



BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史

Director and Chief U.S. Economist

+1(212)782-5701, hikurihara@us.mufg.jp

A member of MUFG, a global financial group

December 14, 2015

<FOCUS>

資金循環統計にみるクレジット動向の着目点

- 米国は異例の金融緩和政策が続いてきた後、利上げ開始が近付いている局面にあるため、10日に発表された資金循環統計で直近の部門別債務残高を確認する。非金融部門の7-9月期債務残高は、家計部門が14.1兆ドルで前年比+2.1%、企業部門が12.6兆ドルで同+7.0%、政府部門が17.5兆ドルで同+1.9%。債務残高の前年比でみた増加ペースは企業部門が速めであり、債務残高対名目GDP比は家計部門が低下傾向で政府部門も低下に転じている一方、企業部門は上昇傾向となっている。
- 債務残高の名目GDP比を、参考までに前回利上げ開始時と比較する。7-9月期債務残高の名目GDP比は前回利上げ開始時に比べ、家計部門で▲5.6%ポイント、金融部門で▲14.0%ポイント低下した一方、企業部門で+9.7%ポイント、政府部門で+35.6%ポイント上昇。最近の増加ペースと前回利上げ開始時との比較だけで判断すれば、相対的に拡大している民間向け信用としては例えば①社債、②商業用不動産・集合住宅向け信用、等が挙げられる。
- 社債残高拡大の一因はハイイールド債券の発行増であり、別統計によればハイイールド債券残高の名目GDP比は2003年末→2014年末にかけて+5%ポイント上昇している。急拡大してきたハイイールド債券市場だが、原油安によるエネルギーセクターへの警戒感や利上げ観測を受け、最近では様相が異なっている。ハイイールド債券の信用スプレッドは年央より拡大傾向にあり、発行も今年後半は抑制されている状況だ。
- このようななか、12月9日にはハイイールド債券等へ投資していた投資信託が清算手続きと解約・換金の一時停止を発表し、当該市場への懸念を強めた。『社債等』保有者に占める投資信託の割合が21.5%と過去に比べて大きく上昇している点は、当該市場で“期間（流動性）のミスマッチ”を拡大させている可能性もある。仮にFRBが利上げを急速に行うと金融市場が不安定化するリスクがあり、引き続き注意が必要だ。
- 商業用不動産・集合住宅向け信用の拡大はそれほど大幅ではないが、商業不動産価格は近年上昇が急ピッチで水準も高くなっている。商業用不動産価格が仮に今後大幅に調整することがあれば、当該市場への注意も必要となつてこよう。

<FOCUS> 資金循環統計にみるクレジット動向の着目点

7-9 月期債務残高の前年比でみた増加ペースは企業部門で速め

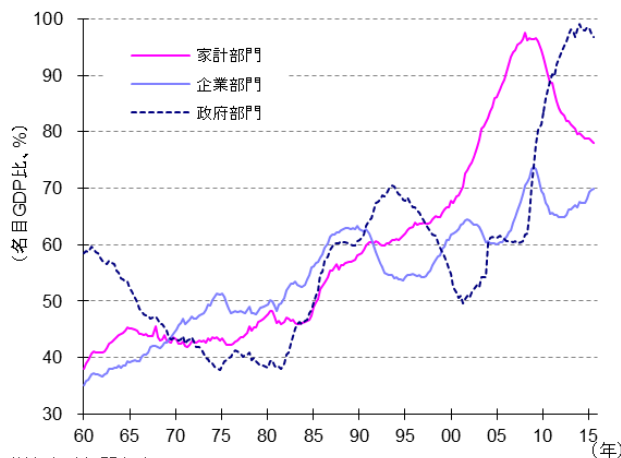
米国は異例の金融緩和政策が続いてきた後、利上げ開始が近付いている局面にあるため、10日に発表された資金循環統計で直近の部門別債務残高を確認する。

非金融部門の債務残高は7-9月期に44.2兆ドルで前年比+3.4%となった。うち、家計部門は14.1兆ドルで同+2.1%¹、企業部門は12.6兆ドルで同+7.0%、政府部門は17.5兆ドルで同+1.9%。債務残高を名目GDP比で見ると、非金融部門は244.7%となっている。うち、家計部門は78.1%、企業部門は69.9%、政府部門は96.7%（第1図）。債務残高の前年比でみた増加ペースは企業部門が速めであり、債務残高対名目GDP比は家計部門が低下傾向で政府部門も低下に転じている一方、企業部門は上昇傾向となっている。

