



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

January 5, 2015

<FOCUS>

米国における金融政策正常化の国際的影響について : 各国の「信用の拡大」状況

- 米連邦準備制度理事会 (FRB) は、昨年 12 月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) で現行の緩和的な金融政策継続に関わるフォワード・ガイダンスを幾分ながら弱体化。金融政策の正常化 (金融出口戦略の実施) が視野に入りつつある。
- FRB による過去の金融引き締めは、他国、なかでも新興国へ少なからず困難な状況をもたらしてきた。今回は非伝統的金融政策を実施しているため、金融政策正常化の「国際的影響 (spillovers)」度合いは過去より強まる可能性がある。
- 国際的影響度合いを規定する要因のなかでも、各国の「信用の拡大」状況は特に注目される。BIS データに収録されている先進国と新興国を合わせた計 39 ヶ国の民間債務残高対名目 GDP 比 (2013 年末) をみると、過去の FRB の利上げ開始時との比較では高水準の国が多いと言えそうだ。
- 各国別にみると、2008 年から 2013 年までの 5 年間 (≒FRB による大幅な金融緩和政策の実施期間) において民間債務残高対名目 GDP 比の上昇幅が相対的に大きかった国は、香港 (+74%ポイント)、中国 (+64%ポイント)、スイス (+35%ポイント)、タイ (+28%ポイント)、トルコ (+27%ポイント)、シンガポール (+27%ポイント)、ブラジル (+25%ポイント)、マレーシア (+23%ポイント) となっている。
- 国際的影響について FRB は「金融政策を正常化する過程では、引き続き市場のボラティリティが高まる局面もあろうが、各国で対処可能な範囲に収まる」との見解である模様。但し、一部の新興国における“急速な信用拡大”にはやや警戒姿勢を示している。
- 過去数年において民間債務の増加ペースが速めであった国には、香港をはじめ FRB の金融政策から影響を受け易いとみられる国も散見される。FRB の今後の金融政策正常化が、それらの国で「急速な信用の抑制」や「相次ぐ返済困難な状況」をもたらさないかどうか注視が必要だ。

<FOCUS>米国における金融政策正常化の国際的影響について：
各国の「信用の拡大」状況

米国における今後の金融政策正常化は、その国際的影響も大きな焦点の一つ

米連邦準備制度理事会（FRB）は、昨年 12 月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で現行の緩和的な金融政策継続に関わるフォワード・ガイダンスを幾分ながら弱体化。金融政策の正常化（金融出口戦略の実施）が視野に入りつつある。金融政策正常化の順序は、利上げ開始→FRBの保有資産縮小とされているため、当面の焦点は利上げが開始された場合の影響となろう。

FRB による過去の金融引き締めは、他国、なかでも新興国へ少なからず困難な状況をもたらしてきた¹。今回は非伝統的金融政策を実施しているため、金融政策正常化の「国際的影響（spillovers）」度合いは過去より強まる可能性がある。FRB の QE3 縮小示唆以降にみられた市場の混乱、所謂“Taper Tantrum（テーパリング痙攣）”に代表されるように、国際的影響は金融政策正常化が始まっていない現段階迄においても既に一部で現れている。

国際的影響度合いを規定する要因のなかでも、各国の「信用の拡大」状況は特に注目される

金融政策の国際的影響の考え方を簡単に整理する²。理論的には、先進国の金融緩和は金利低下をもたらし、投資家のポートフォリオを高利回り資産へリバランスさせる。リバランスの一部は海外資産へ振り向けられるため（新興国へのマネーフロー）、新興国の為替レートや資産価格に対して上昇圧力がかかる³。先進国の金融引き締めはこの逆となる。

