

## 金融緩和下の米国における債務の拡大

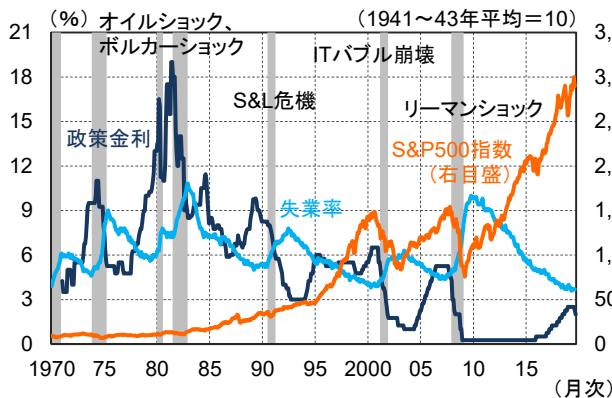
経済調査室 久保 達郎

DBJ Americas Inc. (現地調査協力)

### 1. 米国では、企業債務がリスクの高い企業を中心に増加

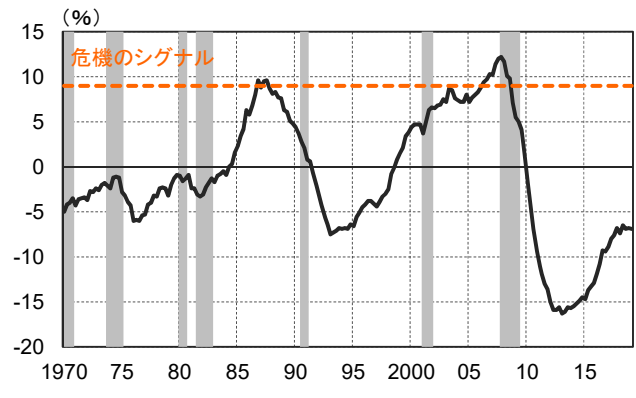
- 米国では、FRBがリーマンショック後に行った未曾有の金融緩和からの正常化を進めたものの、2019年には外需減速や物価伸び悩みなどを背景に、「予防的利下げ」に踏み切った。緩和的な金融環境の長期化は、景気を下支えする一方、金融市場でバブルの醸成につながる懸念される。90年代以降を振り返ると、景気後退はITバブルの崩壊や信用不安など、金融面の不均衡によりもたらされた(図表1-1)。11年目に入った米国の景気回復は当面続くと思われるものの、本稿では、緩和的な金融環境下で金融面の不均衡が蓄積されていないか、企業、家計の債務に着目して点検を行う。
- 国際決済銀行(BIS)が作成する「早期警戒指標」の一つであるクレジット/GDPギャップは、リーマン後に金融規制が強化されたこともあり、低水準にあり、民間部門全体における金融不均衡は大きくない(図表1-2)。ただし、家計と企業に分けてみると、リーマン後、家計債務のGDP比は低下が続いているものの、企業債務のGDP比は12年から再び上昇し、19年初には過去最高を更新した(図表1-3)。
- 企業債務残高は、07年末の約1.5倍に増加した(図表1-4)。内訳をみると、社債がほぼ倍増しており、投資適格の中でも利回りの高いBBB格の増加が目立つ。貸出は規制強化もあって、比較的緩やかな伸びにとどまるが、投機的格付け企業向けを中心とするレバレッジドローン(レバローン)は、リーマン前の約0.5兆ドルから倍以上に膨らみ、その過半が融資条件の緩い「コベナントライト」とされる。

図表1-1 政策金利、失業率、株価



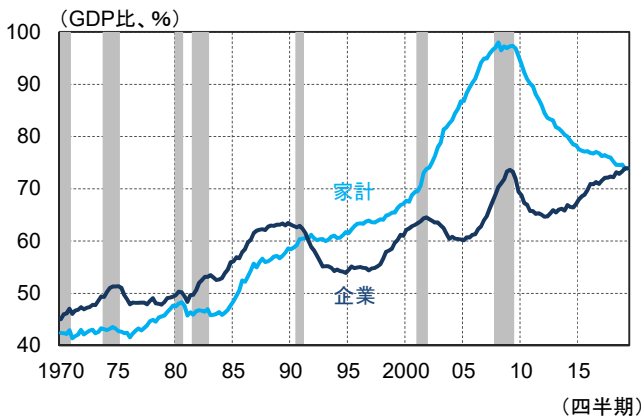
(備考) 1.米労働省、FRB、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス、NBERにより日本政策投資銀行作成  
2.網掛けは景気後退局面

