

《2020～21年米国経済見通し》

2019年12月3日
No.2019-014

米中対立の緩和で安定化に向かう米国経済

～米中貿易戦争の再燃とバブル形成がリスク～

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

- ◆米国経済の成長ペースは2018年央をピークに減速しているものの、これまで景気拡大が持続。企業部門が景気の足を引っ張る一方で、家計部門が下支え。この結果、今回の景気拡大局面は19年7月から戦後最長に。今後の展開は、トランプ政権・議会の政策運営と、F R Bの金融政策運営が大きく左右。
- ◆まず、通商政策についてみると、トランプ政権は18年から強硬な対中政策を続けてきたものの、20年11月の大統領選挙までは姿勢を軟化させる見通し。再選を目指すトランプ大統領は、中国との貿易戦争の激化が景気悪化や株安を招き、支持率の低下を招く事態を回避する方向へ。そのため、製造業を中心とする企業部門の弱さが雇用削減などを通じて家計部門に波及する事態には至らない見込み。
- ◆次に、財政政策に目を向けると、19年夏に超党派予算法が成立したことで、当面は財政支出の拡大が可能となり、景気を下支えする見込み。ただし、党派対立の激化や財政状況の悪化などにより、大規模な景気刺激策は見込み薄。
- ◆最後に、金融政策についてみると、F R Bによる予防的な利下げの効果が今後徐々に顕在化。景気失速が回避されるため、さらなる利下げは実施されないと予想。一方で、インフレ期待の低迷や貿易戦争再燃による景気下振れリスクの残存などから、利上げ再開には高いハードル。F R Bは物価上振れよりも景気下振れの防止に重点を置いた政策運営を続ける公算大。
- ◆以上を踏まえ、景気の先行きを展望すると、トランプ大統領が景気に配慮した政策運営を行うと予想されるほか、緩和的な金融環境が景気を下支えすることで、20年後半にかけて成長ペースは小幅ながら持ち直しへ。ただし、米中覇権争いの長期化が予想されるため、景気の力強い拡大は見込み薄。結果として、予測期間を通じて成長ペースは2%程度とみられる潜在成長率並みにとどまる見通し。
- ◆以上のメインシナリオに対して、米中貿易戦争の展開次第で上下双方向に振れるリスク。また、緩和的な金融環境は、短期的には景気下振れリスクを抑制するものの、各種マーケットにおけるリスクテイクの動きを促すことで金融市場でのバブルを形成する恐れがあり、中期的には景気下振れ要因に。

< 目 次 >

1. 現状：企業部門に弱さも、家計部門が下支え・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 1
2. 通商・財政・金融政策の行方とその影響・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 2
 - (1) 米中貿易戦争はいったん休戦へ
 - (2) 貿易戦争によるマイナス影響拡大は回避
 - (3) 財政出動の規模は限定的
 - (4) 予防的利下げの効果が徐々に顕在化
 - (5) 利上げ再開には高いハードル
3. 見通し：景気は底堅さを維持、トランプ大統領は再選へ・・・・・・・・・・ 7
4. リスク・・ 8
 - (1) 米中貿易戦争の展開次第で上下双方向のリスク
 - (2) 緩和的な金融環境は中期的な下振れリスクに

本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

井上 肇、松田 健太郎、橘高 史尚 (Tel : 03-6833-0920 Mail : inoue.hajime@jri.co.jp)

◆日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」は下記URLから登録できます。
(右側QRコードからもアクセスできます)

新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなどに対するコメントや
研究員のコラムなどを随時お届け致します。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

メールマガジン配信中

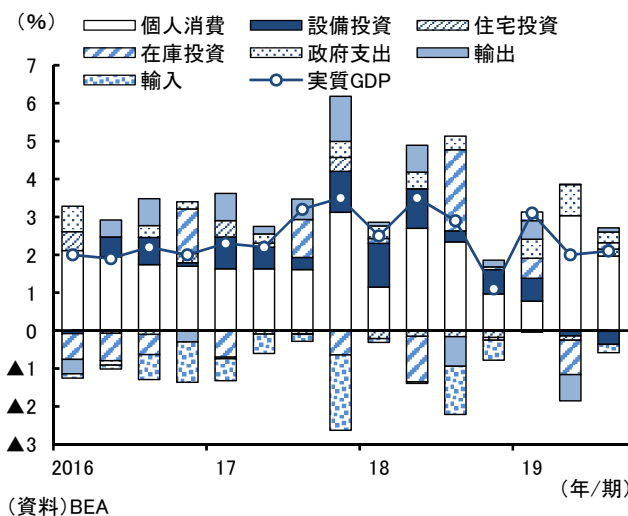


本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

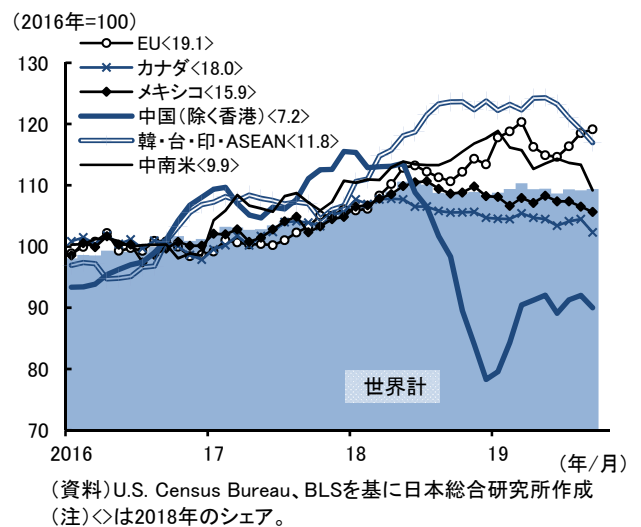
現状 企業部門に弱さも、家計部門が下支え

- (1) 米国経済の成長ペースは2018年央をピークに減速しているものの、これまで景気拡大が持続（図表1-1）。この結果、09年7月から始まった今回の景気拡大局面は、19年7月から11年目に入り、戦後最長に。
- (2) 部門別にみると、企業部門が景気の足を引っ張る状況。米国発の貿易摩擦やそれに伴う海外経済の減速を受けて、輸出が伸び悩み。国・地域別にみると、18年末にかけて中国向けが大きく減少し、その後も低迷が持続（図表1-2）。また、通商政策などを巡る不透明感が強まるなか、19年7～9月期にかけて設備投資が2四半期連続で減少。
- (3) 一方、家計部門が景気を下支え。良好な雇用・所得環境に加え、F R Bの金融緩和などを受けた株価上昇を追い風に、個人消費の増勢が持続（図表1-3）。また、住宅ローン金利の低下などを受けて、住宅販売が持ち直し（図表1-4）。
- (4) 減速しつつも戦後最長となっている景気の先行きは、20年11月の大統領選挙を意識したトランプ政権・連邦議会の政策運営と、政治からの独立性を有しているとはいえ、政権や議会の政策が景気に及ぼす影響を考慮せざるを得ないF R Bの金融政策運営に大きく左右される公算大。以下では、通商・財政・金融政策の行方とその影響について考察したうえで、景気の先行きを展望。

