

米国企業の過剰債務と金融問題

企業債務が米国経済・金融の弱点となっている。金融引き締めと銀行の貸出抑制が過剰債務を抱える企業の経営を悪化させ、銀行の不良債権問題を引き起こす可能性がある。3月に始まった銀行不安は、銀行、金融商品、ファンドの3者が絡み合う、新たなタイプの金融不安へと発展する可能性もあるだろう。

米国経済・金融の弱点は 企業の過剰債務

昨年来、歴史的なペースで金融引き締めが実施されるなかでも、米国経済はなお失速を免れている。金融引き締めは、金利に敏感な個人の住宅投資、自動車購入をまず悪化させ、その影響が経済全体に波及する形で景気が後退に陥る、というのが従来の典型的なパターンだった。しかし今回は、その経験則が当てはまらないようだ。

そこには、個人債務の状況変化が大きく影響していると考えられる。不動産価格の高騰と並行して急速に膨張した米国の個人債務は、2008年のリーマン・ショック（グローバル金融危機）を境に急速に抑え込まれていった。個人債務のGDP比率は2008年をピークに低下傾向に転じ、足元では2001年以来の低水準となっている。個人の経済活動が金利上昇への抵抗力を強めた背景には、このように債務の抑制が進み、利払い負担が従来ほど高まらなくなったことがあるだろう。その結果、住宅ローン、住宅ローン担保証券（RMBS）など、個人の債務に関わる金融の問題も深刻化していない。それとは対照的に、リーマン・ショック後に急増したのが企業債務だ。そのGDP比率は、現在、過去最高水準に近い。債務が増加した分、企業の活動は従来よりも金利上昇の影響を受けやすくなり、足もとでは設備投資の弱さが目立ち始めている。金融面でのリスクも、企業部門に集中しやすいだろう。米国経済・金融の弱点は、企業の過剰債務にある。

米国の銀行不安と資本不足の問題

米国では今年3月に、中堅銀行のシリコンバレーバン

ク、シグネチャーバンクが相次いで破綻した。また5月にはファースト・リパブリックバンクが破綻し、銀行不安がなお継続していることを印象付けた。

銀行不安の直接的なきっかけとなったのは、米国連邦準備制度理事会（FRB）による歴史的な大幅利上げ（政策金利引き上げ）だ。先行きの政策金利上昇を織り込む形で長期金利が大幅に上昇し、銀行が保有する債券の含み損が大きく膨らんだ。これが、銀行にとって第1の逆風である。

さらに、FRBが利上げを進めていく中で、短期金利が長期金利を上回る逆転現象、いわゆる逆イールドが生じた。それは、短期で資金を調達し長期で資金を運用する傾向が強い銀行の利鞘を大きく縮小させた。これが第2の逆風である。

連邦預金保険公社（FDIC）によると、米国のFDIC加盟銀行が保有する債券の含み損は、2022年末で6,200億ドルに上った。このうち3,410億ドルは、時価会計を求められない満期保有目的に分類された債券である。

しかし、経営への不安から顧客が銀行預金を急速に引き出せば、銀行はそれに応じるために満期保有目的として保有している含み損を抱えた債券を売却せざるを得なくなる。その過程では巨額の損失が生じ、経営の安定を支える自己資本が一気に減少してしまう。3月に破綻したシリコンバレーバンクでは、実際そのようなことが起こったのである。

そこで、銀行経営の真の安定性を測る観点からは、満期保有目的で保有する債券の含み損を差し引いた自己資本に注目すべきだろう。それを計算してみると、2022年年末時点での米国銀行の自己資本比率は、公表されている14.9%から2%ポイント以上低い12.6%となる。

これは、リーマン・ショック直前の2008年9月末の12.5%に近い水準だ。

国際通貨基金（IMF）も4月の国際金融安定性報告書で、米国の銀行が保有する債券の含み損を自己資本から控除すると、資産100億～3,000億ドル規模の中堅以上の銀行の約9%が事実上の資本不足に陥っている、と計算している。巨額の債券含み損の発生で、銀行の実質的な自己資本比率は見かけよりも低く、ソルベンシー（負債返済能力）リスクは相応に高まっている、と金融市場あるいは顧客は判断しているだろう。

銀行貸出の抑制（信用収縮）が始まる

そこで銀行は、自己資本比率の引き上げを通じて経営の安定性を高め、顧客や金融市場からの信頼を回復することを狙って、同比率を計算する際の分母にあたるリスク資産、特に貸出債権の抑制に動き出している。銀行貸出の動きをチェックしてみると、実際のところ急減速している。貸出残高は、足元で前年比+1%程度と、リーマン・ショック後の2011年末以来の低水準にある。信用収縮（クレジット・クランチ）的な動きは、既に始まっているのである。その結果、企業や個人は先々資金調達が難しくなり、経済活動は停滞してしまうだろう。

さらにそのことが銀行の貸出債権を劣化させて、不良債権の増加をもたらす。そうなれば、銀行の収益は圧迫され、自己資本比率はむしろ低下してしまう。

このように、個々の銀行が経営の安定性、信頼性の回復を目指して一斉に貸出抑制に動くと、それが逆に銀行の経営を圧迫してしまう。いわゆる「合成の誤謬」だ。このようにして銀行は、不良債権問題という第3の逆風

を、自ら手繰り寄せてしまうリスクがあるのではないか。

複合型の新たな金融不安も

多くの米国の銀行は、適切な金利リスク管理に問題を抱えている。そのもとで、金利の急上昇が債券含み損の拡大や固定金利貸出の債権価値の低下を生じさせた。今後は、経済や企業の経営悪化を映した信用リスクの上昇が、銀行経営に新たな重荷となってくるだろう。

さらに銀行の貸出だけでなく、企業関連の金融商品などの問題も表面化してくるのではないか。不動産市場の調整が商業不動産担保証券（CMBS）の価格下落を引き起こし、低格付け企業の経営悪化が、レバレッジドローンの劣化やその証券化商品であるローン担保証券（CLO）の価格下落を引き起こす可能性がある。そうした高リスク商品に多く投資するファンドにも、悪影響が及ぶだろう。特に、いつでも解約が可能なオープン型投資ファンドは、集める資金の流動性は高く、投資対象の流動性は低いという「流動性のミスマッチ」の問題を抱えており、金融市場の混乱のリスクを高めてしまう可能性もある。

米国経済・金融の弱点は、債務を過剰に膨らませた企業部門にある。経済、企業経営の悪化と連動する形で、今後、銀行、金融商品、ファンドの3者が絡み合った新たなタイプの金融不安が生じていく可能性もあるだろう。

Writer's Profile



木内 登英 Takahide Kiuchi

金融ITイノベーション事業本部
エグゼクティブ・エコノミスト
専門はマクロ経済、金融政策
focus@nri.co.jp