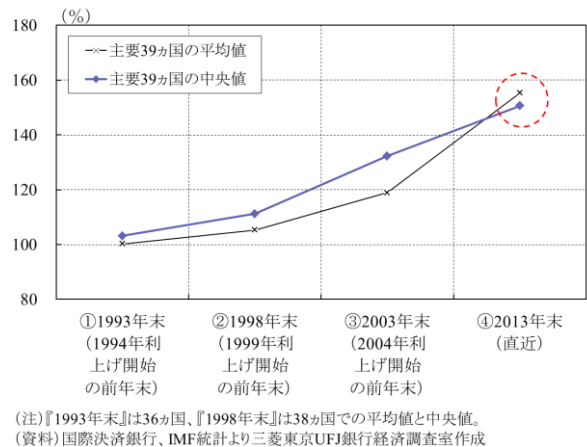
実際に、FRB による金融政策正常化の国際的影響度合いを把握・予想するためには、「新興国へのマネーフロー」、「新興国の資産価格や信用の動向」、「新興国の耐久性（経常収支、外貨準備、対外借入構造）」等の広範な確認・分析が必要となるだろう。今週の<FOCUS>では、それらのなかでも特に注目される各国の「信用の拡大」（民間債務残高）状況を、国際決済銀行（BIS）による収集データを用いて、改めて確認しておきたい⁴。

民間債務残高は過去の FRB 利上げ開始時に比べ高水準の国が多い

BIS データに収録されている先進国と新興国を合わせた計 39 カ国の民間債務残高⁵対名目 GDP 比をみると、2013 年末において平均値が 155%、中央値が 151%となっている（第 1 図）。

この比率を、直近 3 回の FRB による利上げ開始時の前年末でみると、1993 年は平均値が 100%、中央値が 103%、1998 年は平均値が 105%、中央値が 111%、2003 年は平均値が 119%、中央値が 132%となっている。足元の各国の民間債務残高は、過去

第1図：主要国39カ国の民間債務残高対名目GDP比



¹ 先進国のなかでも特に FRB の金融政策は、①「ドルが基軸通貨であること」、②「米国の経済規模が大きいこと」、③「米国の国際経済との結び付きが深いこと」から国際的影響が大きいと考えられる。

² 2013 年 11 月の FRB パウエル理事の講演等を参考に作成。

³ 非伝統的金融政策についても、資産価格や経済へのクロスボーダー効果は伝統的金融政策（金利政策）と同様であるとの分析結果が多い。

⁴ BIS の“Long series on total credit and domestic bank credit to the private nonfinancial sector”を使用。データは四半期毎に更新。

⁵ 金融業の債務を除く。

の FRB の利上げ開始時との比較では高水準の国が多いと言えそうだ。

過去数年でみると、香港や中国等で民間債務の増加ペースが速め

各国別にみると、2013 年末の民間債務残高対名目 GDP 比が大きい国は、順にルクセンブルク（419%）、アイルランド（302%）、香港（261%）、スウェーデン（254%）、デンマーク（249%）となっている（第 1 表）。適正な（≒均衡し得る）民間債務残高の対名目 GDP 比は、各国の産業構造や発展段階等により異なると考えられるため、当該比率の一時点の大小だけで問題を抱えているであろう国を判定することは難しい⁶。

そのため次に、各国の民間債務残高対名目 GDP 比の上昇ペースを確認する。2008 年から 2013 年までの 5 年間（≒FRB による大幅な金融緩和政策の実施期間）において民間債務残高対名目 GDP 比の上昇幅が相対的に大きかった国は、香港（+74%ポイント）、中国（+64%ポイント）、スイス（+35%ポイント）、タイ（+28%ポイント）、トルコ（+27%ポイント）、シンガポール（+27%ポイント）、ブラジル（+25%ポイント）、マレーシア（+23%ポイント）となっている。

また、これらの国で民間債務を企業部門と家計部門に分けて確認すると、香港（企業債務 +63%ポイント、家計債務 +12%ポイント）や中国（企業債務 +48%ポイント、家計債務 +15%ポイント）、トルコ（企業債務 +18%ポイント、家計債務 +9%ポイント）は企業債務が増加の主体。一方、タイ（企業債務 +4%ポイント、家計債務 +24%ポイント）やシンガポール（企業債務 +9%ポイント、家計債務 +18%ポイント）は家計債務が増加の主体となっている⁷。

