

# 「米国経済・金融情勢とリスク」

エグゼクティブ・エコノミスト 木内 登英

株式会社野村総合研究所

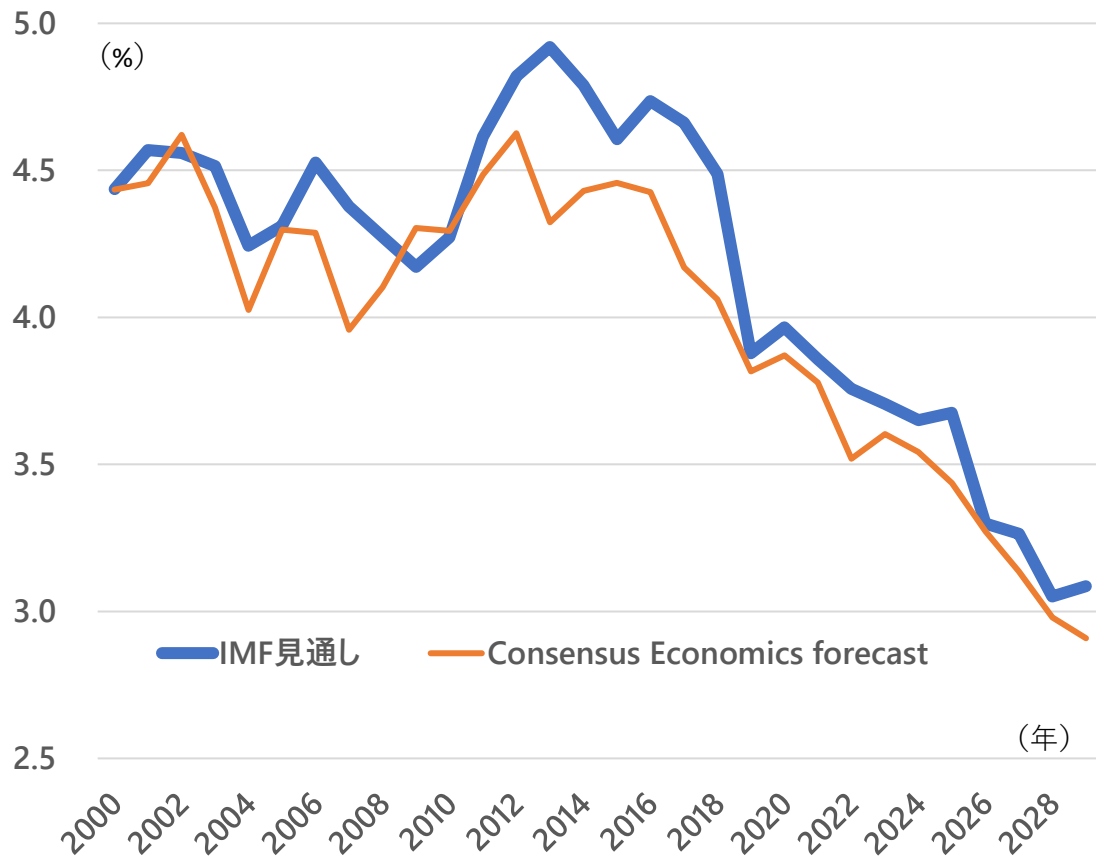
2024年6月18日

**NRI**

Envision the value,  
Empower the change

# 世界の中期成長率見通し

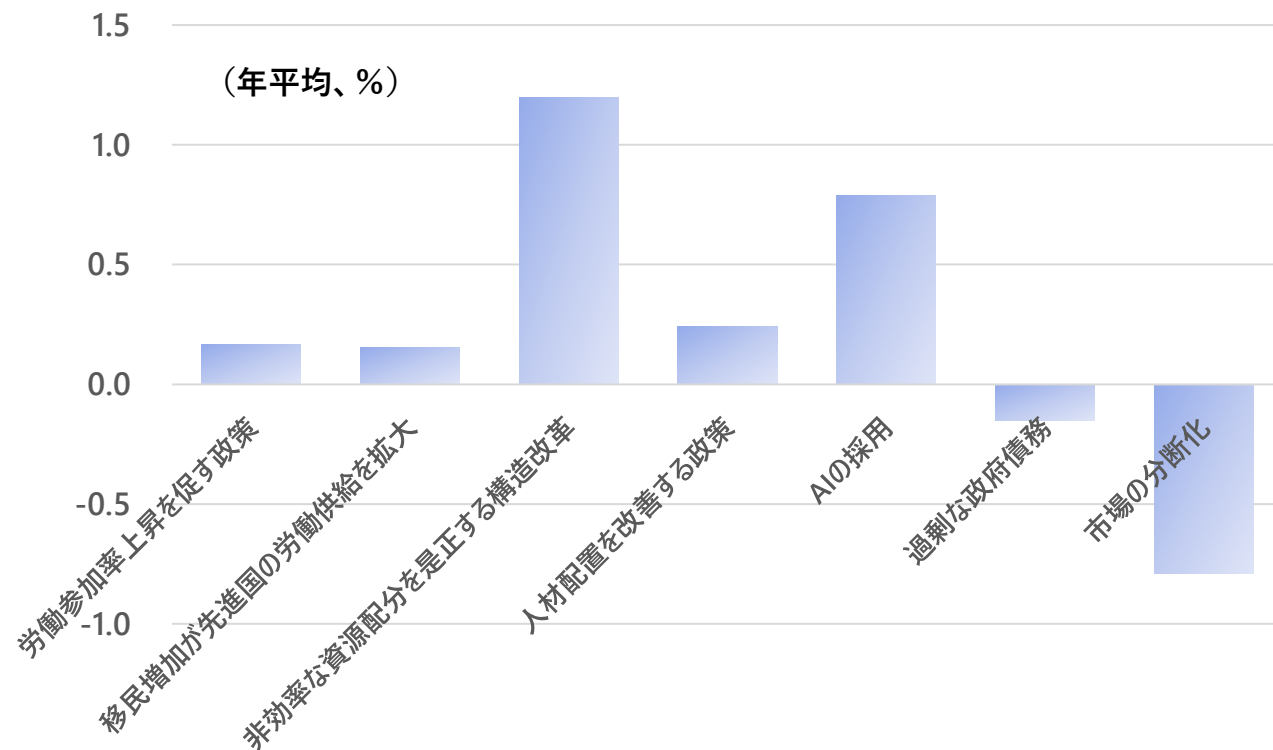
