

先進国の中央銀行による国債買い入れの反転相場が始動するなか（金利は上昇）、米国の経済や株価は「低金利ユーフォリア」の終焉が警戒され始めた。借入を拡大させてきた高レバレッジ企業のほか、家計での自動車・住宅・カード・学生の各ローンなどで需要減退や返済負担増加、焦げ付きなどが憂慮される。一方で米国の優良企業や家計総計は現預金を増加させており、FRB が慎重な利上げと資産縮小ペースを維持できれば、利息改善や金融機関の利ざや拡大などが減速ペースの緩和や市場混乱の抑制につながる。

ドル預金金利が物価前年比を上回る、家計を支援

「FRB による超低金利政策の長期化はバブルを煽り、市場を歪め、預金者からお金を搾取している」、「預金者や年金生活者などは、本当に差別されてきた」――。

現在のトランプ米大統領は昨年 11 月の大統領選直前にかけて、このように FRB 批判を展開した。あくまでトランプ氏を支持していた低所得者層や年金で生活する退役軍人などに配慮した選挙対策であり、「本音ベースでは低金利の支持者」との見方が現在も根強い。それでも結果論ながら FRB は緩やかな利上げを続け、米国ではジワリと預金金利が上昇してきた。

FRB は 6 月 14 日に利上げを決めたが、その後の 6 月指標では 6 月 27 日公表のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数や 7 月入り後の 5 日 ISM 非製造業景況指数などは予想を上回る改善を示している。背景としては 3 月以降の長期金利低下やガソリン下落などの影響が大きいものの、6 月から米国株は頭打ちとなり、資産効果が一服となる中での景況感改善には、富裕層以外も恩恵を受ける預金金利の上昇が無視できない。

ブルームバーグの集計ベースによる米国での銀行間ドル預金金利は、12 カ月物が 7 日時点で 1.77% となっている。昨年 7 月の 1.15% を前後にボトムとして、緩やかながらも上昇トレンドへと移行してきた。

一方で米国では消費者の実感に近い物価指標の PCE（個人消費支出）コア・デフレーターが 5 月に +1.4% となり（4 月は +1.7%）、2 月の +2.1% をピークとした落ち込みが示された。根深い低インフレの圧力や賃金低迷などのネガティブ要因を警戒させるものとなったが、富裕層以外で一定の預金を有する層には、完全雇用の広がりやガソリンなどの物価下落とあいまって、家計の下支え要因となっている。あくまで結果論ながらも、格差は正には寄与するも

のだ。

厳密な個人預金とは異なるものの、米国で 12 カ月物の預金金利が PCE コア・デフレーターの前年比を上回るのは、実に 2009 年 3 月以来の現象となっている。一般的にはインフレ率が金利を下回ると実質金利の押し上げ要因となり、米国経済にはマイナスとなる。それでも前回の「預金金利の物価上振れ逆転」は 2004 年 5 月から観測されたが、当時は複合的な要因が重なる形で期待インフレの押し上げへと作用。2007 年までは預金を含めた各種金利の上昇と金融機関の利ざや改善、信用創造の拡大という好循環が形成されている。

しかも現在の米国では家計の債務再増加が問題になる一方で、貯蓄率も改善傾向にある。5 月の個人所得で貯蓄率は 5.5% となり（4 月は 5.1%）、昨年 9 月以来の高水準を回復してきた。貯蓄率はリーマン・ショック直前の 2007 年に 2.5% から 2.8% 方向に低下したほか、IT バブル崩壊前の 1999 年にも 3.5% 方向に低下する不健全性があった。こうしたバブル過熱の状況と比較すると現在は貯蓄増加というバッファがあり、先行き一定の「臨界点」までは金利上昇と利上げへの抵抗力が增強されている。

未曾有の内部留保、金利上昇抵抗力で利息増加

何より現在は米国の優良企業を中心として、未曾有の現預金を積み上げている。同時進行で借入を膨らませている高債務企業も多くあり、S&P グローバル・レーティングの 2015 年調査によると、非金融企業が保有する現金などの手元資金は前年比 1% 増加して 1.84 兆ドル（約 210 兆円）となったが、債務総額は約 15% 増加して 6.6 兆ドルに達したという。

それでも 2 日付けの日本経済新聞の集計によると、米国企業による広義の手元資金は 2 兆 8000 億ドルに積み上がっている。例えばアップルは 4 月末の手元資金が 2568 億ドル（約 29 兆円）にも及び、最近までに人工知能（AI）関連など 50 社近くを買収して有利子負債を 985 億ドルに増やしたが、「資金の膨張は止まらず実質無借金のまま」（同）とされている。