FRB も一部の新興国で拡大した信用についてはやや警戒姿勢

国際的影響について FRB は「金融政策を正常化する過程では、引き続き市場のボラティリティが高まる局面もあろうが、各国で対処可能な範囲に収まる」との見解である模様。

例えば、フィッシャーFRB 副議長は 2014 年 10 月の講演で、国際的影響を比較的楽観視できる要因として以下 3 点を指摘。①FRB は金融政策の目的や手段に関してコミュニケーションを十分に行っている（→サプライズにはならない）、②FRB の金融引き締めは米国経済が十分に力強い時のみ実施される（→米国の力強い経済成長は他国や世界経済全体に大きな恩恵となる）、③新興国は過去 20 年程度に亘り金融・経済面の脆弱性を通減させてきた（具体的には「インフレ率の低下」、「政府債務比率の低下」、「外貨準備の蓄積」、「銀行システムのより良い規制と資本増強」、「現地通貨建て債券市場の発達」等）。

但し、フィッシャー副議長はグローバルな金融システム全体へのリスクが極端に高まっているわけではないとしながらも、確かに幾つかの新興国では引き続き構造的・政策的課題が残っているとし、特に“急速な信用拡大”を挙げている。

上述の通り、民間債務の増加ペースが速めであった国には、香港（→BOX 参照）をはじめ FRB の金融政策から影響を受け易いとみられる国も散見される。FRB の今後の金融政策正常化が、それらの国で「急速な信用の抑制」や「相次ぐ返済困難な状況」をもたらさないかどうか注視が必要だ。

⁶ 例えば、企業債務残高対名目 GDP 比と 1 人当たり名目 GDP には正の関係性がみられる。「金融市場の発達」や「内部留保の蓄積による借入余力の拡大」等により、発展段階が進むに連れ企業債務残高対名目 GDP 比が上昇する傾向がみられる。

⁷ スイスは企業債務と家計債務が同程度寄与。ブラジルとマレーシアについては、本統計では内訳が示されず。

第1表：主要国の民間債務残高対名目GDP比の推移

	民間債務残高対名目GDP比 (%)				民間債務残高対名目GDP比の変化幅 (%ポイント)					
	①1993年 末 (94年利 上げ開始の 前年末)	②1998年 末 (99年利 上げ開始の 前年末)	③2003年 末 (04年利 上げ開始の 前年末)	④2013年 末 (直近)	④-①	④-②	④-③	直近5年間の 変化 (2013年末- 2008年末)	うち 企業債務	うち 家計債務
香港	141	176	162	261	120	86	100	74	63	12
中国	92	104	129	181	89	76	52	64	48	15
スイス	180	181	187	217	37	36	30	35	17	17
タイ	121	168	106	127	6	▲41	21	28	4	24
トルコ	18	24	19	70	52	46	51	27	18	9
シンガポール	95	114	113	139	43	24	26	27	9	18
ブラジル	104	37	36	76	▲28	38	40	25	-	-
マレーシア	111	171	136	135	23	▲36	▲1	23	-	-
アイルランド	91	106	143	302	211	196	159	21	34	▲14
カナダ	148	157	155	195	47	38	40	18	4	13
フランス	127	122	137	175	48	53	39	18	11	7
ギリシャ	37	43	71	136	99	93	65	18	6	7
オランダ	158	183	223	246	89	63	23	16	9	6
フィンランド	143	108	126	170	27	62	44	15	3	12
チェコ	-	84	67	98	-	14	31	12	5	6
インドネシア	55	75	26	41	▲14	▲34	15	12	6	5
韓国	130	161	147	185	55	24	39	11	▲1	8
ポーランド	26	34	48	79	53	46	31	9	4	5
ロシア	-	33	33	68	-	34	35	9	-	-
スウェーデン	152	135	177	254	102	119	77	9	▲4	13
ポルトガル	96	119	176	225	129	106	49	9	12	▲4
ノルウェー	149	160	171	213	64	53	42	7	▲7	15
インド	26	27	35	59	32	32	24	4	5	▲1
イタリア	78	71	93	125	48	55	32	4	▲1	4
メキシコ	38	24	18	27	▲11	3	9	4	2	1
アルゼンチン	18	25	15	16	▲2	▲9	2	3	-	-
オーストリア	101	111	128	145	44	33	16	2	3	▲1
日本	219	209	180	171	▲48	▲38	▲9	▲0	▲1	1
ベルギー	103	124	159	197	94	73	38	▲1	▲8	8
ハンガリー	47	48	76	121	75	74	45	▲1	7	▲8
サウジアラビア	27	42	33	43	16	1	10	▲2	-	-
オーストラリア	112	126	153	189	77	62	35	▲3	▲12	8
ルクセンブルク	-	-	321	419	-	-	98	▲4	▲11	7
デンマーク	152	150	184	249	98	99	65	▲5	▲4	▲1
南アフリカ	51	64	61	73	21	21	21	▲9	▲5	▲4
ドイツ	114	126	137	113	▲1	▲13	▲24	▲10	▲5	▲4
米国	116	125	144	146	30	21	2	▲21	▲5	▲16
スペイン	98	103	146	192	94	89	46	▲24	▲17	▲7
英国	131	133	166	178	47	46	12	▲25	▲18	▲7
平均値	100	105	119	155	52	43	37	10	5	5
中央値	103	111	132	151	48	43	35	9	4	6