## 世界の中期成長率見通し



(注) 5年先の成長率見通し。2029年見通しは2024年4月の見通し

(出所) IMF (国際通貨基金)、Consensus Economics forecast

## 世界経済の中期成長率見通しに影響を与える様々な要因

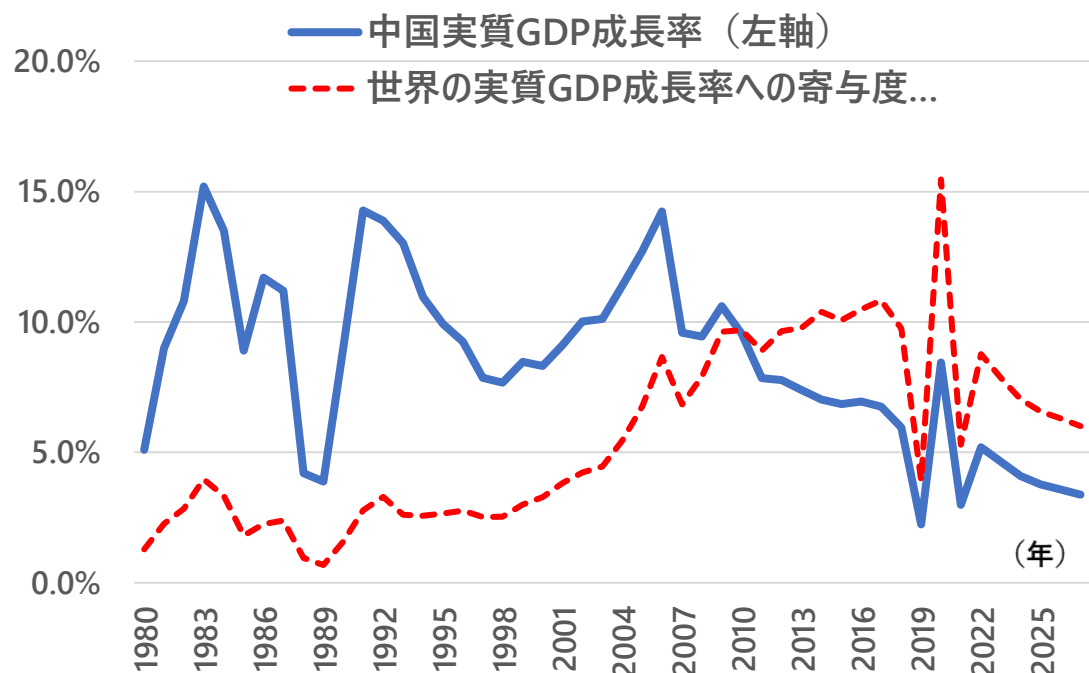


(注) 「AIの採用」は+0.10%～+0.79%の上限、「過剰な政府債務」は-0.05%～-0.15%の下限、「市場の分断化」は-0.79%～-0.13%の下限を表示

