

米企業債務 6.2 兆「信用サイクル」終焉

米長期金利 3%、レバレッジ企業の利息費用が増大

2018/4/27

米資産市場は減税に伴う財政悪化や賃金上昇に原油高や貿易戦争に伴う原材料高などインフレ高揚リスクに怯えるが、6.2 兆ドルに膨れ上がった米企業債務が信用サイクル終焉の予兆を醸し、家計債務の増加にカード破産が増え、非農業部門 (NFPL) 雇用の 8 割を占めるパートタイマーの賃金上昇は鈍く、原油高は米シェール増産に抑制され世界景気拡大の鈍化懸念に 9 年に及ぶ米景気拡張期の終末観がインフレ高揚リスクを減殺しそうだ。

家計債務増加で 3 月の破産件数が 64%の急増

米株式専門誌「バロonz」(4 月 16 日)が春秋 2 回行うプロ投資家のビッグ・マネー調査によれば、今年末までの米株式市場の見通しに強気派の割合が 55%と前回 17 年秋の 61%から低下し、弱気派の割合は 11%で前回の 12%と大差ない結果となった。

結局、強気派のファンダメンタルが米国株の魅力が多少とも薄らいだと見て「どちらでもない」と回答したようだ。米国株「強気派」の退潮は、減税による米景気上振れと財政悪化、賃金上昇によるインフレ高揚リスクを背景としている。

24 日の米ダウ平均は朝方に 130 ドル超上げたが、原油高に象徴される原材料コスト高が企業のマージン圧縮となって先行き収益鈍化に繋がる懸念から下げに転じ、建機キャタピラー CFO (最高財務責任者) が「1 株利益は 1-3 月期が今期ピーク」と発言、つるべ落としの如く前日比 424 ドルの大幅安を余儀なくされた。

米 10 年債利回りの節目 3%への上昇は、23 日週だけでも 2 年債、5 年債、7 年債の財務省証券が 960 億ドル発行される「大洪水の週」(Deluge week)という需給悪化が掉さした。

JP モルガン・チェースのダイモン CEO (最高経営責任者) は、4 月株主向け年次レターで「いずれかの時点で FRB や他国の中銀が現在想定しているよりドラスティックな手段を迫られるという可能性に対応しなくてはならない。金利は一般に予想されているより高い水準により速いペースで引き上げられる可能性がある」(米バロonz誌)と警鐘を鳴らす。

確かに、IMF 世界経済見通しの 2018 年、19 年成長予想は、金融危機後の回復期 2010-11 年を除いて最も高く、世界経済は力強い成長期を享受している。

金融正常化の先頭を走る米 FRB が政策金利を予想以上に引き上げるとしても 2021 年前半に 3%以下と予想される現状、かつて利上げサイクルの歴史的な水準から見れば決してタイトなものではない。

米国以外の高所得国は米国よりも利上げが遅れ、

金融政策は依然として非常に景気支援的な状況にあり、そこに米国の財源手当てなき大型減税による景気循環の増幅効果「プロシクリカル」(Procyclical)な財政的押し上げも考慮しないといけない。

米議会予算局(CBO)は、2019 年から 2027 年の米財政赤字を対 GDP 比で 5%弱と予想する。完全雇用の 1960 年代後半から 70 年代前半の失敗を想起させる。

もっとも、すでに金利上昇の米実体経済への影響が顕在化し、インフレ抑制的に作用しつつある。米国の家計債務残高の増加に伴いクレジットカード破産が増え、米国破産協会 (ABI) によれば 3 月の連邦破産法 11 条 (チャプター11)に基づく破産件数は+64%と急増している。

「破産件数には税務申告の 4 月にピークを迎える季節のアノマリーがあり、4 月破産件数は過去最高を更新する可能性がある」(ABI ニュースレター)

同ニュースレターは「我々が目にしているのは、信用サイクルの終焉の兆候だ。金利が上昇する中で借り換えという痛みを伴うプロセスにおいて安価な債務の継続的な提供と利息費用が存在しないも同然というビジネスモデルが立ちいかなくなる」(米バロonz誌)。

何より、超低金利の長期化の副産物として 3 月末の米企業債務残高が 6.2 兆ドルとリーマンショックが起きた 2008 年 12 月末の 2.5 兆ドルから 2 倍以上に膨れ上がった。しかも、その多くは配当や自社株買い、合併等 M&A、設備投資に使われているが、問題は今年に入って債務を増やした企業が少なくなることだ。

確かに、債務の対 GDP 比は 10 年前と同規模に膨らんだが、家計と金融セクターから政府と事業会社へと債務構成がシフトしたから世界景気拡大と借入れ金利の低さがクレジットリスクを封じ込めているが、インフレ上振れに利上げ加速となれば債券タームプレミアムが急上昇、債券バブル破滅が懸念される。超低金利の「仇花」レバレッジ企業債務増加や家計債務の膨張は、利息負担増となって消費や設備投資を抑制しインフレ高揚リスクを相殺する効果を孕む。

下振れに傾く世界経済の「長期的リスク」

一方、「世界的に政治的緊張が増幅している。成長中の大国が既存の大国に挑戦している時 (そして、既存の大国が、自身が作り出したグローバルシステムに背を向けた時) には、自己満足は不条理であり、この無秩序の背後にある政治を理解したければ、先

進国の労働力参加率を見るべきだ。ほぼ全ての先進国で男性の労働力参加率は2008年から2016年の間に低下した」(英 FT 紙 4 月 18 日電子版『The global economic recovery is real but fragile (世界経済好調だが脆弱な現実)』)。