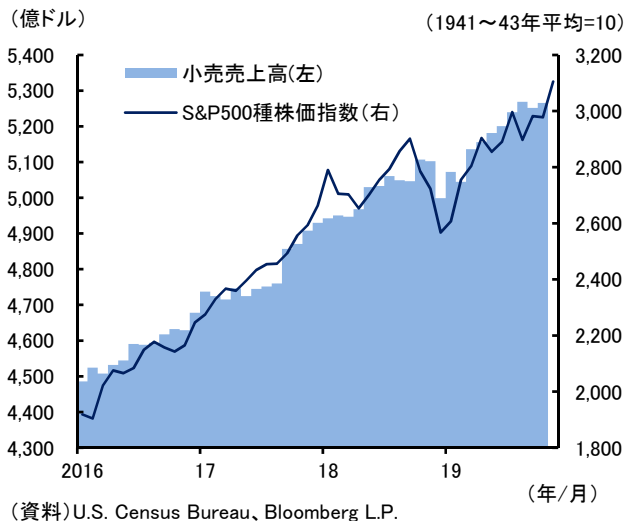
(図表1-1) 米国の実質GDP成長率(前期比年率)



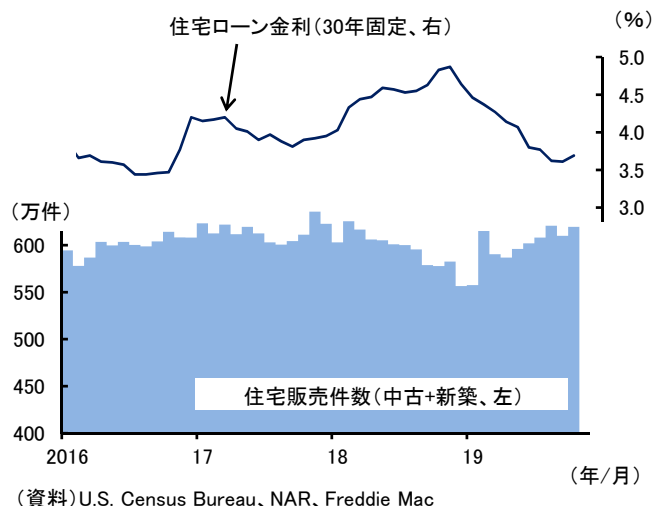
(図表1-2) 米国の地域別実質輸出(3カ月移動平均)



(図表1-3) 米国の小売売上高と株価



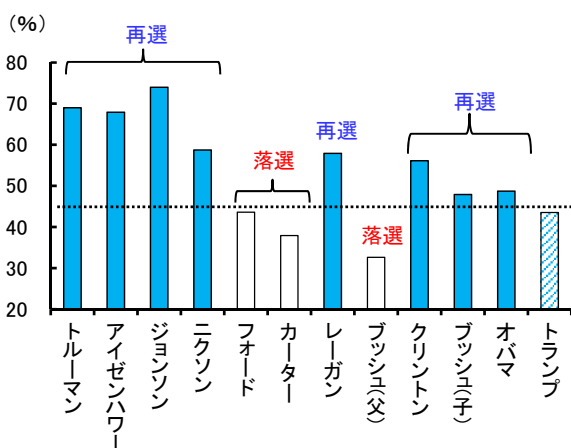
(図表1-4) 米国の住宅販売と住宅ローン金利



通商政策① 米中貿易戦争はいったん休戦へ

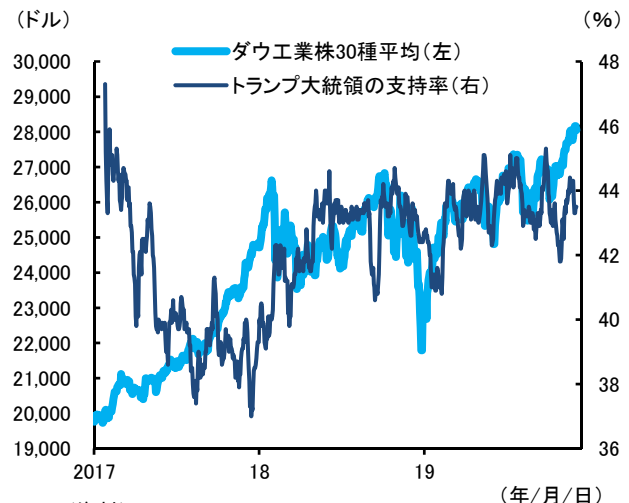
- (1) まず、通商政策についてみると、トランプ政権は2018年から強硬な対中政策を続けてきたものの、少なくとも20年11月の大統領選挙までは姿勢を軟化させる見通し。過去の選挙直前の現職支持率をみると、40%台半ばが再選と落選の境目（図表2-1）。再選を目指すトランプ大統領の足許の支持率はちょうど境目付近にあるため、米中貿易戦争の激化による景気悪化や株安が支持率の低下を招く事態を回避する方向へ。実際、米国株の値動きとトランプ大統領の支持率は、18年末頃から連動する傾向（図表2-2）。
- (2) 米中貿易戦争の激化は、とりわけトランプ大統領をこれまで支持してきた有権者に大きな打撃を与える公算大。前回の大統領選でトランプ氏の勝利に貢献したラストベルト（錆びついた工業地帯）では、すでに製造業のマインドが大きく落ち込んでいるほか、雇用者数が減少（図表2-3）。また、16年のトランプ大統領誕生以降、共和党の支持基盤である農家の景気マインドは高い水準を維持しているものの、中国による米農産品の輸入拡大などが実現しなければ、そうした期待がはく落する恐れ（図表2-4）。
- (3) 中国も景気が減速するなかで、貿易戦争の激化を望んでいないとみられ、米中両国が歩み寄る形で、何らかの通商合意が正式署名に至るとというのがメインシナリオ。米国が19年12月15日に予定している残りの対中関税第4弾の発動をいったん延期した後、中国が米農産品の輸入を拡大する一方、米国が追加関税を見送ることなどを柱とする「第一段階」の通商合意が20年春頃までに成立すると想定。

(図表2-1) 大統領選挙直前の現職支持率



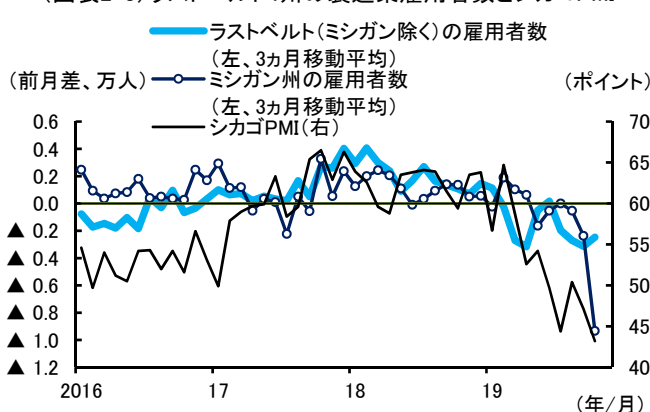
(資料) Five Thirty Eight, RCPを基に日本総合研究所作成
(注) トランプ大統領は2019年12月2日時点。