図表1-2 民間非金融部門のクレジット/GDPギャップ



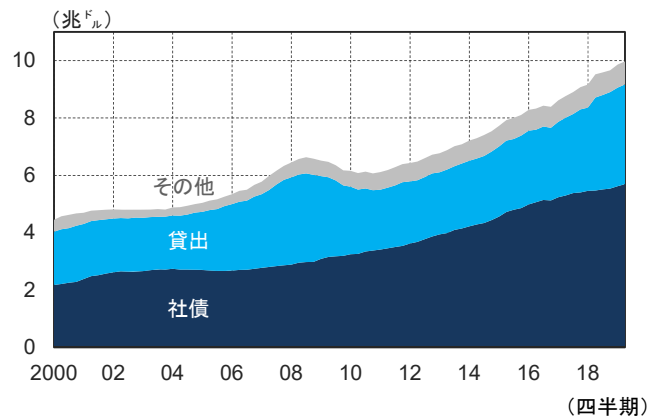
(備考) 1.BIS、NBER、Aldasoro et al. (2018) (四半期)  
2.網掛けは景気後退局面  
3.クレジット/GDPギャップは、非金融部門の債務(GDP比)のトレンドからの乖離

図表1-3 家計と非金融企業の債務残高



(備考) 1.FRBI、米商務省、NBERにより日本政策投資銀行作成  
2.網掛けは景気後退局面

図表1-4 非金融法人企業の債務内訳



(備考) FRBIにより日本政策投資銀行作成

## 2. 企業債務のリスクは、銀行から機関投資家、ファンドへ

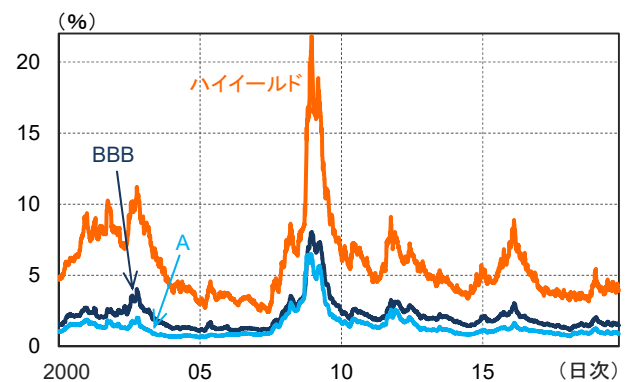
- リスクが高い企業債務が増加した背景には、リーマン後の金融緩和が長期化する中で、リターンの高い資産への需要が高まったことがある。ただし、18年末以降は、景気減速への懸念が高まったほか、コベナントライト・ローンの比率が上昇したことによるレバローンの質低下への懸念が強まり、レバローン市場からの資金流出、価格下落が続いている(図表2-1)。
- 一方、社債スプレッドは、ハイイールド(HY)債を中心に18年末にやや上昇したものの、引き続き低水準で推移している(図表2-2)。投資家の債券需要は引き続き強く、HY債にはレバローンから資金を振り向ける動きもあるとされる。企業側でも、低金利環境下で、M&Aや配当、自社株買いを用途とする社債発行の動きが続いている。
- レバローンの投資家構成をみると、06年に2割を占めていた銀行・証券のシェアは、17年には1割に低下した(図表2-3)。一方、CLO(ローン担保証券)に組み込まれた形での販売比率が、全体の6割近くまで高まっている。なお、日本の金融機関がCLOの大口投資家となっていることが話題となった。保有するCLOの大半はAAA格であるとされるが、19年3月には金融庁が規制強化に乗り出し、投資対象のリスクを適切に把握することを求めているほか、9月には日銀と共同調査を実施し、金融機関への注意喚起を行っている。
- 社債の投資家構成をみると、機関投資家、ファンドの占める割合が大きい(図表2-4)。一般に機関投資家は長期保有が中心と見込まれるが、投資信託などのファンドは、顧客の換金要求に応じる必要があるため、何らかのショックをきっかけに売り圧力が高まるリスクがある。

