

米景気支える「借換」債務負担軽減の増加

2019/9/9

社債発行や住宅ローン借換など急増、高債務に猶予

米国では金利低下が加速されるなか、企業や家計で「借換」による債務軽減策が急増してきた。より低い金利での社債発行や住宅ローン借換が目立っており、過去最大規模に膨張してきた債務問題に時間的な猶予を付与させていく。債務軽減を含めた金利低下効果は米 GDP の 7 割を占める小売・サービスなどの消費部門を下支えし、関連雇用の増加延命を支援。賃金伸び悩みでも継続的な雇用増加が内需の耐性を強化させ、今や米 GDP の 1 割前後に縮小してきた製造業の貿易摩擦や世界減速打撃を減殺させる。

米社債発行増、複合経路でドル安・円高制御

「米国では非正規社員が中心にせよ、小売・サービス部門の底堅さが関連雇用の持続的な拡大を支援している。賃金は伸び悩んでも非正規社員の継続的な契約更新は米国の個人消費を下支えし、それが関連雇用の増加延命に跳ね返るという内需好循環が強化されている」――。

大手米国系金融機関の幹部はこのような指摘を行う。現在は貿易摩擦や世界減速による米国経済への打撃が懸念されているが、「今や米国の実質 GDP に占める製造業の割合は 1 割に過ぎない」（同）。それに対して個人消費は 7 割前後を占めており、最新 8 月の米 ISM 景況指数でも「製造業は 2016 年 2 月以来となる 50 割れに対し、非製造業は 2008 年 8 月以降で最大の伸び」という乖離が示されたばかりだ。

しかも非正規中心の雇用増加は現在も賃金低迷や格差拡大などの問題を招いている一方、現在のような景気減速リスク下では、1) 企業の人件費負担の重石軽減と人員削減（失業増加）抑制、2) 業況悪化業種から好調業種への雇用移転の円滑化、3) もともと賃金が低い小売・サービス業が好調という現況への合致――というプラス効果も生んでいる。

ちなみに日本の経済産業省の試算によると、2017 年時点で日米独中の実質 GDP に占める製造業の割合は、「中国が 40% と最も高く、続いてドイツが 24%、日本が 22% となっている」。一方で米国は「11% と製造業の割合は低く、不動産、サービス業などその他部分が占める割合が高い」（同）。こうした産業構造の違いが現在の中国やドイツの低迷や、米国経済とドルの打たれ強さの一因になっている。

その中で現在の米国では金利低下や FRB の 7 月利下げなどもあり、業績好調な小売・サービス関連を含めた各種企業による社債発行が急増してきた。6 日付けのブルームバーグによると、9 月 1 週には「投資適格級の米社債発行額が、740 億ドル（約 7.9 兆円）に達した」という。週間ベースとしては、統計

を取り始めた 1972 年以降で最高となるものだ。現在は高格付け債の利回りが 2.77% と 3 年ぶりの低水準にあり、「米国企業は低金利での借り換えを進めている」（同）。

より低い金利での米企業による社債発行は、企業の債務負担軽減や調達資金の自社株買い活用などにより、米国の景気と株価の支援材料となりやすい。同時に米国企業による資金調達意欲の復調は、過度な不安心理の緩和や、金利低下と利下げの景気刺激「有効機能」存命を示すものだ。

また、為替相場のドル/円への影響については、1) リスク回避の円高圧力緩和、2) 米国の債券市場全体の需給悪化による米国債金利の上昇（国債価格は下落）、3) イールド渴望による日本勢からの米社債投資増加――などを通じて、ドル安歯止めやドル反発の材料となる。

過去に米国で国債金利の低下に連動して社債金利が低下した局面では、ドル安・円高のあと、現在のような社債発行増加といった「金利低下の前向き効果」が顕在化し始めた時点で、ドル高・円安に転換する例も観測されてきた。

現在はまだ尚早ながら、低金利活用による社債発行と資金調達の増加は、タイムラグを経て設備投資の増加へと作用。遅行波及する形で、米 ISM 製造業景況指数などは底入れ上昇となる相関性も見られている。日本株はドル安との歯止めの二重効果により、上昇トレンドに移行してきた実績を有している。