(図表2-2) 米国株価とトランプ大統領の支持率



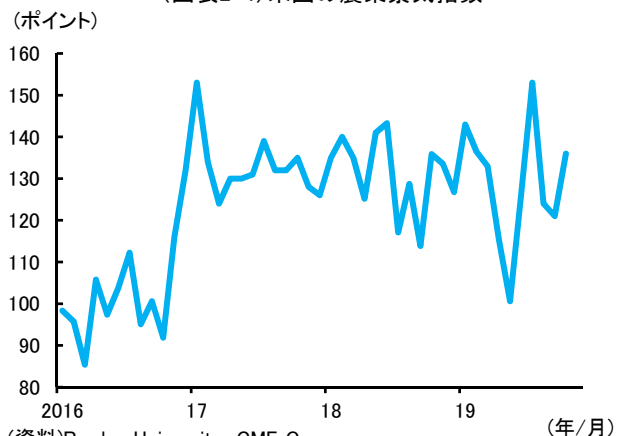
(資料) Bloomberg L.P., RCP

(図表2-3) ラストベルト4州の製造業雇用者数とシカゴPMI



(資料) BLS, シカゴ購買部協会
(注1) 4州はオハイオ、ペンシルバニア、ミシガン、ウィスコンシン。ミシガン州は9~10月にかけて自動車メーカーGMのストライキの影響があるため、別で表示。
(注2) シカゴPMIは、シカゴ地区の製造業景況感を示す指標。

(図表2-4) 米国の農業景気指数

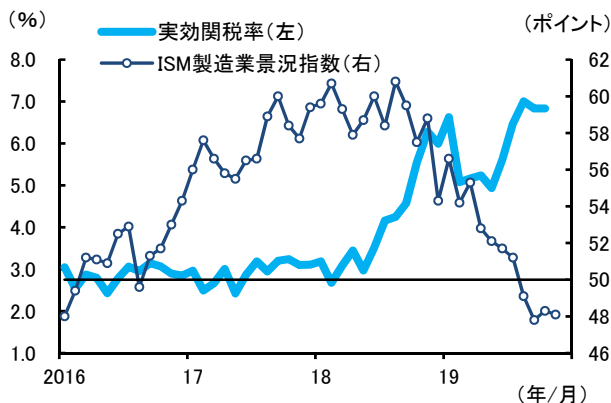


(資料) Purdue University, CME Group
(注) パーデュー大学とCMEグループが共同で実施している米国の農業従事者のセンチメント調査に基づいて算出された「AG Economy Barometer」。直近は2019年10月。

通商政策② 貿易戦争によるマイナス影響拡大は回避

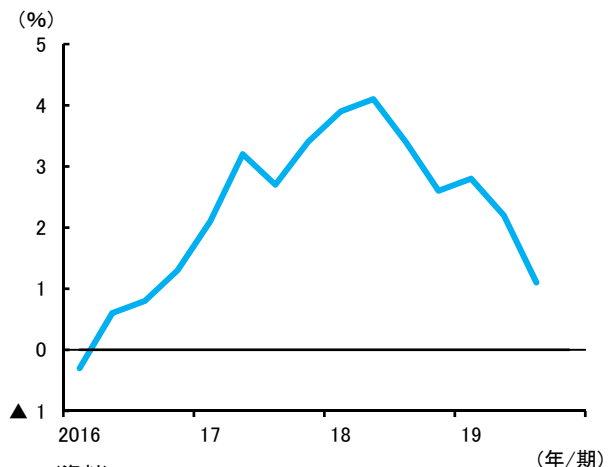
- (4) これまでの米中貿易戦争によるマイナス影響は、企業部門を中心に顕在化。米国が発動した対中輸入関税に対し、中国が米国からの輸入に報復関税を課したことで、米国の輸出関連企業や原材料等を中国から輸入する製造業が大きく影響を受ける格好に。実際、通商摩擦による実効関税率の上昇に合わせて、製造業の景況感が大きく悪化（図表3-1）。
- (5) 製造業への最も大きな影響は、先行き不透明感の高まり。トランプ政権の予測困難な通商政策によって、受注動向などが見通しづらくなるなか、製造業を中心に設備投資に対する慎重姿勢が強まる状況（図表3-2）。
- (6) もっとも、19年9月半ば以降、米中通商協議に進展がみられたことで、製造業の活動に底打ちの兆し。10月はISM製造業景況指数における輸出受注が良し悪しの判断の分かれ目となる「50」超に急回復し、新規受注全体にも下げ止まり感（図表3-3）。11月は米中の「第一段階」の通商合意が遅れるなかで、ISM指数が下振れしたものの、今後、貿易戦争のエスカレートが回避されることで、輸出や設備投資が徐々に底入れに向かう見通し。
- (7) この結果、製造業を中心とする企業部門の弱さが家計部門に波及する事態には至らない見込み。企業の採用マインドはピークアウトしたものの、人手不足感が強いなかで依然として高水準を維持しているため、雇用削減などが広がり個人消費が腰折れする可能性は小（図表3-4）。

(図表3-1)米国の実効関税率と製造業の景況感



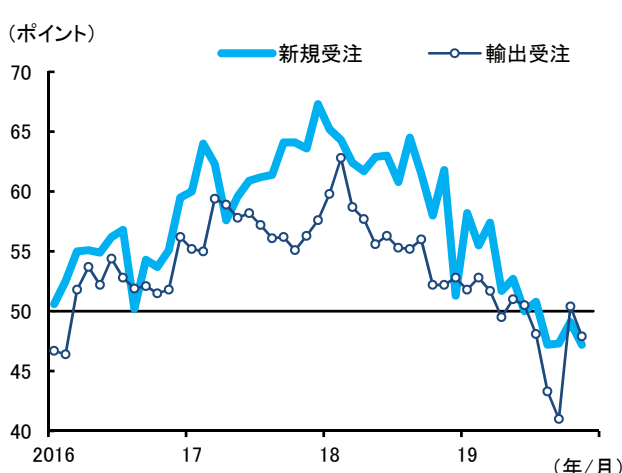
(資料)U.S. Census Bureau、Treasury、ISMを基に日本総合研究所作成

(図表3-2)製造業の設備投資計画(先行き12ヵ月、前年比)