図表2-1 レバレッジドローンの流通市場価格



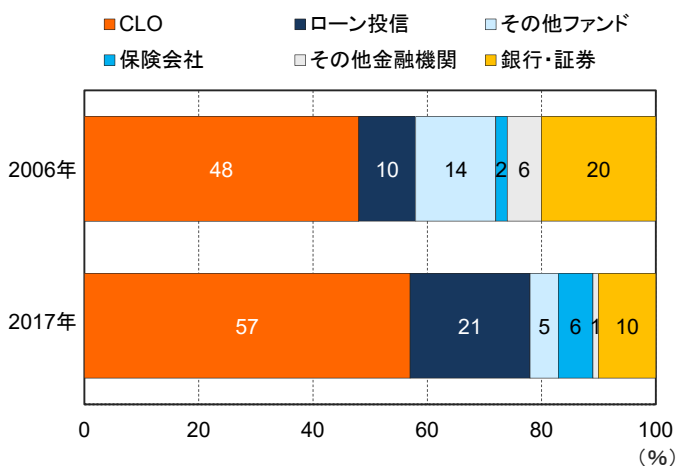
(備考) Bloomberg

図表2-2 社債スプレッド



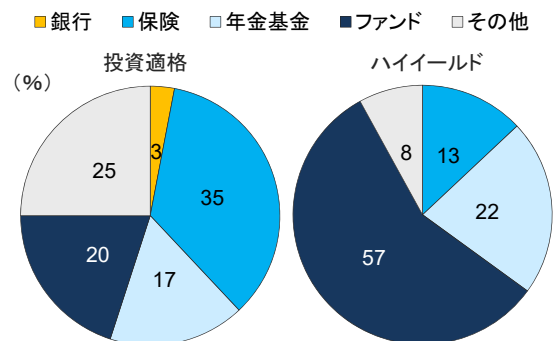
(備考) セントルイス連銀

図表2-3 レバレッジドローンの投資家構成



(備考) IMF

図表2-4 社債の投資家構成(18年)

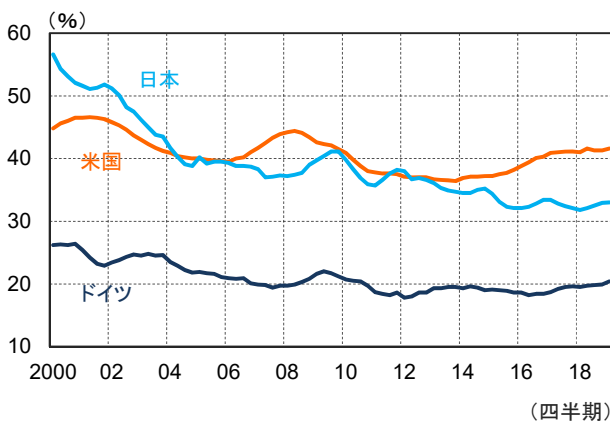


(備考) IMFにより日本政策投資銀行作成

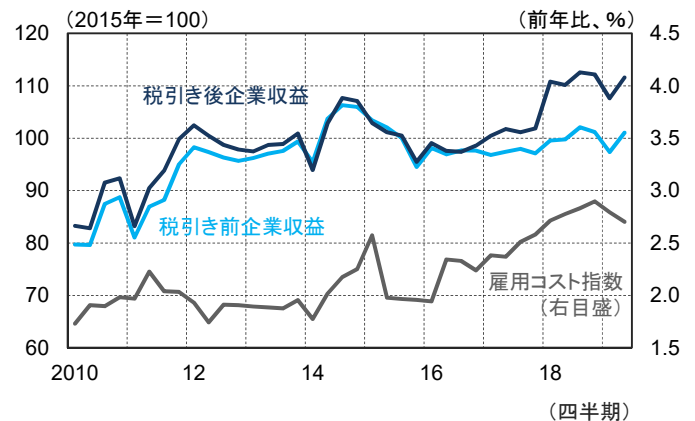
### 3. マクロ経済の下押しを通じた債務問題の顕在化に留意

- これまで高リスクの企業債務が増加しても大きな問題が生じなかった背景には、企業の収益が比較的安定していたことがあると考えられる。企業の債務返済比率は、FRBが07年以降に行った大規模な金融緩和で返済負担が軽減されたほか、企業収益も持ち直したことから、リーマン後に低下した(図表3-1)。
- しかし、15年からFRBが利上げを開始したほか、債務残高が増加したことから、債務返済比率も上昇に転じ、概ね横ばいの日本やドイツと対照的となっている。加えて、企業収益は、18年後半以降頭打ちとなっている。先行きは、貿易交渉を進めてきた米中両国が1/15に第1段階の合意に署名したことを受け、米中摩擦を巡る不透明感が和らぐものの、17年末の法人税減税による効果の縮小もあり、企業収益の大幅な改善は見込みがたい。さらに、賃金に加えて、社会保障費の企業負担などを含めた人件費の伸びが高まっており、企業収益を圧迫している(図表3-2)。企業収益の悪化により、BBB格から投機的への格下げ(Fallen Angel)が相次ぐリスクも指摘されている。
- マクロ経済や金融市場では、リーマン前のような広範な過熱感は見られない。しかし、企業債務は過熱傾向にあるほか、資産価格については、引き続き過熱状態にある(図表3-3)。株式市場、社債市場とも18年末に調整したが、今後も低金利下で企業債務が増加しやすい状況が続く。企業はこれまで良好な収益環境を享受してきたが、今後は景気減速やコスト増などで企業収益の悪化、格下げや債務不履行などが生じ、これが投資抑制や雇用調整などマクロ経済の下押しを通じて、問題を顕在化させる可能性に留意が必要となる。