(注) 金融業を除く。銀行以外からの資金調達を含む。
(資料) 国際決済銀行、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<BOX>香港と中国の民間債務増加の背景

過去数年において民間債務の増加ペースが速めであった国のうち、香港と中国の状況を確認する。

(1) 香港

香港は、国際的なマネーセンターとしての産業構造等により従来から民間債務残高対名目GDP比が高水準であり、近年は①「米ドルペッグ制に伴う米国に連れた緩和的な金融政策」、②「中国企業向け信用の拡大」、の2つが追加的な比率上昇に影響してきたとみられる。①については、2008年以降の米国の金利低下と歩調を合わせ、香港の住宅・商業用不動産価格は上昇してきた（住宅価格は2008年以降200%程度上昇）。また、②について香港銀行セクターの中国向け与信（「銀行向け」と「銀行向け以外」の合計）は、2010年頃より急拡大しており、2013年末時点では対外与信全体の39%程度に達している。

(2) 中国

前述の通り過去数年の中国の民間債務は企業部門を中心に拡大してきた⁸。中国の企業債務が積み上がってきた背景としては、①「グローバル金融危機後の大型（4兆元）景気対策による過剰設備・インフラ投資（過剰借入）」、②「国有企業向け貸出金利の適正水準からの下方乖離（政府による救済を考慮したモラルハザードの発生）」、③「為替介入実施に伴う緩和的な金融環境」、等が挙げられよう。主因は国内要因（4兆元景気対策等）とみられ、資金流入を規制していることから米国金融政策を含む海外要因からの影響は大きくはないとみられる。

(栗原 浩史)

⁸ このような「企業の過剰債務」は、経済減速の一因または一段の下振れリスクとなっている。中国人民銀行の周総裁は「企業の高水準の債務に注意が必要」と述べているほか、李首相も企業の借入金利の安定と上昇抑制が大きな政策課題である旨の発言を行っている。なお、BISは、①国内銀行の信用、②非居住者銀行のクロスボーダー信用、③ノンバンクの信用、を合計することで中国の企業債務残高を算出。社会融資総量統計を利用しているため、地方政府融資プラットフォームの債務など政府債務も一部含まれているとみられる。また、社会融資総量統計については、二重計上や捕捉漏れなどの問題点も指摘されている。中国の企業債務については、公表されている統計だけでは残高の正確な把握が難しい状況となっており、現在、中国人民銀行（中央銀行）等は金融関連統計の拡充・精緻化を進めている。



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、宜しくごお願い申し上げます。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.