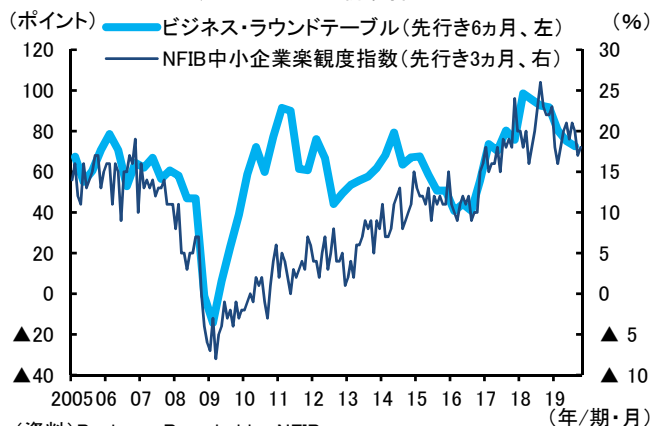
(資料)NAM

(図表3-3)ISM製造業景況指数



(資料)ISM

(図表3-4)企業の新規採用マインド

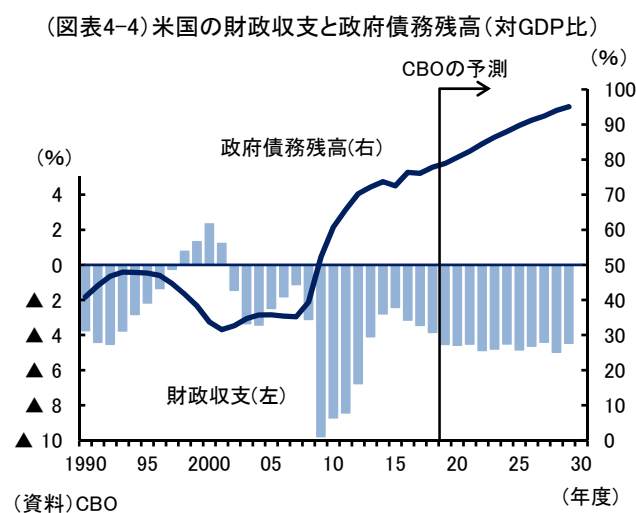
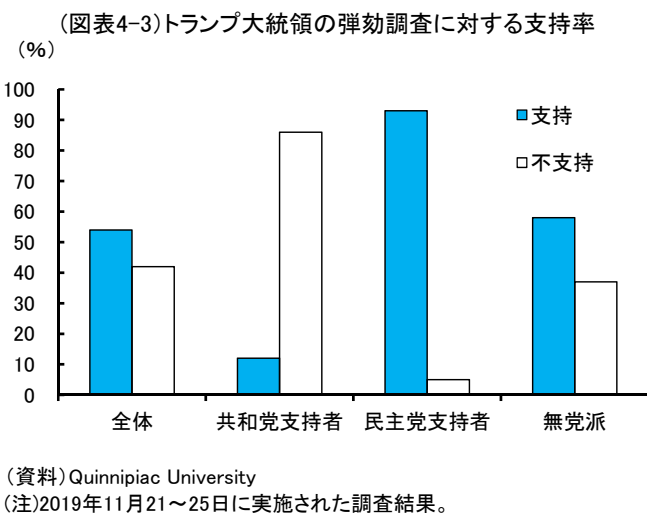
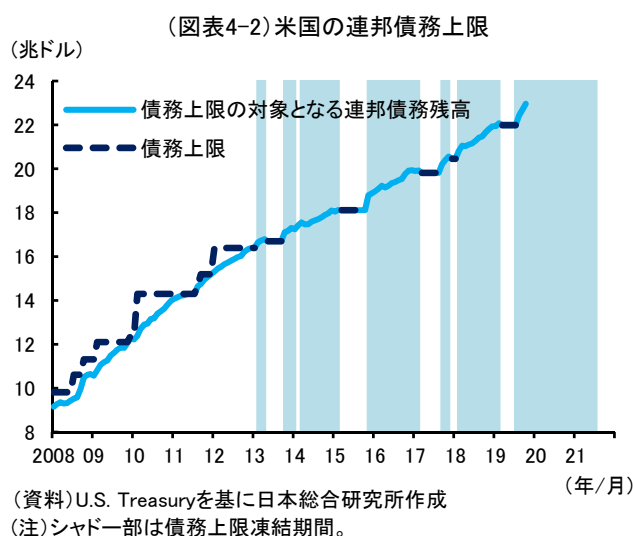
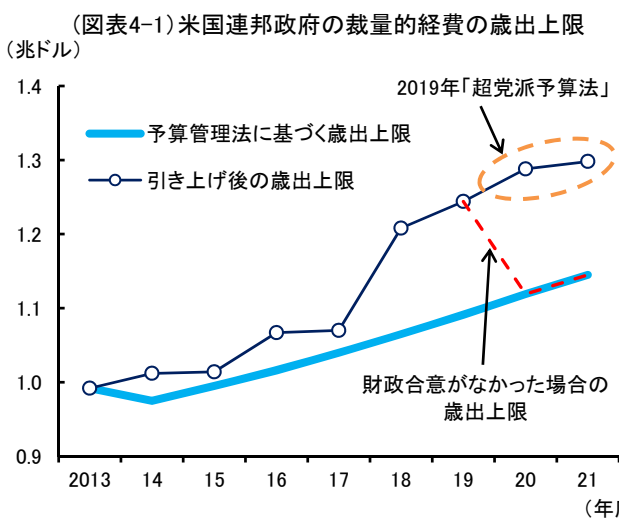


(資料)Business Roundtable、NFIB

(注)ビジネス・ラウンドテーブルは、米大手企業のCEOで構成される経済団体。

財政政策 財政出動の規模は限定的

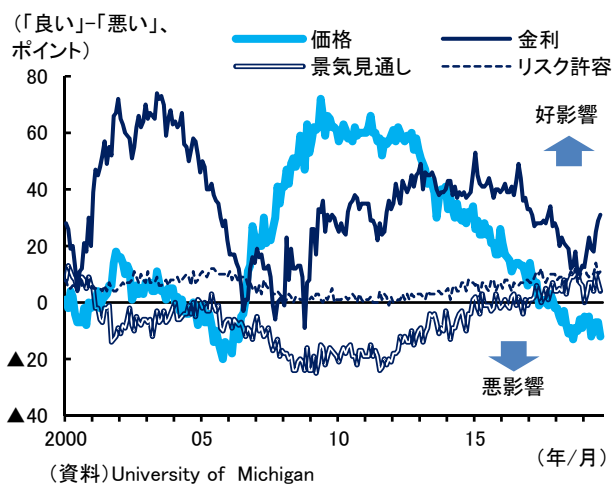
- (1) 次に、財政政策に目を向けると、2019年夏に超党派予算法が成立したことで、当面は柔軟な財政支出の拡大が可能となり、景気を下支えする見込み。まず、21年度までの裁量的経費の歳出上限が引き上げられたことで、20年度は19年度よりも対GDP比で0.2%程度の歳出拡大余地を確保（図表4-1）。加えて、21年7月31日まで連邦債務上限の適用が停止されたため、米国債の増発による財政資金の調達が可能に（図表4-2）。
- (2) ただし、以下の理由から、共和党・民主党の対立は深まっている状況。第1は、メキシコ国境の壁の問題。トランプ大統領は、20年度の本予算において、メキシコ国境での壁の建設費の計上を要求。一方、下院で過半数を占める民主党は、これに反対する姿勢。
- (3) 第2は、トランプ大統領の弾劾の問題。世論調査では、民主党支持者の多くが弾劾調査を支持する一方、共和党支持者の大半は不支持（図表4-3）。弾劾手続きの影響で、トランプ大統領・共和党と民主党の対立が激化しており、双方の妥協点を見出しにくくなる恐れ。
- (4) こうした党派対立の下では、財政面からの大規模な追加景気刺激策の実現は困難。加えて、18年の大型減税の実施などにより、現行法ベースでも高水準の財政赤字が続き、政府債務の増加が予想されるなか、与党・共和党内の財政規律を重視する勢力の反対も必至（図表4-4）。そのため、財政出動の規模は限定的なものにとどまる見込み。
- (5) なお、20年度の本予算（歳出法案）は成立しておらず、19年12月20日まで暫定予算でつないでいる状況。12月21日以降については、予算失効に伴う政府機関閉鎖のリスクが残存。