(出所) IMF (国際通貨基金)「世界経済見通し (2024年4月)」

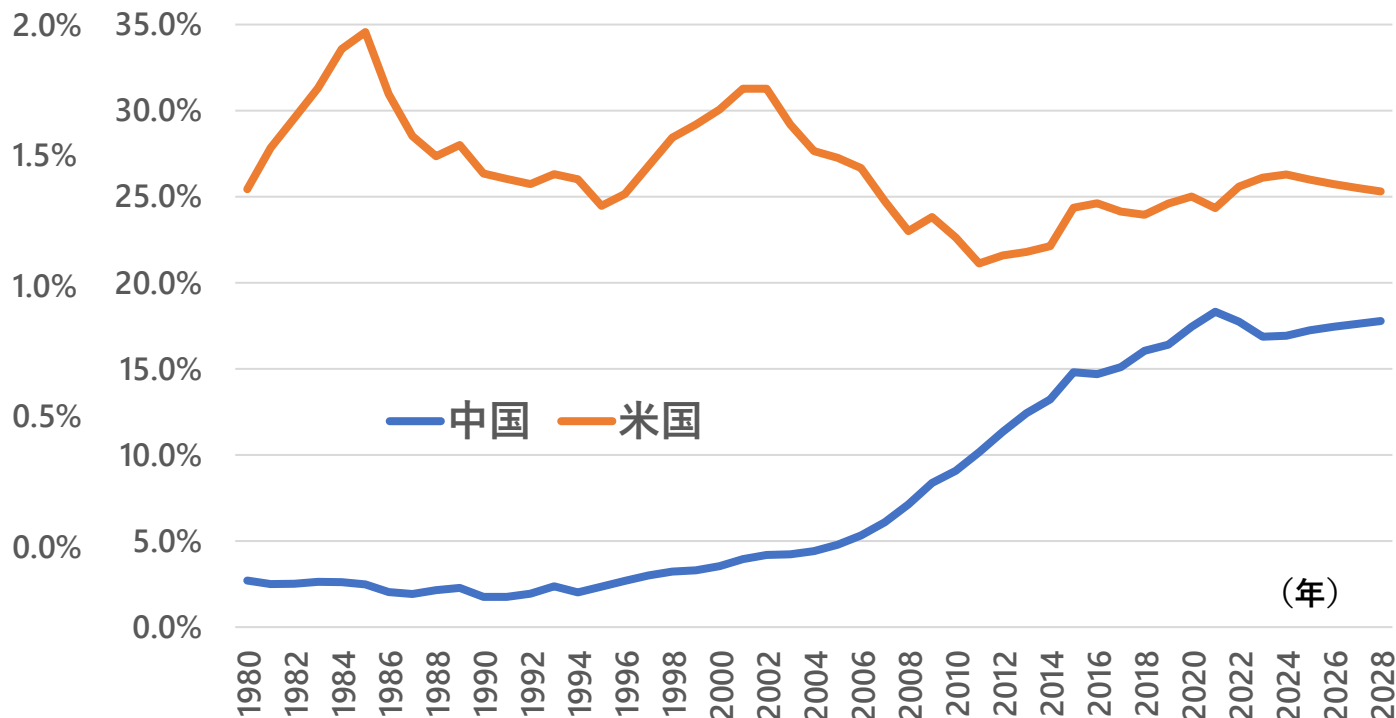
# 中国経済の成長率低下と米中パワーバランスの変化

## 中国の実質成長率と世界の成長率への寄与度



(出所) IMF (国際通貨基金)「世界経済見通し (2024年4月)」

## 世界のGDPに占める中国と米国の構成比

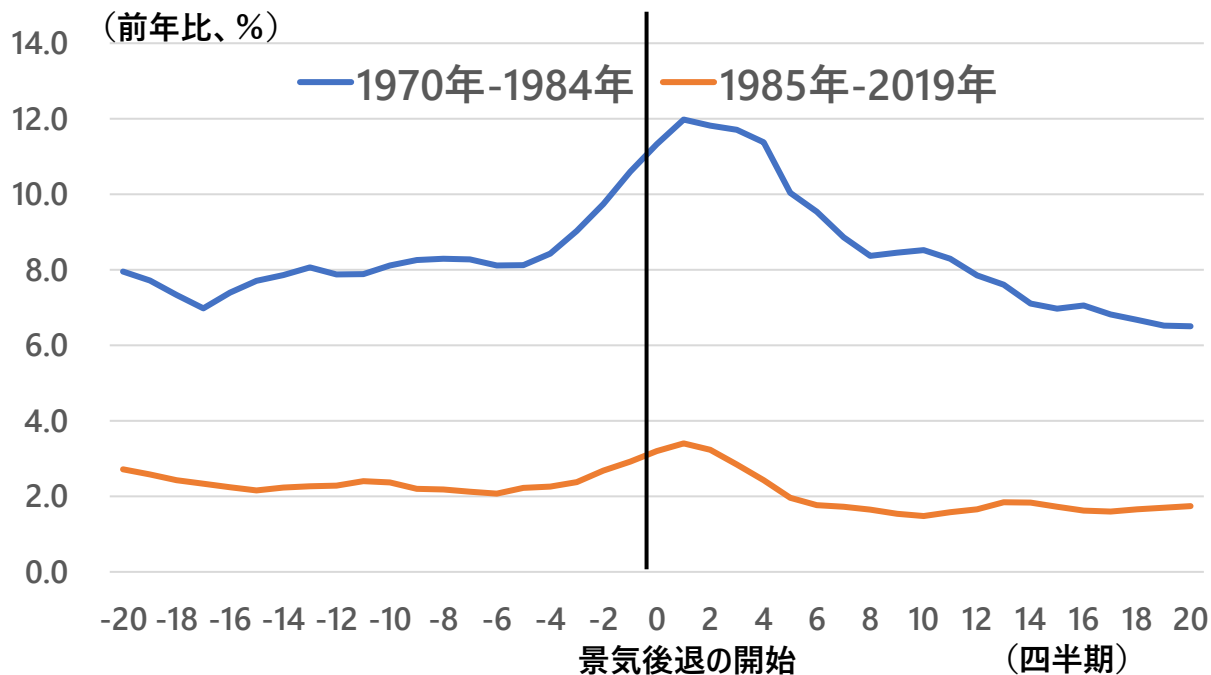


(注) ドル建て名目GDPから算出

(出所) IMF (国際通貨基金)

