

厳格化に向かう米銀の貸出基準

懸念される信用引き締め長期化による景気減速

ニューヨーク事務所 エコノミスト

服部直樹

+1-212-282-3532

naoki.hattori@mizuhocbus.com

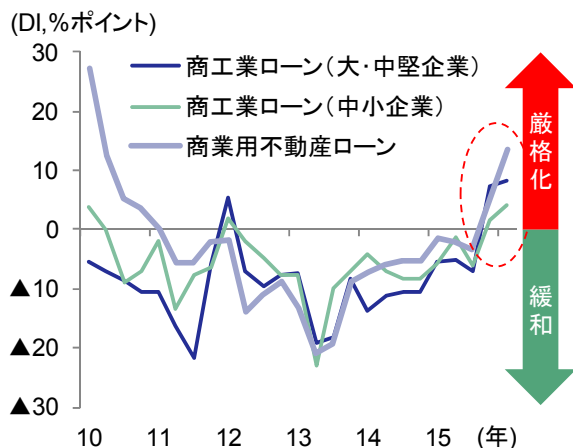
- 米銀の企業向け貸出基準は、2015年10～12月期以降、2四半期連続で厳格化されている。貸出基準が依然として緩和傾向にある家計向けとは対照的な結果である。
- 企業向け貸出基準厳格化の背景には、レバレッジ拡大と収益伸び悩みによる企業の財務健全性の低下がある。企業の予想デフォルト率は不振のエネルギー産業だけでなく幅広い業種で上昇している。
- 企業向けの信用引き締めが長期化すれば、設備投資や雇用の抑制などを通じて、米国経済全体の減速につながる懸念される。

1. 厳格化される米銀の企業向け貸出基準

2016年2月に発表された米連邦準備制度理事会（FRB）の銀行融資担当者調査（Senior Loan Officer Opinion Survey）では、米銀の大・中堅企業¹向け商工業ローンの貸出基準DI²が+8.2%ポイントと、昨年10月の前回調査（+7.4%ポイント）から更に上昇し、2四半期連続で貸出基準が厳格化された（図表1）。2四半期以上連続して厳格化されたのは、2009年末以来、約6年ぶりのことである。また、中小企業向け商工業ローンの貸出基準DIは+4.2%ポイント（前回調査：+1.5%ポイント）、商業用不動産ローンの貸出基準DIは+13.6%ポイント（前回調査：+5.4%ポイント）³と、ともにプラス圏で推移しており、企業向け貸出全般で貸出基準の厳格化が続いている（図表1）。

企業向け貸出とは対照的に、家計向け貸出基準は依然として緩和傾向を維持している。家計向けの

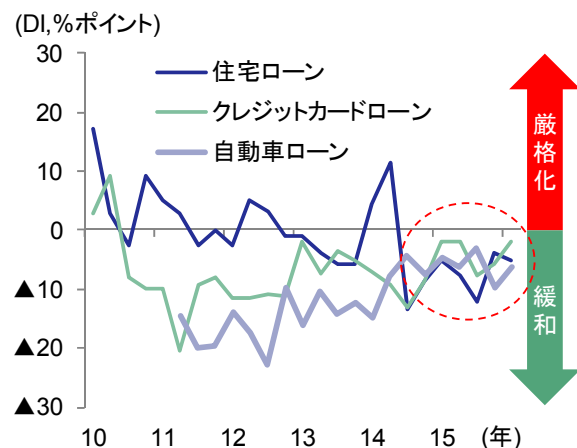
図表1 企業向け貸出基準 DI



(注)「厳格化」の回答率から「緩和」の回答率を減じた値。

(資料)FRB, Haverより、みずほ総合研究所作成

図表2 家計向け貸出基準 DI



(注)「厳格化」の回答率から「緩和」の回答率を減じた値。

(資料)FRB, Haverより、みずほ総合研究所作成

貸出基準DIは、住宅ローンが▲5.2%ポイント（前回調査：▲3.9%ポイント）⁴、クレジットカードローンが▲1.9%ポイント（前回調査：▲5.8%ポイント）、自動車ローンが▲6.3%ポイント（前回調査：▲9.7%ポイント）と、何れもマイナス圏で推移している（前頁図表2）。