図表3-1 企業の債務返済比率



図表3-2 企業収益と雇用コスト指数



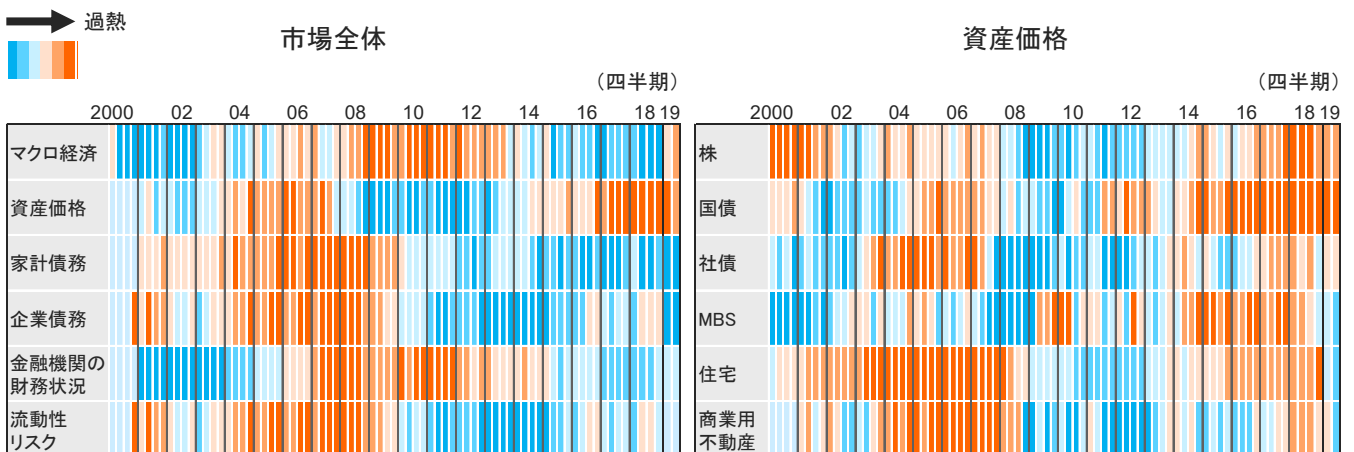
(備考) 1. BIS

2. 債務返済比率 = 元利返済額 ÷ (企業所得 + 支払利息 + 支払配当金)

(備考) 1. 米商務省、米労働省

2. 雇用コスト = 賃金・報酬 + 残業代、保険・社会保障関連費用等

図表3-3 ヒートマップ(金融システム警戒指標)

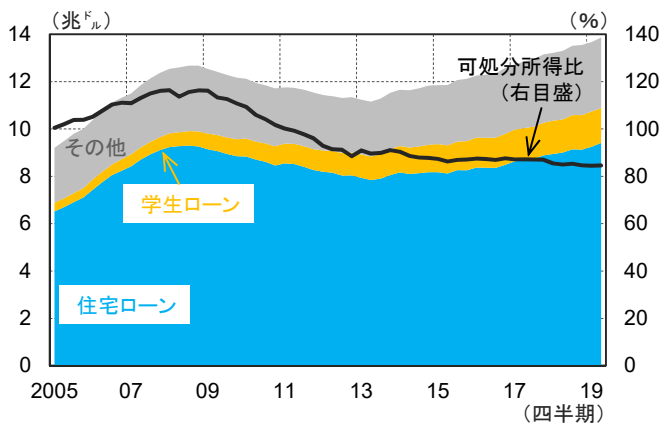


(備考) 1. OFR 2. 「マクロ経済」の構成項目のうち、経常収支や財政収支のGDP比は景気悪化でGDPが低下すると過熱を示し、好況下でのインフレ率低下もデフレ警戒のサインとなる