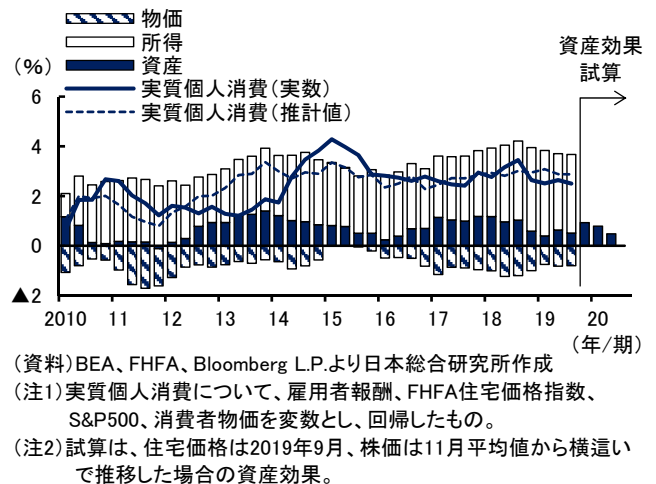
金融政策① 予防的利下げの効果が徐々に顕在化

- (1) 最後に、金融政策についてみると、FRBによる既往の利下げが景気を下支えへ。FRBは、米中貿易戦争や海外経済の減速などに伴う景気下振れリスクが高まるなか、2019年7、9、10月の3会合連続で予防的利下げを実施。先行き、家計・企業の双方で利下げの効果が顕在化する見通し。
- (2) 家計部門では、住宅ローン金利の低下が住宅購入を促進。家計の住宅購入判断に影響している要因をみると、供給不足などによる住宅価格の上昇が重石となっているものの、FRBの利下げに伴う金利低下が購入判断を後押しし始めている状況（図表5-1）。加えて、緩和的な金融環境の下で株価や住宅価格などリスク資産価格の上昇傾向が続くとみられ、今後も資産効果を通じて個人消費の押し上げに作用する見込み（図表5-2）。
- (3) 企業部門では、米中貿易戦争の一段の激化が回避される下で、資金調達環境の改善が設備投資の持ち直しに寄与する見込み。中小企業サーベイでは、19年入り後、信用状況の見通しが再び改善傾向（図表5-3）。また、金利低下により通貨安が進めば、輸出の追い風となる可能性。
- (4) 先行きを展望すると、少なくとも大統領選挙まではトランプ大統領が貿易戦争の激化を回避するとみられるほか、既往緩和が景気の下支えに作用することで、当面の景気失速は回避される見込み（図表5-4）。そのため、パウエルFRB議長が一段の利下げ検討の条件とした「見通しの大幅な変更」は生じず、さらなる利下げは実施されないと予想。

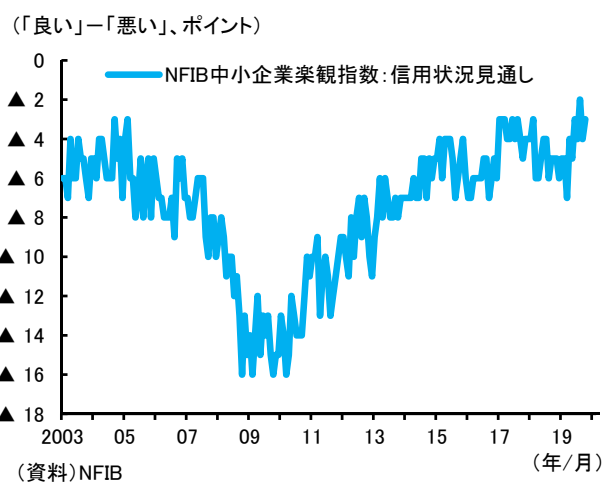
(図表5-1) 消費者の住宅購入判断への影響



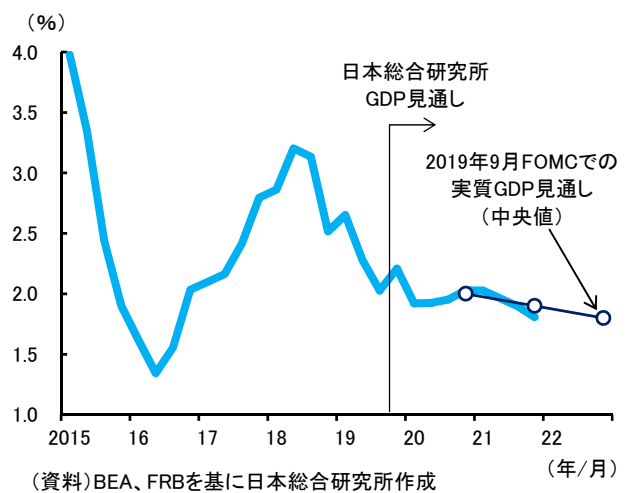
(図表5-2) 実質個人消費の変動要因分解 (前年同期比)