何より、世界経済は短期的には楽観的であっても中長期的には脆弱な要因を孕んでいる。足元の世界経済の短期的楽観は、1) 政策が非常に景気支援的であること、2) 2014 年及び 15 年の国際商品価格急落以降、世界が大きな経済的ショックを回避している一等 2 つの理由がある。

一方、米景気の上振れは、強い自信の表出であり投資と消費をより押し上げる効果があり、多い投資は生産性の向上をもたらしインフレを抑制するし、景気の下振れは、予期せぬ政策環境と市場の混乱が自信の低下と需要減退を引き起こし、成長減速を招きインフレを抑制する。

一方、インフレを刺激する原油価格は 4 月 19 日に一時 1 バレル 69 ドル台後半へ上昇、3 年 5 ヶ月ぶりに節目 70 ドルに迫った。2 年前に比べ 7 割高となって 20 日にはトランプ大統領が「(原油が) 人為的にとても高くなっている。受け入れられない」とツイッター投稿し、一時 67 ドル台半ばへ反落した。

だが、米金融大手ゴールドマンサックスが 19 日公表した報告書で、「2018 年の原油需要が前年を 2% 上回り、米国の保護主義が需要見通しを狂わせる可能性は低い」とし高値圏で推移している。

だが、米石油サービス大手ベーカー・ヒューズによれば米リグ(石油掘削装置)稼働数が 1 年で 2 割増加し、米産油量が 1 割以上増える等、原油高は米シェール企業の増産が重石となりそう。在 NY 金融

筋は「米シェール企業の採算は 40 ドル以下、60 ドル台の原油高で収益は急増し今度ともリグ稼働数を増やし増産体制を続け原油高は 72 ドル近辺で抑制されよう」と語る。

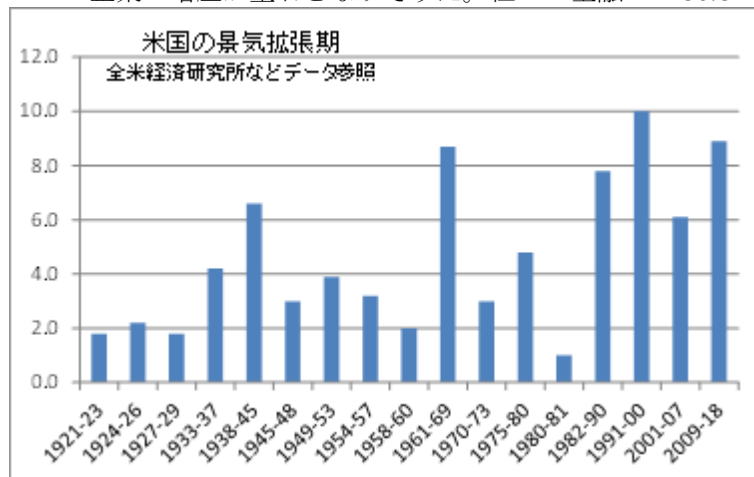
確かに、「イランはヒズボラやシリア、イエメンのシーア派に資金と武器を送り続けるし、シリアの西半分をよこせとロシアが分割を迫り、サウジと米国はそうしたシリアやロシアと敵対ムードが続く中東地政学リスクがくすぶり続ける」(中東専門家)。

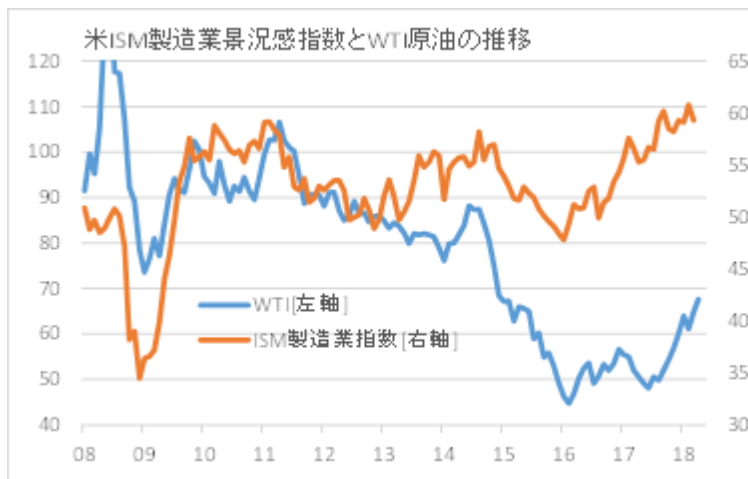
だが、OPEC(石油輸出国機構)が供給を絞っても世界景気拡大鈍化で石油需要が減退すれば原油発インフレは杞憂に終わろう。

しかも、「世界経済の長期的なリスクは、下振れに傾いているようだ」(同 FT 紙)。NY 賢人エコノミストの誉高い投資銀行エバコアのエド・ハイマン副会長は 18 年の米実質 GDP 成長率予想を 3.5% に据え置くが、トランプ政権が仕掛けた「貿易戦争」が企業マインドや消費者心理に悪影響を及ぼすと危惧、今年 7-9 月期に米経済がピークアウト、19 年の成長率は 2.5% へ下方修正した。

2009 年 7 月に始まった米国の景気拡張期はこの 4 月で 8 年 9 ヶ月と 9 年に迫り、「黄金の 60 年代」(1961-69 年)を超え 1991-00 年 IT バブル期に迫る。だが、「山高ければ谷深し」の格言は、景気にも当てはまる。

米シシガン大学が 4 月 13 日発表した米 4 月消費者態度指数(速報値)が 97.8 と事前予測(100.0)を下回り、約 14 年ぶり高水準だった 3 月(確報値)から 3.6pt 低下した。「現在の景況感」も 6.2pt 低下して 115.0 となり、「今後の見通し」も 2.0pt 低下し 86.8 へと悪化した。





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ご自身でお願いします。