#### 4. 家計が抱える学生ローンは住宅ローンに次ぐ規模に拡大

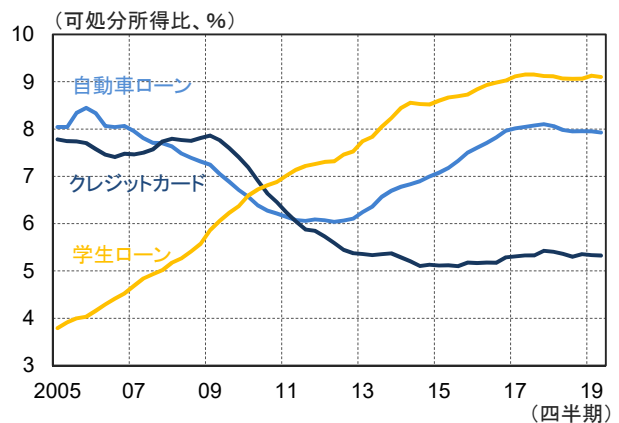
- 家計債務に目を転じると、米国ではリーマン前の水準を超えて増加しているものの、可処分所得比で見れば概ね横ばいとなっており、家計のバランスシートは過去に比べて健全な状態にある(図表4-1)。この背景には、雇用・所得の改善により、可処分所得の増加が続いていることに加え、住宅ローンの借入基準厳格化などを背景に、7割弱を占める住宅ローンの増加が緩やかにとどまっていることがある。
- 一方、住宅ローン以外では、学生ローンが継続的に増加しており、残高は足元で1.5兆ドル程度にまで膨らんでいる。可処分所得比では、9%程度まで上昇しており、自動車(8%程度)やクレジットカード(5%程度)を上回る(図表4-2)。
- 学生ローンが増加した背景には、大学進学率の上昇や、学費の高騰がある(図表4-3)。学費の高騰については、寄付金や政府補助の減少、大学関係者の報酬の増加、大学における維持管理費の上昇など、様々な要因が指摘される。特に私立大学の学費は、他国を大きく上回る水準となっており、一部の営利法人の大学では、テレビCMなどで大々的に広告を行い、強気な価格設定を行っている(図表4-4)。
- また、米国では政府が低利かつ柔軟な返済プランの学生ローンを提供しており、学生ローンの9割程度が政府からの借り入れとなっている。例えば、政府の所得連動型返済プランを活用すれば、最大20~25年の返済期間において、所得の一定割合を上限とした支払いが可能となるほか、返済期間終了後に残っている債務は免除される仕組みとなっている。このように、政府から好条件で借り入れができることも、学生ローンの増加の一因となっている。

図表4-1 家計債務残高



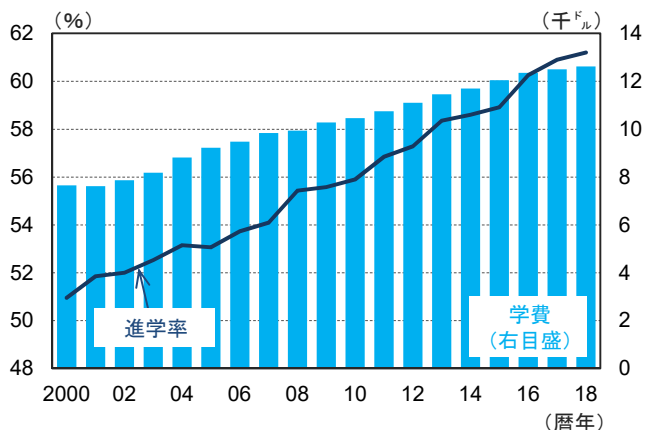
(備考)米商務省、NY連銀により日本政策投資銀行作成

図表4-2 消費者ローン残高の内訳



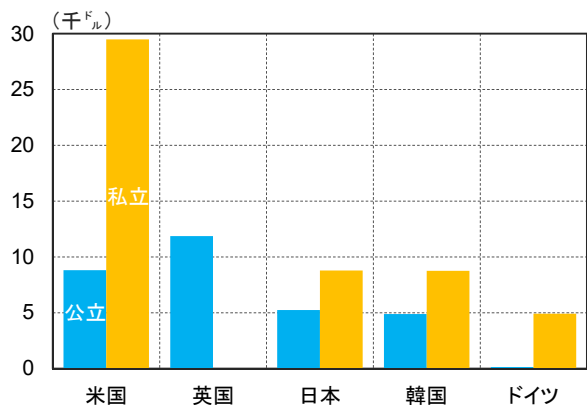
(備考)1.米商務省、NY連銀により日本政策投資銀行作成  
2.後方3期移動平均

図表4-3 大学進学率と大学の学費



(備考)米商務省、National Center for Education Statistics

図表4-4 大学の学費(年間)の国際比較



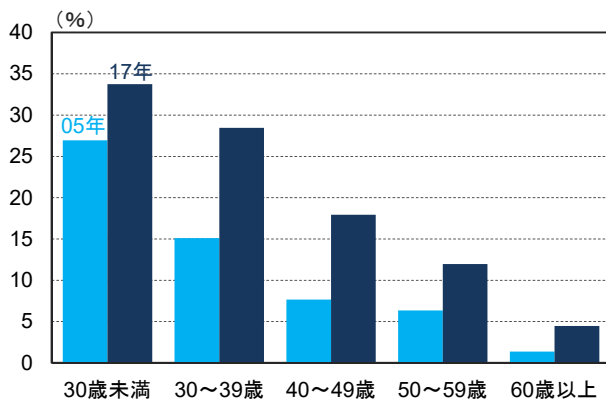
(備考)1.OECD 2.PPP(購買力平価)によるドル換算(18年)  
3.英国の私立大学についてはデータが存在しない



