$$\text{ストック} = [\text{現世代のフローの蓄積(貯蓄)} + \text{前世代のストック(相続・贈与)}] \times \text{運用利回り}$$

にもとづけば、高所得層ほど現世代の貯蓄は進み、前世代のストックを引き継ぐために元々の資産残高が大きく、運用利回りを期待できる収益資産(再投資の複利効果を楽しむ)の構成比が高いため資産が増えやすい。これに対して低所得層では、貯蓄は進まず、前世代のストックはあてにできないために資産残高が少なく、収益資産の構成比は低いので資産が増えにくいという差があり、資産価格高騰の恩恵は高所得層に偏ると考えられる。

実際に、2019 年末時点の所得階層別の資産構成をみると、①不動産、②耐久消費財の合計は所得が低いほど構成比が高い。低所得層保有の不動産には投資用物件は殆どないと思われるので、所得が低いほど非収益資産が多いことになる。逆に、収益資産である③株・投信、④個人企業持分、⑤年金受給権の合計は所得が高いほど構成比が高い。この内、④個人企業持分は事業収入を得るので(所謂資産運用の範疇外だが)収益資産と整理できる。⑤年金受給権は家計が株・債券等を間接保有する「器」という点では③の投信と似ており収益資産である(図表6)。なお、⑥「その他」の中身は預金、MMF 等であり、流動性準備ととらえ収益資産に含めていない。仮に含めても所得が高いほど収益資産構成比が高いという傾向は同じである。

図表6 所得階層別の資産構成比率(2019 年末)

	(所得%タイル別資産構成、%)						
	第Ⅰ分位	第Ⅱ分位	第Ⅲ分位	第Ⅳ分位	第Ⅴ分位		全体
	0-20	20-40	40-60	60-80	80-99	最上位1%	
①不動産	46%	38%	35%	28%	22%	12%	23%
②耐久消費財	11%	11%	8%	7%	3%	3%	5%
③株・投信	5%	7%	5%	10%	23%	40%	22%
④個人企業持分	9%	3%	3%	4%	10%	20%	11%
⑤年金受給権	12%	23%	28%	36%	25%	6%	22%
⑥その他	17%	18%	20%	15%	17%	19%	17%
①+②	57%	49%	43%	35%	26%	14%	28%
③+④+⑤	26%	33%	36%	50%	58%	66%	55%
①～⑥計	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

(資料)FRB「Distribution of Household of Wealth」

【負債】

相対的に信用力の乏しい低所得層も借入可能な状況は続いている。2000 年末から 2008 年末の間に、証券化手法発達の恩恵を低所得層が特に享受し、第Ⅰ分位の負債残高は3.5 倍に伸びた。この間の家計債務全体の伸びが 2.0 倍であったのと比べると、特に大きく増えたことがわかる。その後、行き過ぎた証券化が修正された 2008 年末から 2013 年末までの第Ⅰ分位の負債残高の伸びは止まったものの、2013 年末から 2019 年末までの間の伸びは 1.3 倍と全体平均の 1.2 倍よりも高かった。このように、最近では低所得層の負債の伸びが特に大きいとまでは言えないものの、中高所得層と同じかそれ以上の伸びを示している(図表7)。

図表7 所得階層別の負債残高推移

	(所得%タイル別残高シェア(%)・残高倍率)						
	第Ⅰ分位	第Ⅱ分位	第Ⅲ分位	第Ⅳ分位	第Ⅴ分位		全体
	0-20	20-40	40-60	60-80	80-99	最上位1%	
倍率(1990年～2000年)	2.5	2.5	2.1	1.9	1.9	2.3	2.0
倍率(2000年～2008年)	3.5	1.7	2.0	1.9	1.9	1.8	2.0
倍率(2008年～2013年)	1.0	1.1	0.9	0.9	1.0	1.1	1.0
倍率(2013年～2019年)	1.3	1.3	1.3	1.1	1.1	1.3	1.2
倍率(通算)	11.4	6.0	4.8	3.8	4.2	5.4	4.5

(注)所得%タイル別の残高変化倍率

(資料)FRB「Distribution of Household of Wealth」

住宅ローン、消費性ローン別にみると、1990 年末から 2008 年末までは家計全体、下位 4 割（第Ⅰ・Ⅱ分位）の低所得層ともに住宅ローンの伸びが消費性ローンを上回った。しかし、2008 年末から 2019 年末では逆に両者とも消費性ローンの伸びが住宅ローンの伸びを上回り、下位 4 割では住宅ローン 1.2 倍に対して消費性ローンの伸びは 1.4 倍となった。