家計部門の債務を種類別にみると、住宅ローンが9.5兆ドルで前年比+0.8%、消費者信用が3.5兆ドルで同+7.0%となっている²。住宅ローン残高の前年比は今年に入ってからプラスに転化しているが、増加ペースは依然緩やかに止まっている。

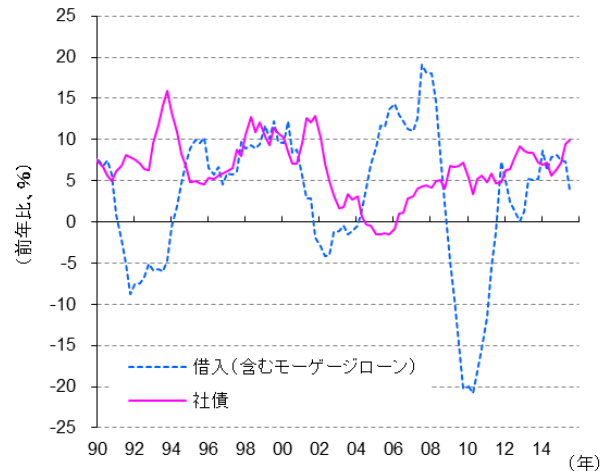
企業部門のうち法人企業の債務（8.1兆ドル）を種類別にみると、社債が4.8兆ドルで前年比+10.0%、借入（含むモーゲージローン）が2.6兆ドルで同+3.8%となった（第2図）。社債の前年比上昇率は2002年1-3月期以来の高さにある一方、借入の前年比上昇率は3四半期連続で鈍化している。

第1図: 部門別にみた債務残高の長期推移



(注) 金融部門を除く。
(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 法人企業の債務残高の推移



(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

前回利上げ時と比較すると、企業部門と政府部門の債務残高対名目GDP比が上昇

債務残高の名目GDP比を、参考までに前回利上げ開始時（2004年4-6月期）と比較する。非金融部門全体の債務残高は7-9月期に名目GDP比244.7%で、前回利上げ開始時に比べ+39.7%ポイント上昇している（第3図）。内訳をみると、債務残高対名目GDP比は家計部門で▲5.6%ポイント、金融部門で▲14.0%ポイント低下した一方、企業部門で+9.7%ポイント、政府部門で+35.6%ポイント上昇している。

¹ ここでの家計部門には非営利団体を含む。なお、家計部門の総資産は99.5兆ドルで純資産は85.2兆ドル（季節調整前）。

² ここでの住宅ローンはホームエクイティローンを含む。消費者信用は学生ローンや自動車ローンを含む。

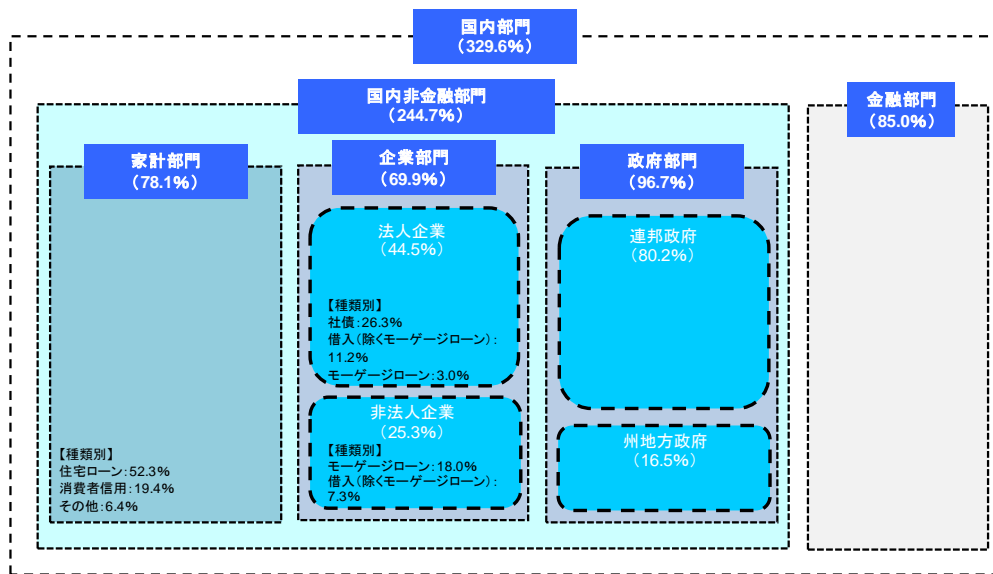
家計部門の債務残高を種類別にみると、住宅ローンの名目 GDP 比は住宅バブル崩壊もあり前回利上げ開始時より低下している一方（▲8.0%ポイント）、消費者信用は学生ローンの増加等もあり幾分上昇している（+1.7%ポイント）。