2. レバレッジ拡大と収益伸び悩みにより、企業の財務健全性が低下

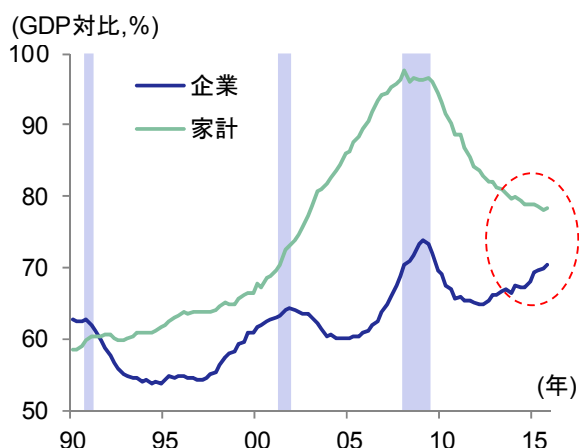
家計向け貸出基準が緩和傾向にある一方で、企業向け貸出基準が厳格化されている背景の一つには、企業と家計の財務状態の違いがある。

図表3は、米国の企業と家計の債務残高を名目GDP対比で示したものである。企業の債務残高／名目GDP比率は今回の景気回復局面に入って一旦低下したものの、2012年を底に上昇に転じた。2015年9月末時点では69.9%と、2008年に景気後退入りした時期と同程度の水準まで上昇しており、企業のレバレッジが再び拡大している。これは、家計の債務残高／名目GDP比率が2000年代終盤の住宅バブル崩壊以降低下傾向を続けていることと対照的な動きである。企業債務の内訳をみると、社債発行の増加がレバレッジの拡大をけん引しており、社債発行で調達した資金を用いて自社株買いを行う動きが背景にあるとみられる。

気がかりなのは、レバレッジ再拡大の後を追うように、企業の債務返済負担が高まっている点である。所得に占める債務返済額の割合を示す債務返済比率の推移をみると、企業部門は2013年末を底に上昇に転じている（図表4）。こうした動きは、レバレッジ拡大に伴う債務返済額の増加を補うほど、企業の売上が伸びていないことを示唆している。

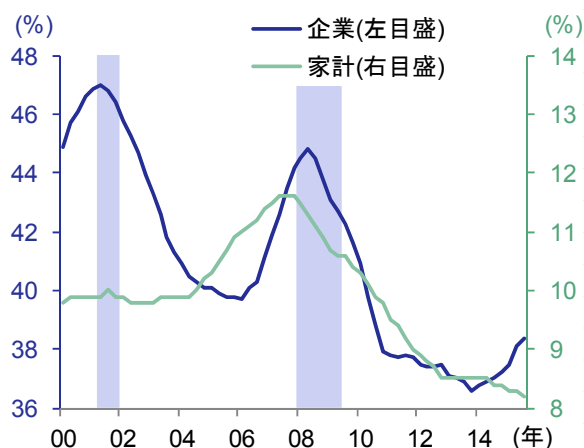
実際、足元の米企業の収益環境は芳しくない。米国の企業収益と個人所得の推移を比較すると、個人所得は前年比+4%程度と堅調に推移しているものの、企業収益は前年対比で減益に転じている（次頁図表5）。また、営業収益を業種別にみると、原油価格下落の影響を受けたとみられる鉱業の大幅な落ち込みに加えて、製造業や卸小売業など鉱業以外の業種でも増益幅が縮小している（次頁図表6）。製造業や卸売業は海外経済へのエクスポージャーが相対的に大きいため、海外経済の減速による売上