## 5. 学生ローンの増加が金融システムに及ぼす影響は限定的

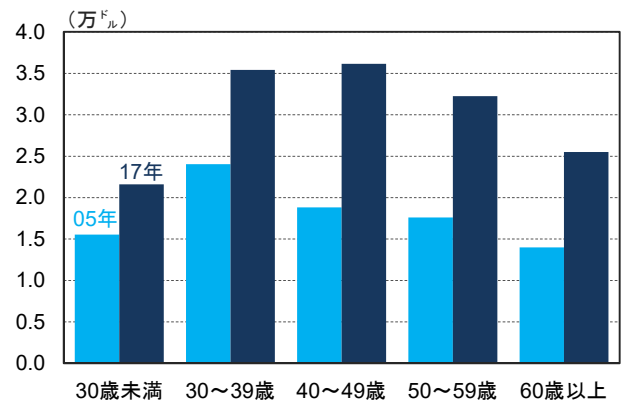
- 文部科学省の統計によれば、日本で貸与型の奨学金を日本学生支援機構から受給している大学生等は4割未満だが、米国ではこの比率が8割程度となっている。米国で各年齢層の学生ローン保有比率をみると、05年から17年にかけて全ての年齢層で上昇しているが、最も高いのは30歳未満であり、同世代の30%以上が学生ローンを保有している(図表5-1)。ただし、保有比率の上昇幅は、30~49歳でより大きくなっている。借り手一人当たりの残高をみても、全ての年齢層で増加しているものの、30歳以上の増加が目立つ(図表5-2)。
- この要因として、学生ローンを負担できない子供の債務を親が肩代わりしていることが指摘されているほか、学生時代に抱えたローンの返済が滞っている可能性が考えられる。学生ローンの延滞率をみると、近年は高止まりしているものの、新規延滞への移行率は低下基調にある(図表5-3)。この背景には、雇用環境の改善に加え、前述の政府による所得連動型返済プランの活用が進み、返済期間の延長や返済負担の軽減が可能になったことがあると考えられる。学生ローンの9割程度が政府からの借り入れとなっていることも勘案すれば、学生ローンの不良債権化が大規模に進んだとしても、金融システムに及ぼす影響は限られるとの見方は多い。
- 他方で、学生ローンの増加は、個人消費や住宅購入の下押しにつながる可能性がある(図表5-4)。利払い負担の増加により、実質所得が減少するという直接的な影響に加え、クレジットスコアの低下により、住宅ローンや自動車ローンなど、他の消費者ローンへのアクセスが困難になることや、学生ローンを抱える者が返済を優先することで、消費や住宅購入が見送られるといった間接的な影響が考えられる。そこで、次頁では、学生ローンが①持ち家率と②個人消費に与えた影響について確認する。

図表5-1 学生ローンの保有比率



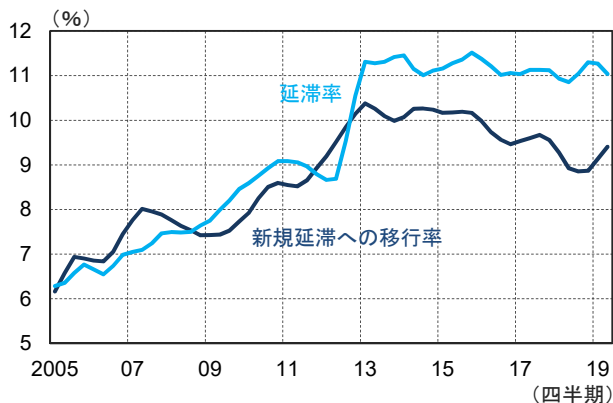
(備考)NY連銀

図表5-2 借り手一人当たりの学生ローン残高



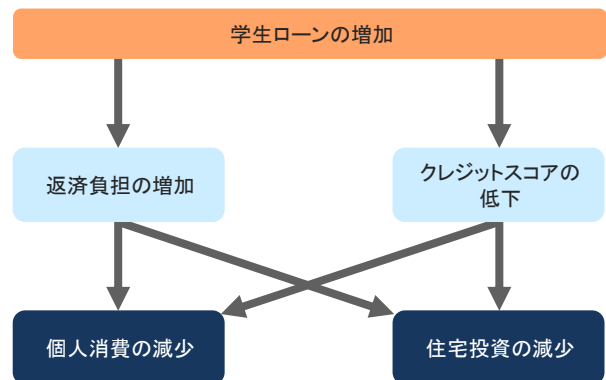
(備考)1.NY連銀 2.実質値

図表5-3 学生ローンの延滞状況(90日超)