住宅ローン借換増加、家計負担軽減で小売株支援

今年 9 月に米国の高格付け社債金利（Bloomberg Barclays US Agg Corporate Yield）は、前年比で－1.3% の急低下となってきた。最近では 2012 年 11 月以来の大幅低下となっているが、同時期の日本でいえばちょうどアベノミクス相場が始動した円安・株高転換と符号する。リーマン・ショック前では 2003 年 5 月に前年比－2.2% という大幅低下があったが、当時の日本株は歴史的な底入れ反発へと転じていた。

しかも現在の米国企業は、高債務問題が重石となっている。FRB は今年 5 月、金融安定報告書で「投資家のリスク選好は複数の指標で高い状態にある模様で、企業負債は 15 兆ドル超と歴史的に見て高水準」と指摘した。レバレッジドローン（信用リスクが高く金利が高めの融資）は昨年初めから今年にかけて 20% 伸び、「金融以外の公開企業の負債割合は、過去 20 年近くで最高に達した」と警告を発している。

そうした状況下、より低い金利での社債発行と借

換は企業の債務負担軽減につながっていく。同じように米国での金利低下は、家計部門による住宅ローンの借換需要を喚起させている。

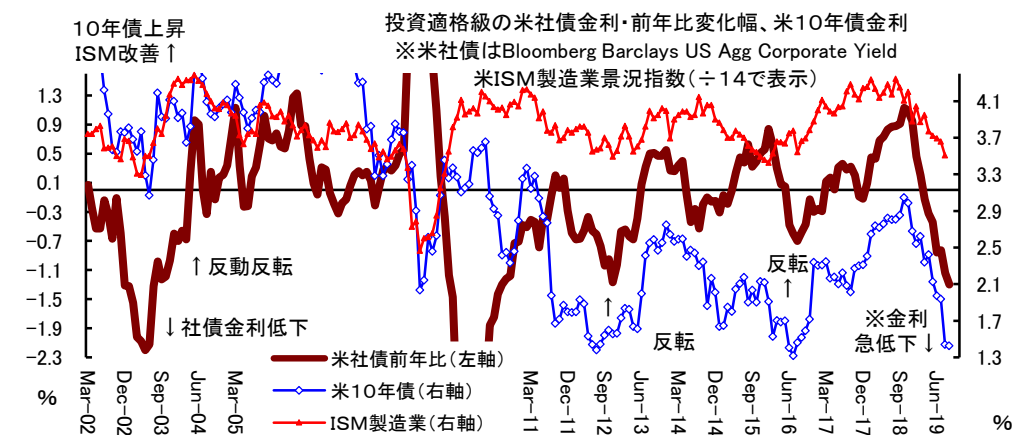
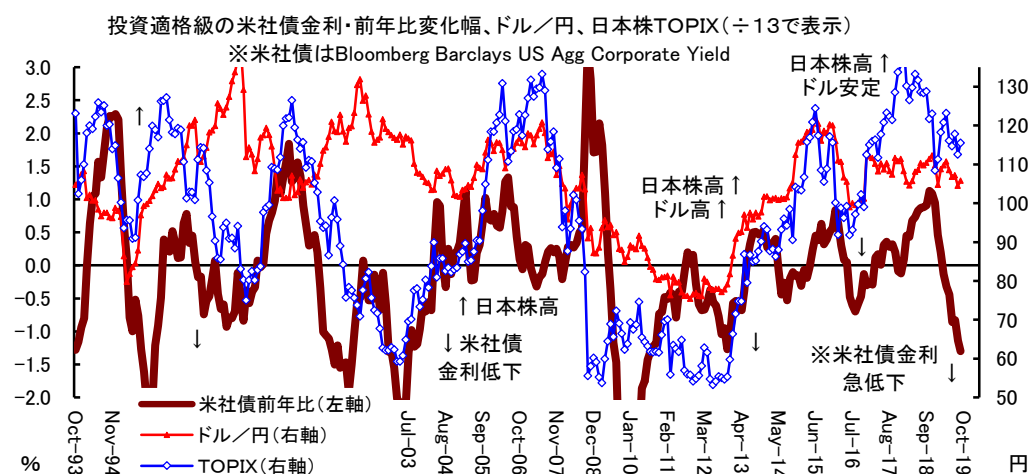
全米抵当貸付銀行協会（MBA）による住宅ローン申請指数では、「借換」が8月30日週に2367.2となった。8月2日週の2003以降、2016年11月以来となる2000を超えという高水準が5週続き、8月16日週には2754.7と2016年7月以来の高水準を記録している。過去実績としてローン借換による金利負担の軽減増加は、米国の個人消費と小売・サービス部門を支援してきた。