(図表5-3) 中小企業の信用状況見通し

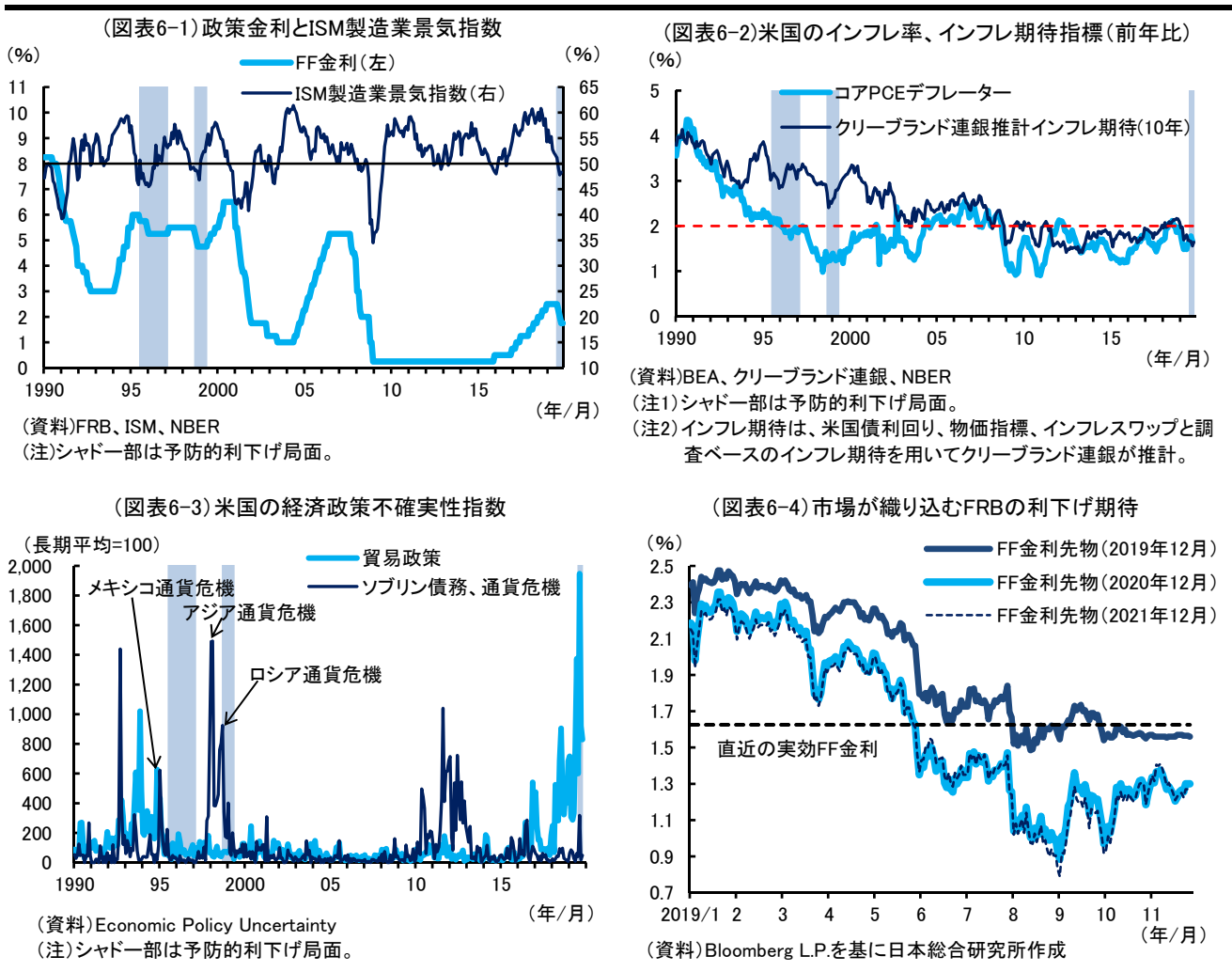


(図表5-4) 実質GDP見通し(前年同期比)



金融政策② 利上げ再開には高いハードル

- (5) 一方、利上げについても予測期間中は実施されないと予想。過去の経験を振り返ると、FRBは、1995年、98年にもISM製造業景況指数が良し悪しの判断の分かれ目となる「50」を下回った局面で予防的利下げを実施（図表6-1）。その際は、景気失速が回避されたことを確認後、比較的早期に利上げに移行。しかしながら、今回は、以下の理由から、利上げのハードルは高いと判断。
- (6) 第1に、インフレ期待の低迷。足許のインフレ期待は、過去の予防的利下げの局面に比べて低位にあるほか、18年半ば以降は実際のインフレ率に同調する形でインフレ期待が低下（図表6-2）。こうしたなか、FRBはインフレ期待を押し上げるため、インフレ率が目標の2%からある程度上振れすることを許容する方向。パウエル議長も19年10月のFOMCで、利上げを検討する条件として「インフレ率は現在の水準を大幅に上回る必要」があると指摘。
- (7) 第2に、米政権の予測困難な通商政策。過去の予防的利下げ局面では、メキシコやアジアにおける通貨危機など、いずれも海外で生じた金融システム不安が景気下振れリスクの起点に（図表6-3）。一方、今回の局面では、トランプ政権の通商政策が景気下振れリスクを招来。先行き、選挙を意識したトランプ大統領が貿易戦争の激化を回避し、短期的には不確実性が低下するとみられるものの、中国に構造的な問題の是正を求める米中通商交渉が包括的な合意に至る可能性は低く、貿易戦争再燃による景気下振れリスクが残り続ける見通し。
- (8) 以上を踏まえると、FRBは物価上振れより景気下振れの防止に重点をおいた政策運営を続ける公算が大。足許の市場でも先行きの利下げが織り込まれており、先々の景気下振れが依然として意識されている状況（図表6-4）。



見通し 景気は底堅さを維持、トランプ大統領は再選へ

- (1) 以上を踏まえ、米国経済の先行きを展望すると、再選を目指すトランプ大統領が景気に配慮した政策運営を行うと予想されるほか、緩和的な金融環境が景気を下支えすることで、2020年後半にかけて成長ペースは小幅ながら持ち直しへ（図表7-1）。一方で、米中覇権争いの長期化が予想されるため、景気力の強い拡大は見込み薄。結果として、成長ペースは2%程度とみられる潜在成長率並みにとどまる見通し。
- (2) 家計部門では、良好な雇用・所得環境と資産効果に支えられて、個人消費が底堅く推移する見通し。住宅投資は、供給不足による価格高止まりが重石となるものの、金利低下を受けた家計の住宅購入余力の改善により、緩やかな回復が続く見込み。企業部門では、米中両国による追加関税の発動が回避されることで、輸出や設備投資が底入れに向かうものの、米中対立を巡る不透明感が完全には払拭されないなか、本格回復は見込み薄。
- (3) 20年11月の大統領選挙については、トランプ大統領の再選がメインシナリオ。前回16年の大統領選挙直前の世論調査をみると、トランプ氏は民主党のクリントン氏に支持率で劣勢に立っていたものの、本選で勝利（図表7-2）。今回もトランプ氏は民主党の有力候補に対して支持率でリードを許しているものの、底堅い景気と株高地合いを維持できれば、トランプ氏に勝機ありと判断。ちなみに、選挙前の一人当たりGDPの成長率やインフレ率などを変数とした選挙予測モデルでは、トランプ氏が再選されるとの結果（図表7-3）。
- (4) FRBは、当面、これまでの予防的な利下げの効果を見極めるため、様子見姿勢を続ける見通し。景気失速が回避されることで、追加利下げは実施されない見込み。一方で、景気や物価が明確に上向くことも見通せないため、21年末までに利上げが再開される可能性は小。

(図表7-1) 米国経済成長率・物価見通し

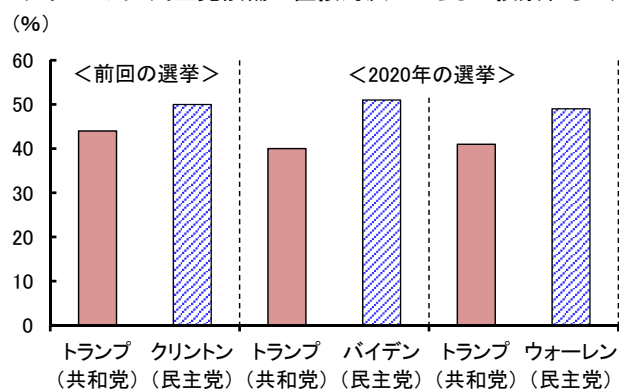
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2019年		2020年				2021年				2018年	2019年	2020年	2021年
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
	(実績)	(予測)												
実質GDP	2.1	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	1.9	1.8	1.8	1.8	2.9	2.3	2.0	1.9
個人消費	2.9	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4	2.2	2.0	2.0	2.0	3.0	2.6	2.5	2.2
住宅投資	5.1	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	▲1.5	▲1.8	0.8	0.5
設備投資	▲2.7	1.7	2.3	2.1	2.4	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8	6.4	2.2	1.3	2.2
在庫投資(寄与度)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	▲0.1	0.0
政府支出	1.6	1.2	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2	1.1	1.0	1.1	1.7	2.3	1.4	1.1
純輸出(寄与度)	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.4	▲0.3	▲0.2	▲0.1
輸出	0.9	1.9	2.3	2.1	2.2	2.2	2.3	2.1	2.2	2.2	3.0	▲0.0	1.5	2.2
輸入	1.5	2.0	2.4	2.2	2.3	2.4	2.5	2.3	2.2	2.2	4.4	1.6	2.0	2.3
実質最終需要	1.9	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	1.9	1.8	1.8	1.8	2.8	2.2	2.0	1.9
消費者物価	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.4	1.8	2.0	2.0
除く食料・エネルギー	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.2	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.1