(備考)1.NY連銀 2.後方3期移動平均

図表5-4 学生ローンの増加により想定される影響

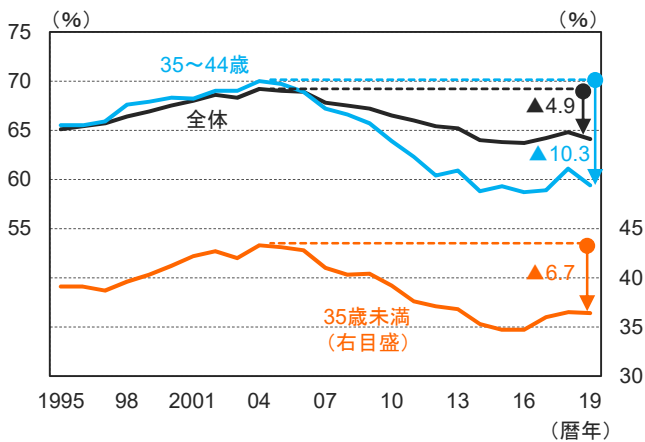


(備考)日本政策投資銀行作成

## 6. 学生ローンの増加は個人消費を下押し

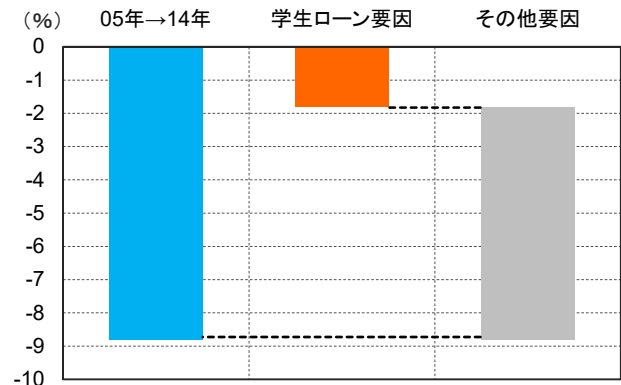
- 持ち家率は、04年頃をピークとし、リーマン後は低下が続いている(図表6-1)。また、年齢別にみると、学生ローンをより多く抱える若い世代の低下幅が大きくなっている。持ち家率低下の背景としては、建設コストの増加による住宅価格の上昇に対し、雇用・所得の改善が追いついていないことなどが指摘されるが、学生ローンの増加も、若い世代の持ち家率の低下の一因となった可能性が考えられる。
- このことについて検証したMezza et al.(2019)によれば、学生ローンの増加は、24~32歳の若者の持ち家率に有意なマイナスの影響を与えた。ただし、05年から14年にかけての持ち家率の低下のうち、学生ローン要因は2割弱にすぎず、これが持ち家率低下の主因であるとはいえない(図表6-2)。
- 次に、学生ローンが消費に与える影響について、消費関数の推計により確認する(図表6-3)。ここでは、個人消費の変化率を説明する変数として、家計の可処分所得(変化率)と、資産効果を示す純資産(前期差の可処分所得比)に加え、Pistaferri(2016)の手法に倣い、レバレッジ比率(家計債務残高/可処分所得)を含めている。これは、(資産効果に含まれる)債務残高の変化だけでなく、債務の水準自体が消費に影響を与える、すなわち高水準の債務は、クレジットスコアの低下や返済負担の増加により、個人消費の下押しになるとする「過剰債務」の考え方に基づいている(Dynan(2012))。なお、家計は前期の債務残高に基づいて今期の消費額を決めるとの仮定から、1期前のレバレッジ比率を説明変数としている。
- 推計結果によれば、実質可処分所得や実質純資産(可処分所得比)と個人消費の間には、有意な正の関係がある。また、レバレッジ比率と個人消費の間には、有意な負の関係がある。このことから、学生ローンの増加は、①ローンの利払い負担の増加による実質可処分所得の減少、②負債の増加による実質純資産の減少、③レバレッジ比率の上昇のいずれのルートからも、個人消費の減少に結びついていると考えられる。

図表6-1 持ち家率



(備考) 1.米商務省 2.18年までは第4四半期、19年は第2四半期の値  
3.矢印は05年から19年にかけての低下幅

図表6-2 学生ローンによる持ち家率への影響



(備考) 1.Mezza et al.(2019) 2.分析対象は24~32歳

図表6-3 消費関数

変数	係数
定数項	0.0080 (4.23) ***
実質可処分所得	0.2707 (4.26) ***
実質純資産	0.0116 (2.74) ***
レバレッジ	-0.0046 (-2.94) ***

修正R<sup>2</sup>=0.22

(備考) 1.以下の式による推計

(推計期間: 1970年第1四半期~2019年第2四半期)

$$\Delta \ln(c_t) = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln(y_t) + \beta_2 \frac{\Delta w_t}{y_t} + \beta_3 L_{t-1} + \varepsilon_t$$

$c_t$ : t期の一人当たり実質個人消費

$y_t$ : t期の一人当たり実質可処分所得

$w_t$ : t期の一人当たり実質家計純資産

$L_t$ : t期のレバレッジ比率(家計債務残高/可処分所得)