# 主要国での実質短期金利上昇と景気を犠牲にした物価の安定回復

## 景気後退開始前後の物価上昇率



(注) 先進国16か国の消費者物価上昇率の平均値

(出所) BIS (国際決済銀行)

## 実質政策金利 (FF金利-米国債10年BEI)

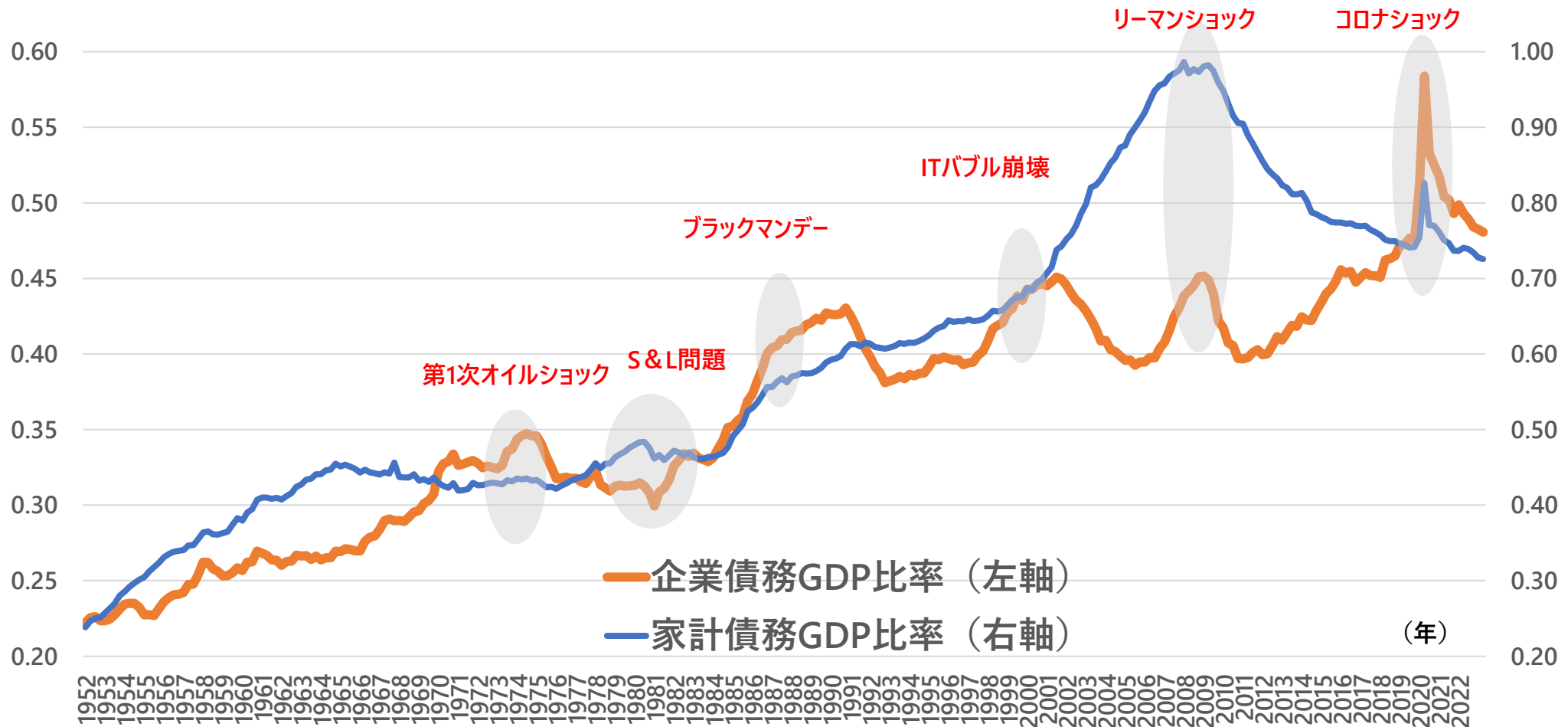


(出所) ブルームバーグより野村総合研究所作成