また、消費性ローン残高の商品別シェア（2019 年末）は家計全体では 27%だが、下位 4 割では 38%と全体平均よりも高い。このことは、無担保借入の割合が平均より高いことを意味し、その分フロー収入が減少した場合に返済困難に陥りやすいと考えられる（図表 8）。下位 4 割の低所得層の負債残高は家計全体の 13%、消費性ローンに限っても 19%と小さいものの、低所得層の債務負担能力が孕む脆弱性がコロナショックで顕在化する可能性が高い点は注意したい。

図表 8 負債の商品別推移（家計全体・下位 4 割）

	家計全体				下位 4 割（第Ⅰ分位・第Ⅱ分位）			
	全商品				全商品			
		住宅ローン	消費性ローン	その他		住宅ローン	消費性ローン	その他
倍率（1990 年～2000 年）	2.0	1.9	2.1	2.9	2.5	2.8	2.3	1.7
倍率（2000 年～2008 年）	2.0	2.2	1.5	1.0	2.2	2.3	1.9	3.7
倍率（1990～2008 通算）	3.9	4.2	3.2	2.9	5.5	6.5	4.3	6.2
倍率（2008 年～2013 年）	1.0	0.9	1.2	1.7	1.0	0.9	1.2	2.0
倍率（2013 年～2019 年）	1.2	1.1	1.4	1.2	1.3	1.3	1.2	1.5
倍率（2008～2019 通算）	1.1	1.0	1.6	2.0	1.3	1.2	1.4	3.1
商品別シェア（2019 年）	100%	68%	27%	5%	100%	53%	38%	9%

（資料）FRB「Distribution of Household of Wealth」

4. むすび ～ コロナショックの影響をどうみるか

前項でみたように高所得層ほど収益資産の比率が高いことから、コロナショックによる株価下落の影響を直接被るのは高所得層であるが、フロー収入への影響まで含めるとリスク負担余力の乏しい低所得層の影響が大きいと考えられる。この観点から、所得階層別の負債/資産比率がどうなるかを 2 つのケースで試算した。①株・投信が▲20%、年金受給権が▲9%（年金の株・投信保有割合は 5 割弱）下落すると仮定したケース 1、②不動産が▲10%、株・投信が▲25%、年金受給権が▲12%、個人企業持分が▲10%下落すると仮定したケース 2 である。いずれのケースでも全所得階層で負債/資産比率は悪化するが、比率の絶対水準に着目すると、ケース 2 でも第Ⅳ・第Ⅴ分位および家計全体の比率は過去 30 年の長期平均を下回る。これに対して、第Ⅰ分位のケース 2 では比率は 26.6%から 29.0%に悪化する（図表 9）。それだけではなく、外出制限が続く、企業の売上が激減する事態が長引けば、失業・廃業等で収入が大幅減少あるいは途絶し、貸し手の態度が厳格化することも重なって、債務返済に窮する低所得層が多数出る懸念もある。

図表 9 コロナショックの影響試算

	（負債/資産比率、%）					
	第Ⅰ分位	第Ⅱ分位	第Ⅲ分位	第Ⅳ分位	第Ⅴ分位	
	0-20	20-40	40-60	60-80	80-99	最上位 1%
長期平均	18.0%	18.4%	20.9%	21.2%	14.7%	5.2%
基準日	26.6%	22.5%	22.4%	18.3%	11.2%	3.6%
ケース 1	27.2%	23.3%	23.2%	19.3%	12.1%	4.0%
ケース 2	29.0%	24.6%	24.5%	20.3%	12.8%	4.2%

（注）基準日（2019 年末）から 2020 年 4 月 21 日までの S&P500 株価指数下落率は▲15%。

ケース 1: 株・投信▲20%、年金受給権▲9%（年金の株・投信保有は 5 割弱）

ケース 2: 不動産▲10%、株・投信▲25%、年金受給権▲12%、個人企業持分▲10%

（資料）FRB「Distribution of Household of Wealth」

低所得層の債務残高シェアは全体の 13%に過ぎず「小さい」が、世帯数では4割を占め政治的には「小さくない」。よって今後数年を見通すと、コロナショックがなくとも拡大傾向にあった格差はさらに拡大し、「行き過ぎた格差是正には資産課税や皆保険等の大胆な再分配策が必要」等の左派的主張がより広範に支持され、ひいては米国でのビジネス環境に影響する可能性もある。その意味で、アフターコロナの米国は経済動向だけではなく、政治動向についても注意深く見守る必要がある。

(調査部 金融事業調査チーム 吉内 拓 : Yoshiuchi_Taku@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。