その他、米国企業では現金保有額が、マイクロソフトで 1333 億ドル、アルファベットで 985 億ドル、オラクルで 660 億ドル、シスコシステムズで 689 億ドルなどに及んでいる。こうしたキャッシュリッチ企業に関しては、過去の利上げや金利上昇局面と比べての耐久力増強が注目されよう。

しかも、これだけの現預金は海外滞留分も含めて、米国内外でのちょっとした金利上昇で利息収入が増えていく。ブルームバーグの集計による米国のドル

預金金利は、翌日物のオーバーナイトで 7 日は 1.16%から 1.27%となっている。2005 年にかけての 0.1%から 0.2%に比べると、巨額な短期滞留資金に金利が付くようになってきた。

こうした優良企業も先行き収益減速が警戒されており、株主からは将来成長の種まきの新規投資や株主還元の圧力が高まっていく。同時に米国の企業からは金利上昇や利上げを警戒した萎縮ではなく、現在の超低金利にあるうちの駆け込み的な前向き投資が観測され始めた。

6 日には著名投資家ウォーレン・バフェット氏率いる投資会社バークシャー・ハザウェイ傘下のエネルギー会社が、米テキサス州の送配電会社を 2 兆ドル規模で買収する計画が明らかになったばかりだ。日本でもリスクテイク企業であるソフトバンクグループが、近く数千億円規模のドル建て社債を発行するという、駆け込み資金調達の計画が 7 日に明らかになっている。

また、米国企業の無謀借入れや過剰投資の抑制を示す形で、FRB の財務勘定統計では米非金融企業のファイナンス・ギャップが 1-3 月に +1323 億ドルとなった。これは設備投資に在庫投資を加えた固定投資と、税引後利益に減価償却費などを加えたキャッシュフロー（内部留保）の格差を示す資金差額だ。過去のバブル過熱時には 2007 年に +2500 億ドルから +3200 億ドルにまで膨らむという自己資金を超えた投資が観測されたほか、IT バブル時の 2000 年には +3500 億ドルから 3700 億ドルまでの過剰レバレッジが見られてきた経緯がある。