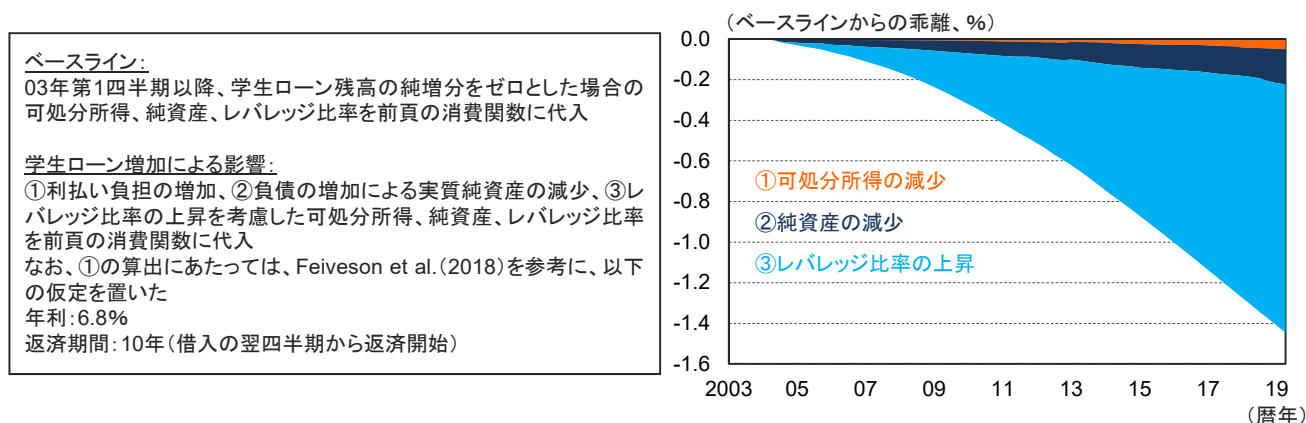
2.( )内はt値。\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準で有意

3.データの出所はFRB、米商務省

## 7. 学生ローン増加による経済全体への影響は限定的だが、社会問題として対策が求められる

- 前頁に挙げた①～③の影響について、一定の仮定に基づき試算を行った(図表7)。ここでは、学生ローン残高が03年以降一定だったと仮定したケース(ベースライン)と、学生ローン残高が実績通りに増加したケースについて、それぞれ可処分所得、純資産、レバレッジ比率を算出し、前頁で推計した消費関数に代入することで、各時点の個人消費を比較した。その結果、学生ローンの増加は、個人消費の下押しとなっているものの、下押し幅は直近の19年第2四半期時点でも1.5%程度となっており、経済全体への影響は必ずしも大きくないことが分かった。なお、下押し要因の内訳をみると、③のレバレッジ比率の上昇による影響が相対的に大きくなっている。学生ローンの特徴として、住宅ローンのように購入した資産(住宅)が直接的に計上されず、学費を支払った分、純資産が減少することがあるが、その影響(②)は限定的となっている。
- もっとも、低所得層を中心に、多額の学生ローンを抱える一部の家計は困窮しており、20年11月の大統領選を巡っては、一部民主党候補が提案した学生ローンの全額返済免除措置が争点となるなど、学生ローンの積み上がりは社会問題となっている。教育による中長期的なリターン(将来所得の増加)がコストを上回る限り、学生ローンの活用は歓迎されるべきであるが、近年普及している営利大学のプログラムは、高価でありながらも高収入に結びつきづらく、学生がリターンに見合わないコストを支払っているとの指摘も多い。米国では、NPOなどが学生の大学選びや学生ローンの返済プランの選択にかかる啓蒙、支援を行っているが、こうした取り組みを通じて、学生ローンによるマイナスの影響が低減されることが期待される。

図表7 学生ローンが個人消費に与える影響



(備考) 1.FRB、米商務省 2.単純化のため、一人当たり学生ローン残高が減少した期については、利払い負担の増分はゼロとした  
3.定義上、利払いは可処分所得の控除項目ではなく消費支出の一部に含まれるが、ここでは利払い負担の増加が可処分所得の減少につながると仮定した

### 参考文献

- Aldasoro, I., Borio, C. and Drehmann, M. (2018), "Early Warning Indicators of Banking Crises: Expanding the Family," BIS Quarterly Review.
- Dynan, K. (2012), "Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?," Brookings Papers on Economic Activity.
- Feiveson, L., Mezza, A. and Sommer, K. (2018), "Student Loan Debt and Aggregate Consumption Growth," FEDS Notes.
- Mezza, A., Ringo, D. and Sommer, K. (2019), "Can Student Loan Debt Explain Low Homeownership Rates for Young Adults?," FRB Consumer & Community Context.
- Pistaferri, L. (2016), "Why Has Consumption Remained Moderate after the Great Recession?," Mimeo.

©Development Bank of Japan Inc. 2020

本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、取引等を勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail (産業調査部) : report@dbj.jp