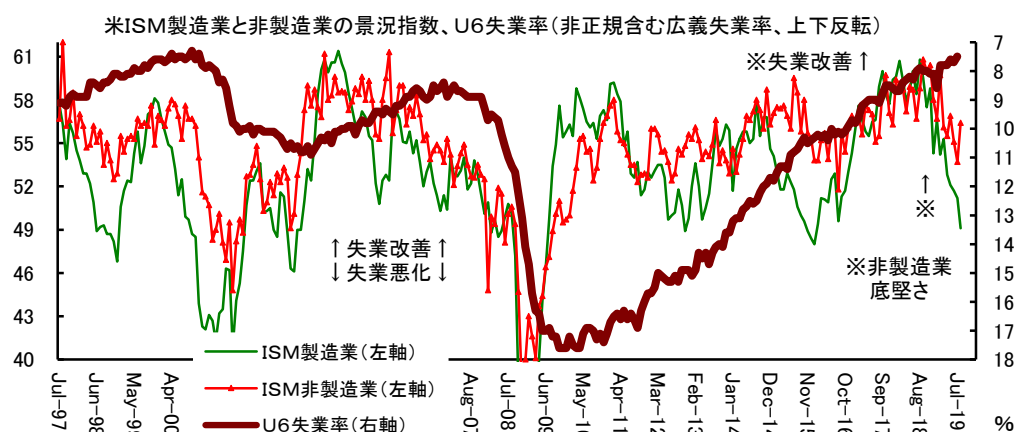
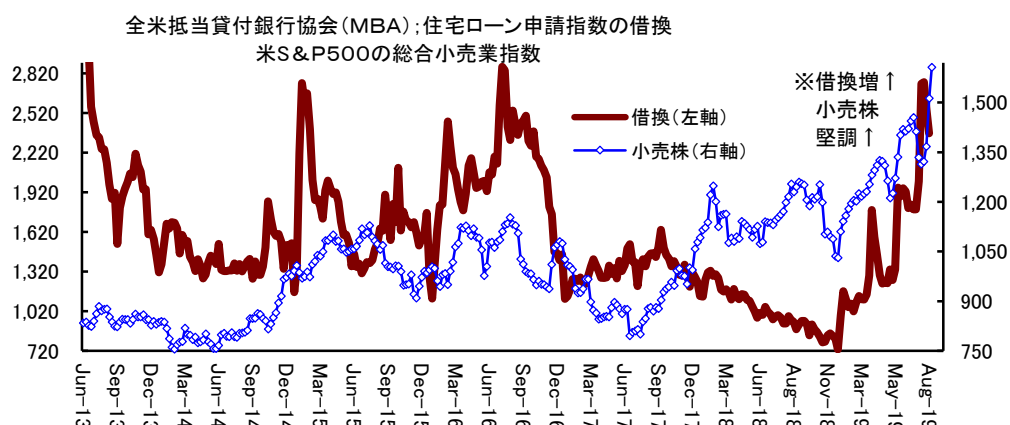
実際、今回もS&P500の業種別株価指数（ブルームバーグ算出）では、5日までの直近1カ月間で「総合小売」が+23.5%もの大幅高となっている。S&P500総合の+3.3%を大きくアウトパフォームするものだ。その他、食品小売が+11.5%、住宅関連用

品小売が+11.1%、家庭用品・雑貨が+10.7%、スーパーマーケットが+8.8%などと健闘している。

現在の米国では企業だけでなく、家計でも債務の増加が問題になってきた。米NY連銀が8月に取りまとめた4-6月の消費者期待調査では、米家計債務が過去最大となり、クレジットカードと学生ローンで返済延滞が増えていることが明らかになったばかりだ。米家計債務残高は前期から+1920億ドル、+1.4%増の13.86兆ドルとなり、過去最高を更新している。個別ではモーゲージローンが9.4兆ドル、自動車ローンが1.3兆ドルなり、2003年以降では最大となった。

その中で金利低下と借換による金利負担の軽減、一方で米雇用の改善持続や米国株・住宅価格の底堅さといった資産効果の残存は、米家計の高債務問題に時間的な猶予を付与させる。





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。