企業部門では、法人企業・非法人企業ともに債務残高対名目 GDP 比が前回利上げ開始時より上昇。法人企業では主に社債の名目 GDP 比が上昇し（+4.0%ポイント）、非法人企業では債務の大半を占めるモーゲージローン（主に商業用不動産・集合住宅向け信用）の名目 GDP 比が上昇している（+3.2%ポイント）。

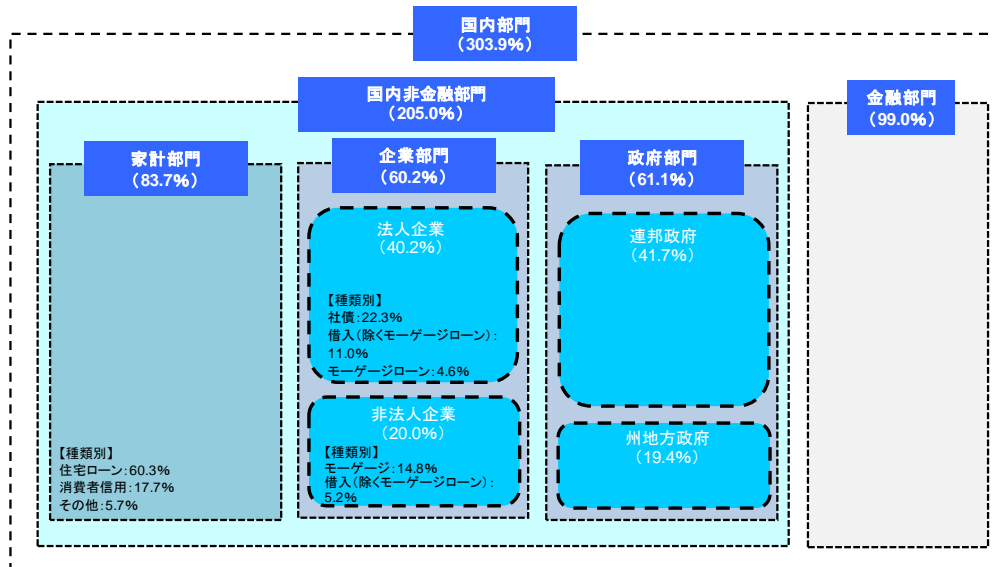
政府部門では、州地方政府の債務残高対名目 GDP 比が前回利上げ開始時より幾分低下（▲2.9%ポイント）している一方、連邦政府の同比率は金融危機対応や社会保障費の拡大等を受け大幅に上昇している（+38.5%ポイント）。

第3図：部門別にみた債務残高の名目GDP比（現在と前回利上げ開始時の比較）

【現在（2015年7-9月）】



【前回利上げ開始時（2004年4-6月）】



（注）数値は全て名目GDP比。『家計部門』は非営利団体を含む。『消費者信用』は学生ローンや自動車ローンを含む。
 （資料）FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

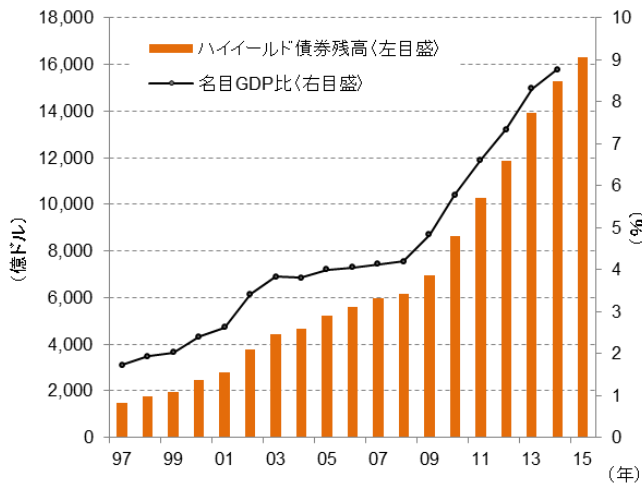
社債残高拡大の一因はハイイールド債券の発行増

最近の増加ペースと前回利上げ開始時との比較だけで判断すれば、相対的に拡大している民間向け信用としては例えば、①社債、②商業用不動産・集合住宅向け信用、等が挙げられる。

社債残高拡大の一因はハイイールド債券(低格付の企業により発行された相対的に高利回りの社債)の発行増である。7月3日付 Weekly でも指摘の通り、米国は信用が全体として大幅に拡大した状況にはないが、相対的に利回りが高くリスクも高い金融商品への投資需要はここ数年強まってきた。別統計によれば、ハイイールド債券残高の名目 GDP 比は 2003 年末→2014 年末にかけて+5%ポイント上昇している (S&P Capital IQ 統計より、第4図)³。