(資料) BEA, BLSを基に日本総合研究所作成

(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年(同期)比。

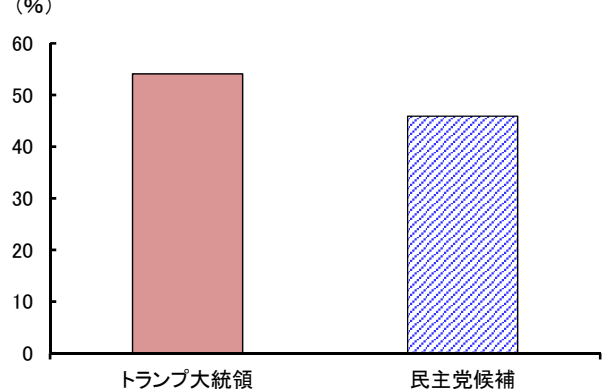
(図表7-2) 世論調査による大統領選挙予測 (トランプ氏と民主党候補の直接対決でどちらに投票するか)



(資料) Quinnipiac University

(注) 前回は選挙前の16年10月17~18日、今回は19年10月4~7日調査。

(図表7-3) 選挙予測モデルによる2020年の大統領選挙予測 (トランプ大統領と民主党候補の得票率)



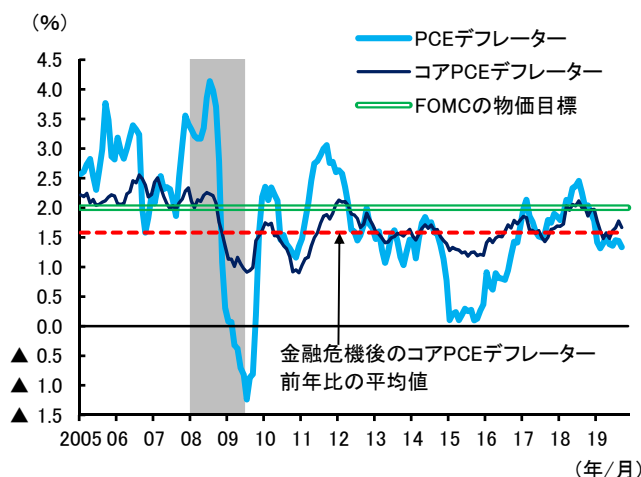
(資料) Yale University

(注) 2019年10月30日時点のシミュレーション。

リスク① 米中貿易戦争の展開次第で上下双方向のリスク

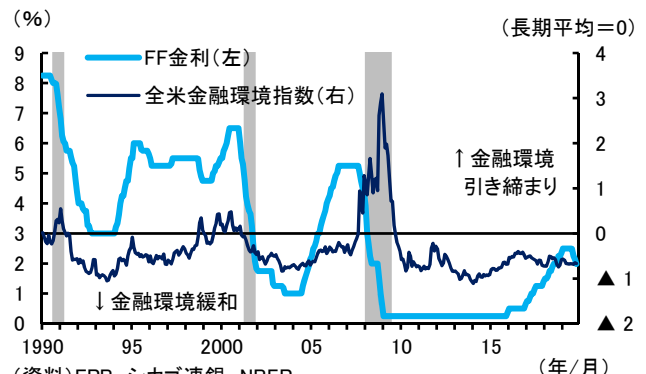
- (1) 以上のメインシナリオに対する上振れシナリオは、米中貿易戦争の長期休戦による景気加速。米国が中国による産業補助金などの構造的な問題の解決を急がず、貿易摩擦を巡る不透明感が後退することで、企業マインドが大幅に改善し、先送りされてきた設備投資などが顕在化する事態を想定。
- (2) こうした状況下でも、インフレ期待の低水準での定着を警戒するFRBは、金融危機後の平均が1.6%程度にとどまっているインフレ率が、2%の政策目標から上振れすることある程度容認するとみられ、早期の利上げには慎重な姿勢をしばらく続ける公算大（図表8-1）。この結果、緩和的な金融環境が長期にわたって維持されることで、リスク資産価格が大きく上昇する可能性も（図表8-2）。1990年代後半にFRBが予防的な利下げを実施した局面では、株価が騰勢を強め、2000年代初めにかけてITバブルが発生（図表8-3）。
- (3) 一方、下振れシナリオは、米中貿易戦争の激化による景気失速。米中通商交渉の包括的な合意の実現が容易ではないなかで、米国による対中制裁と中国による報復の応酬が再開され、企業の賃金抑制や雇用削減などの動きを通じて頼みの個人消費が腰折れする事態を想定。
- (4) 過去の景気後退は、企業の収益性がピークをつけた後、低下傾向がある程度進んだ局面で発生。今回の景気拡大局面でも、企業の雇用コスト負担の上昇を主因に、付加価値に占める税引き前利益の割合は15年を直近ピークに低下傾向（図表8-4）。企業部門は、貿易戦争の激化などによる需要減少やコスト増加に対して徐々に脆弱になっている可能性。

(図表8-1)米国のインフレ率(前年比)



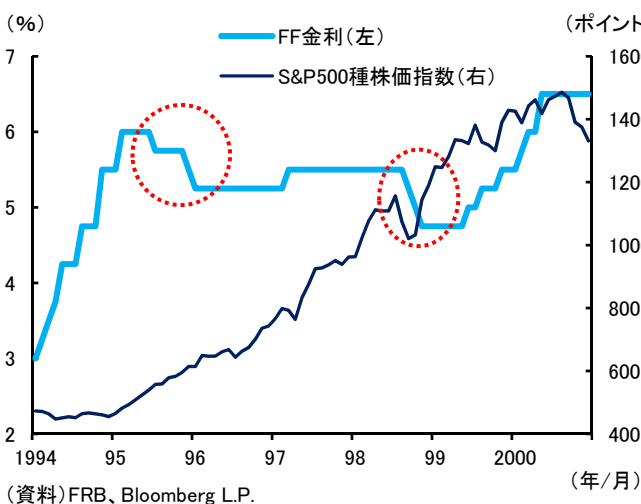
(資料)BEA、FRB、NBERを基に日本総合研究所作成
(注)シャドー部は米景気後退期。

(図表8-2)米国の政策金利と全米金融環境指数



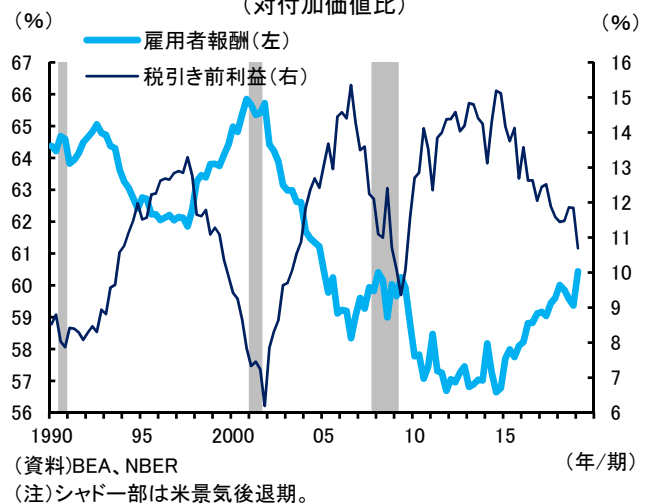
(資料)FRB、シカゴ連銀、NBER
(注1)シャドー部は米景気後退期。
(注2)全米金融環境指数は、①レバレッジ、②信用状況、③金融部門のボラティリティー・資金調達リスク、の3つの指標から作成された合成指数。ゼロを下回る場合、金融環境が過去の平均よりも緩和的であることを示す。

(図表8-3)1990年代後半の予防的利下げ時の政策金利と株価



(資料)FRB、Bloomberg L.P.