■ 過去の例ではインフレ率が加速前に戻るまでに3年。その後のインフレ率は、景気減速で下振れ

# 企業の過剰債務がトリガーとなる米国の経済・金融危機

## 米国企業・家計債務サイクルと経済・金融情勢

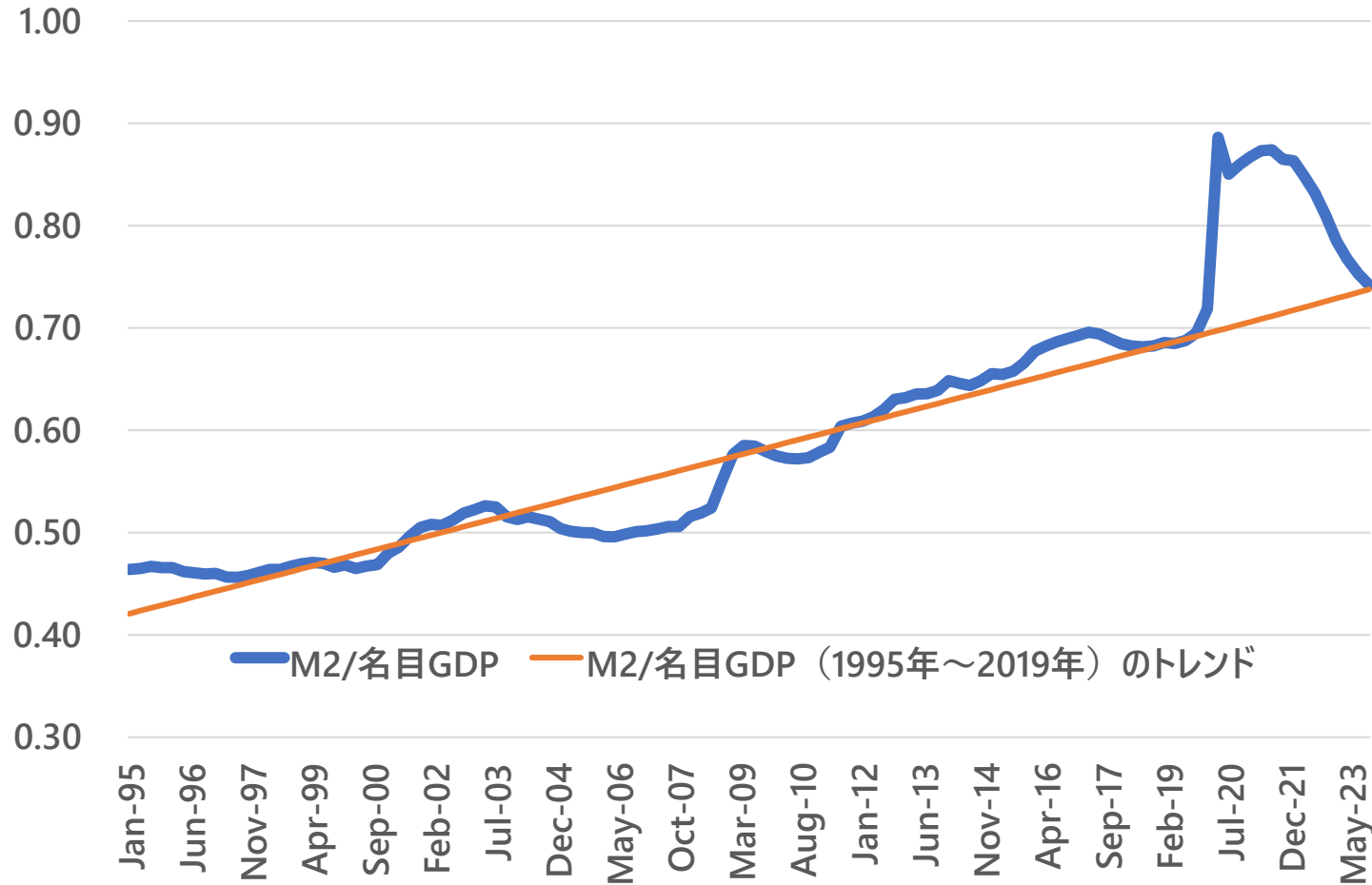


(注) シャドー部分は景気後退期

(出所) FRB (米連邦準備制度理事会)、米商務省より野村総合研究所作成