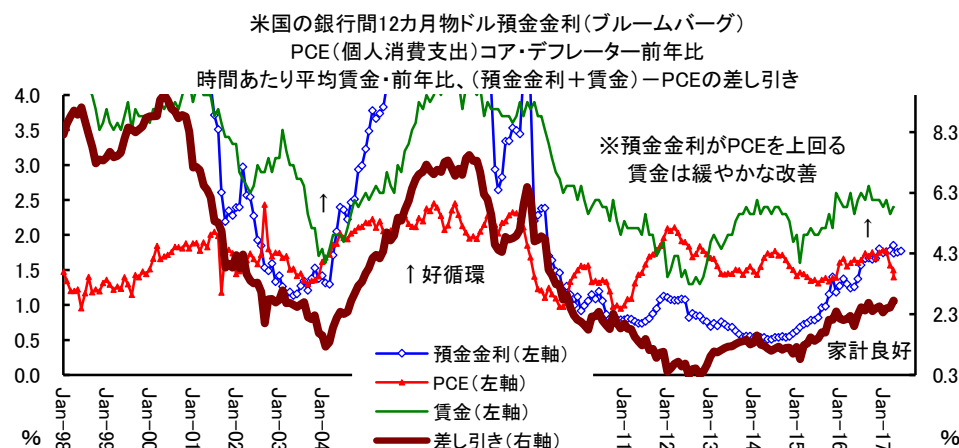
もちろん、米国の債務に関しては、2017 年 3 月末

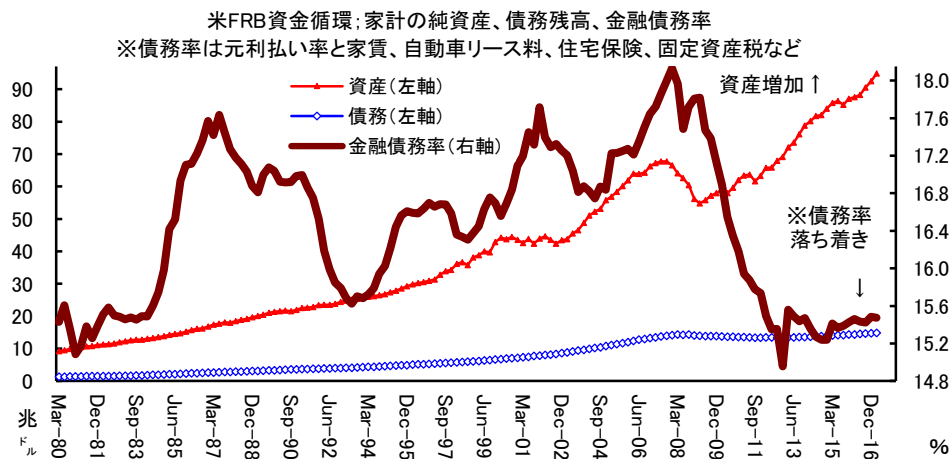
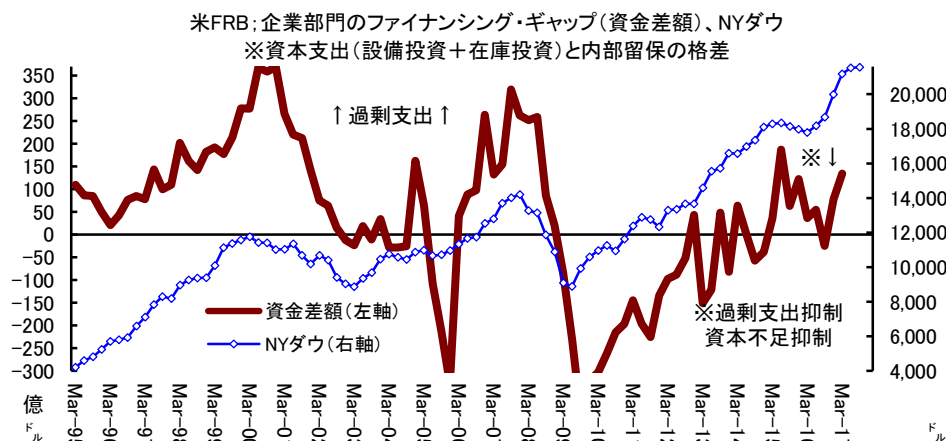
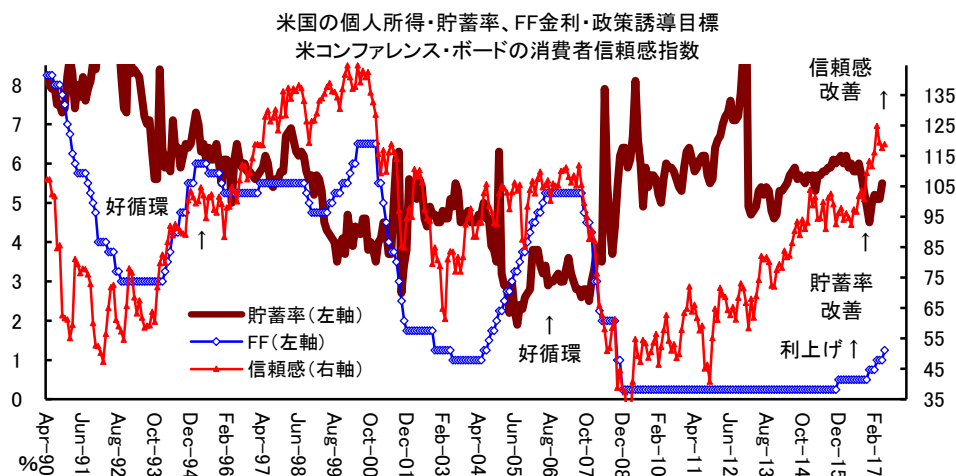
時点の米国家計の債務残高が 12 兆 7250 億ドルに達し、リーマン・ショック時（12 兆 6750 億ドル）を上回る高水準を記録した。自動車、カード、住宅、学生の各ローンに関して、今後の金利上昇や利上げを受けた需要減退や借入れ負担の増加、返済の延滞、焦げ付き、貸し手金融機関の打撃——といった複合リスクが警戒される。

その反面、米国の家計および非営利団体の純資産は 1-3 月に前期比 2 兆 3500 億ドル（2.5%）増加し、94 兆 8400 億ドルとなった。株式や年金資産を含めた家計の金融資産は 1 兆 7800 億ドル増加し、不動産資産は 4362 億ドル増えている。純資産は直近最低である 2009 年の 54 兆ドルから、2 倍近い +40 兆円もの急増となってきた。債務残高の 12.7 兆ドルに比べると、現状段階ではバッファが増強されている。

債務負担に関しても FRB による緩慢な利上げペースと雇用改善、株価と住宅価格の上昇などもあり、家計の元利払い率は大きく低下。元利払い率に賃貸家賃、自動車リース利用料金、固定資産税などを加えた金融債務率（金融負担率）は 1-3 月に 15.47%となり、2011 年以降は 15%前後で低位安定が維持されている。あくまで現状段階ながら、2007-2008 年の 17%から 18%などに比べて大きく低下しており、1983 年以来の低水準が保たれている。

もちろん、こうした安泰は FRB による超低金利政策による影響が大きい。今後は金融政策の正常化が進むに連れて、静かな雪崩のような債務負担増加と金融機関への打撃などの負のスパイラルに向かう「山高ければ谷深し」のリスクには注意を要しよう。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様自身でお願いします。