(図表8-4)非金融法人企業の雇用コストと収益(対付加価値比)

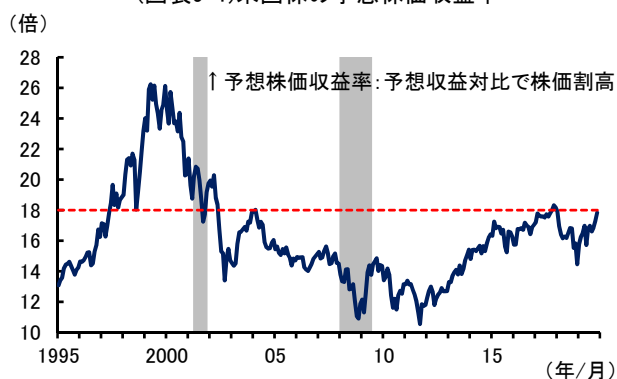


(資料)BEA、NBER
(注)シャドー部は米景気後退期。

リスク② 緩和的な金融環境は中期的な下振れリスクに

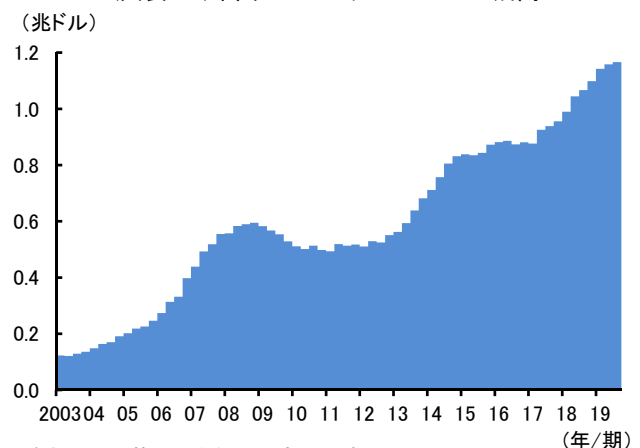
- (5) また、緩和的な金融環境の長期化が中期的な景気下振れリスクに。F R Bの既往の利下げなどに伴う緩和的な金融環境は、短期的には景気下振れリスクを抑制するものの、各種マーケットにおけるリスクテイクの動きを促すことでバブルを形成する恐れ。
- (6) 資産市場では、主要株価指数の上昇が続くなかで、予想収益対比でみて株価に割高感。米S & P 500種株価指数の予想株価収益率(P E R)は2000年代初めのI Tバブル期の26倍程度には及ばないものの、一般的に米国株の割高圏とされる18倍程度まで上昇(図表9-1)。米中貿易戦争の再燃などに伴い、企業収益が下振れするとともに、投資家がリスク回避姿勢を強めた場合、株価の大幅な調整が生じるリスク。
- (7) 民間部門では、良好な資金調達環境が続くなか、企業債務が量的に拡大しているのみならず、質的な劣化もみられる状況。とりわけ懸念されるのは、重債務企業向けの融資「レバレッジド・ローン」の拡大(図表9-2)。しかも、近年では、金融機関が企業に一定の財務健全性の維持を求める特約条項である「コベナンツ」の要件を緩和した「コベナンツ・ライト」の案件が多くなるなかで、企業収益に対する債務比率が高いローンの組成が増加(図表9-3)。重債務企業の業績がひとたび悪化すれば、債務不履行が増加する恐れ。
- (8) こうした企業債務拡大の裏側で、より高い利回りを求める投資家のリスクテイク姿勢が積極化。例えば、ローン担保証券(C L O)の投資家層をみると、金融危機後に規制が強化された銀行はリスクの低い部分の保有にとどまる一方、銀行以外の主体(ノンバンク)がリスクの高い部分を保有(図表9-4)。融資先企業の信用不安や債務不履行が発生した場合、幅広い投資家が損失を被るとの懸念を呼び、金融市場全体に動揺が広がるリスク。

(図表9-1)米国株の予想株価収益率



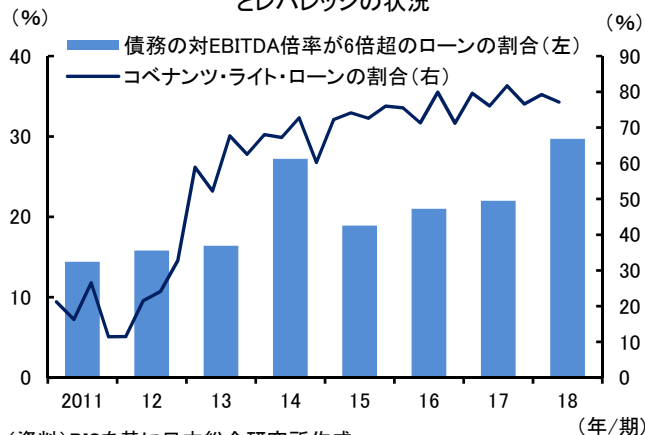
(資料) Bloomberg L.P.、NBERを基に日本総合研究所作成
(注1)シャド一部は米景気後退期。
(注2)予想株価収益率は12ヵ月先一株当たり利益ベース。

(図表9-2)米国のレバレッジドローンの残高



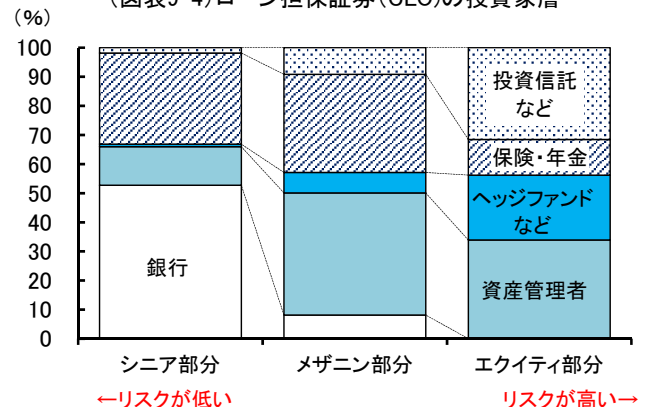
(資料) BISを基に日本総合研究所作成

(図表9-3)レバレッジド・ローンのコベナンツ緩和とレバレッジの状況



(資料) BISを基に日本総合研究所作成

(図表9-4)ローン担保証券(CLO)の投資家層



(資料) BISを基に日本総合研究所作成

(注) 2018年10~12月期に組成されたCLOの保有割合。