図表3 企業と家計の債務残高



(注) 網掛けは景気後退期。
(資料) FRB、Haverより、みずほ総合研究所作成

図表4 企業と家計の債務返済比率



(注) 債務返済比率＝債務の元利返済額／所得。
企業は非金融法人企業の値。
網掛けは景気後退期。
(資料) BISより、みずほ総合研究所作成

の低迷や、ドル高による米ドル建て収益の目減りが影響している可能性がある。

これらの点を踏まえると、家計では、債務返済額の減少と所得の増加によって借入余力が増しているが、他方で企業では、レバレッジ拡大の反面で収益が伸び悩み、財務健全性が徐々に低下しているといえよう。こうした財務健全性の低下から将来的なデフォルト懸念が上昇し、企業向け貸出基準の厳格化につながっていると考えられる。Bloombergが推計する米国主要企業の今後5年間の予想デフォルト率⁵の推移をみると、原油価格の下落を受けてエネルギー関連企業の予想デフォルト率が2014年後半から急上昇しただけでなく、エネルギー以外の業種でも2015年半ば以降上昇に転じ、幅広い業種でデフォルト懸念が高まっている（次頁図表7）。

なお、米国企業は大量の現預金を抱える「カネ余り」の状態にあると言われる。実際、非金融企業の現預金保有残高は2015年12月末時点で約2.8兆ドルに上っているが、その大半は一部の巨大企業に偏在しているのが現状である。企業部門全体が「カネ余り」状態にあるからといって、必ずしも個々の企業の資金繰りに余裕があるわけではない点には注意が必要であろう。

3. 信用引き締め長期化による景気減速が懸念材料

今後も、当面は企業向け貸出基準の厳格化が継続する見込みだ。銀行融資担当者調査では、例年、その年最初の調査において、貸出先の信用度の見通しに関する質問が行われる。今回の結果を集計すると、商工業ローンの信用度が2016年に悪化すると回答した割合が31%と、改善すると回答した割合（5%）を上回った。同質問で「悪化」が「改善」を上回るのは、前回景気後退局面に入った2008年以降初めてであり⁶、米銀の信用度見通しが慎重化している様子が伺える（次頁図表8）。企業業績の先行き不透明感が払拭されないなかでは、米銀が企業向け貸出基準をすぐに緩和方向へと転換するとは考えにくい。

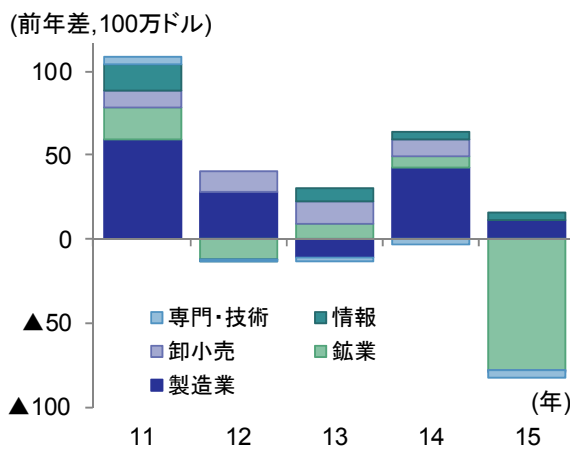
現状、企業向け貸出残高の推移をみると、商工業ローン、商業用不動産ローンともに前年比+10%超のペースで拡大しており、現時点では信用引き締めが顕在化しているわけではない。ただし、貸出

図表5 企業収益と個人所得の比較



(注) 網掛けは景気後退期。
企業収益は税引前、減価償却費を含むベース。
(資料) 米国商務省、FRBより、みずほ総合研究所作成

図表6 企業の業種別営業収益



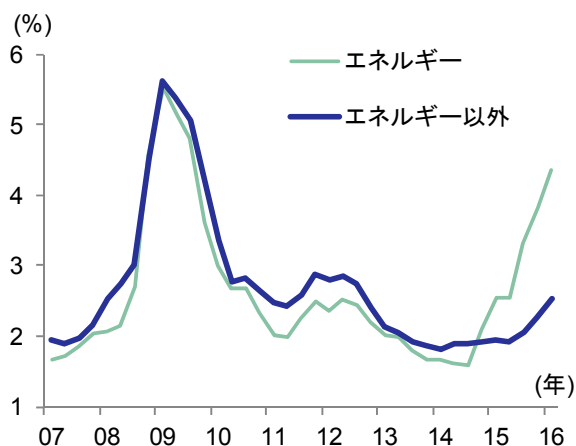
(注) 2015年は1~9月期の結果を年率換算。
営業収益は米国商務省センサス局が公表するQuarterly Financial ReportのOperating Profits。
(資料) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