急拡大してきたハイイールド債券市場だが、原油安によるエネルギーセクターへの警戒感や利上げ観測を受け、最近では様相が異なっている。ハイイールド債券の信用スプレッド(投機的格付社債利回りの米国債利回りに対する上乗せ幅)は年央より拡大傾向にあり、発行も今年後半は抑制されている状況だ(第5図)。

第4図:ハイイールド債券残高の推移



(注)『2015年』は11月末時点の数値。
(資料) S&P Capital IQ統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図:信用スプレッドの推移



(注) 米国債利回りに対する上乗せ幅。S&Pの格付けで分類。
データは2015年12月11日まで。
(資料) S&P統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

『社債等』保有者に占める投資信託の割合は過去に比べて大きく上昇

このようななか、12月9日にはハイイールド債券等へ投資していた投資信託が清算手続きと解約・換金の一時停止を発表し、当該市場への懸念を強めた。(投資適格格付も含めたベースだが)『社債等』⁴保有者に占める投資信託(ミューチュアル・ファンド)の割合が21.5%と過去に比べて大きく上昇している点は、当該市場で“期間(流動性)のミスマッチ⁵”を拡大させている可能性もある(第6図)。7月3日付 Weekly でも指摘の通り、仮にFRBが利上げを急速に行うと金融市場が不安定化するリスクがあり、引き続き注意が必要だ。

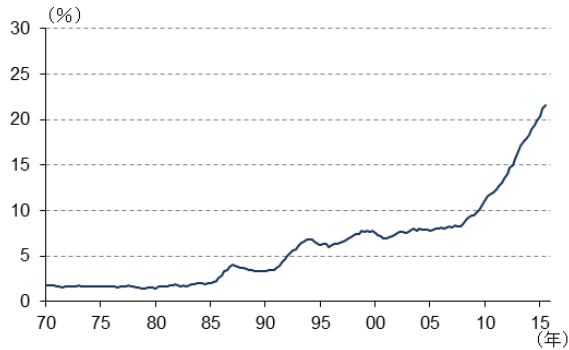
³ ハイイールド債券の残高は、直近2015年11月末で1.63兆ドル程度。ここでのハイイールド債券残高は、有担保シニア債と無担保シニア債の合計で劣後債は含まず。金融部門や政府部門による発行も含めた数値。ハイイールド債券残高が社債残高に占める割合は、2014年末で20%程度。

⁴ 『社債等』は、「非金融部門による発行」と「ABS等金融部門による発行」と「米国居住者による海外発行保有分」の合計。投資適格格付と投機的格付の両方を含む。

⁵ 期間(流動性)のミスマッチは、短期調達と長期運用(または流動性の低い資産での運用)の組み合わせによる“過剰な満期変換”。

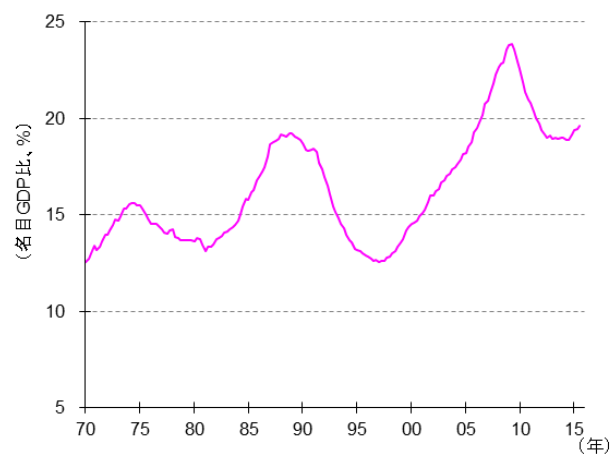
商業用不動産・集合住宅向け信用の拡大はそれほど大幅ではないが（第7図）、商業不動産価格は近年上昇が急ピッチで水準も高くなっている。商業用不動産価格が仮に今後大幅に調整することがあれば、当該市場への注意も必要となつてこよう。

第6図：社債等保有者に占める投資信託の割合



(注) 1. 『社債等』は、「非金融部門による発行」と「ABS等金融部門による発行」と「米国居住者による海外発行保有分」の合計。
 2. 『投資信託』はミューチュアル・ファンドのみ。マネー・マーケット・ファンドやETFは含まず。
 (資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：商業用不動産・集合住宅向け信用の推移



(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(栗原 浩史)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.