基準の動きは、実際の貸出残高の推移に先行する傾向がある。今後も企業向け貸出基準の厳格化が続けば、いずれ実際の貸出も引き締めへ転じる可能性が高い。

企業向けの信用引き締めが長期化すると、銀行貸出への依存度が高い中小企業を中心に積極的な事業拡大を行うことが徐々に難しくなり、設備投資や雇用の抑制などが生じかねない。設備投資の抑制は、それ自体が足元の経済成長率を低下させるだけでなく、将来の成長力をも押し下げる要因となる。また、雇用環境の悪化に伴い、所得の拡大ペースが鈍れば、米国経済の7割を占める個人消費にも影響が波及するおそれがある。足元で緩和傾向が続いている家計向け貸出基準が厳格化へ転じる可能性もあろう。

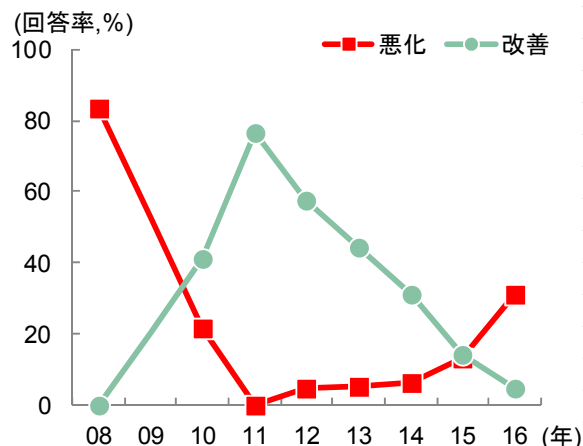
企業向けの信用引き締めは、米国経済全体の減速につながるリスクをはらんでいる。貸出基準の厳格化が、拡張を続けてきた米国のクレジットサイクルの転換点となるか、今後もその動向を十分注視する必要があると思われる。

図表 7 米国主要企業の予想デフォルト率



(注) 四半期平均値。2016年1～3月期は3月8日時点の値。
対象企業は、Russel3000株式指数の構成企業のうち、Bloombergが予想デフォルト率を推計している企業。
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表 8 商工業ローンの信用度見通し



(注) 2009年は信用度見通しの質問が行われていない。
(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

- FRBの銀行融資担当者調査では、年間売上高が5000万ドル以上の企業を大・中堅企業と定義している。
- 貸出基準DI (ディフュージョン・インデックス) は、3カ月前と比較して貸出基準を厳格化したと回答した銀行の割合から、緩和したと回答した銀行の割合を減じて計算される。
- 商業用不動産ローンは、2013年10月調査以降、建設・土地開発 (Construction and Land Development) ローン、非農業非住宅物件 (Nonfarm Nonresidential Properties) ローン、集合住宅物件 (Multifamily Residential Properties) ローンの3項目に細分化された。本稿で示した貸出基準DIは、これら3項目の回答数を合計して計算したものである。
- 住宅ローンは、2015年1月調査以降、7項目に細分化されているため、本稿では商業用不動産ローンと同様に、7項目の回答数を合計して住宅ローン全体の貸出基準DIを計算した。
- BloombergはMerton (1974) のモデルをもとに、企業の資産、債務、返済期限、インタレスト・カバレッジ・レシオ、株価などの情報を用いて予想デフォルト率を算出している。詳細は、Merton, Robert C. (1974) "On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates" The Journal of finance 29.2, 449-470 を参照されたい。
- 2009年は貸出先の信用度の見通しに関する質問は実施されなかった。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。