# コロナ後の金融・財政両面での積極策で生まれた過剰流動性は解消へ

## 米国の過剰流動性は解消へ

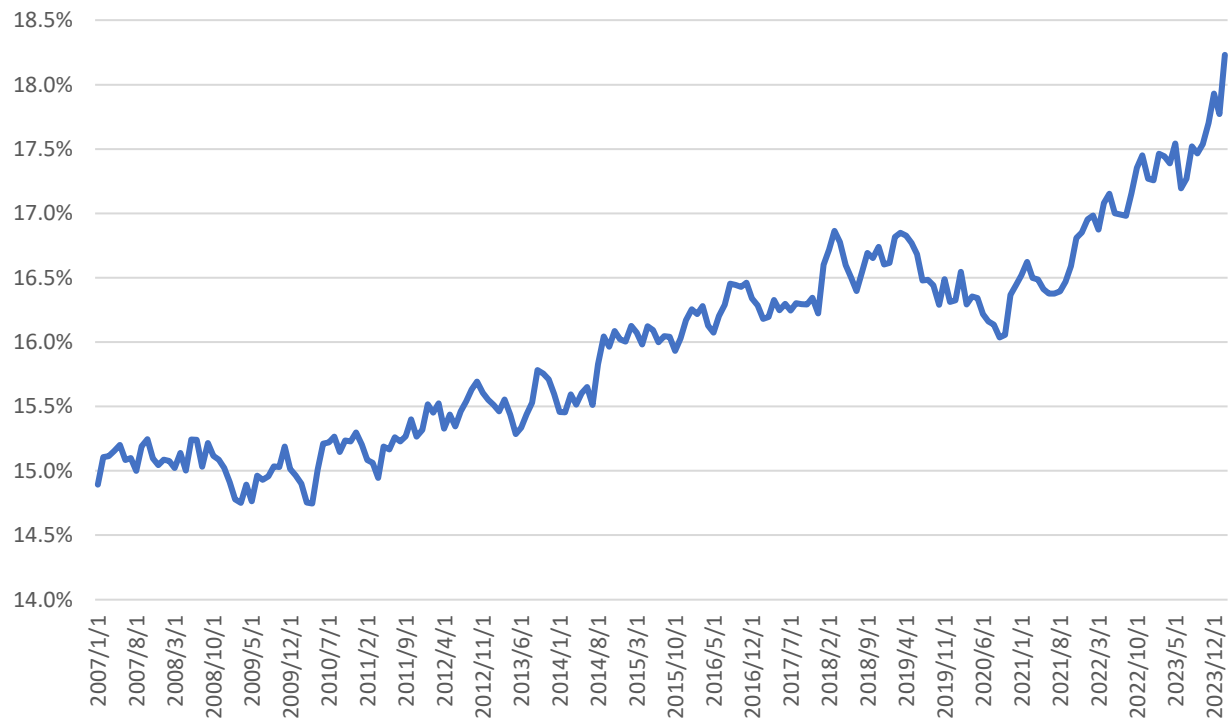


(注) 最新値は2023年10-12月期

(出所) Jefferies Christopher Wood氏のレポート (Asia Maxima) を参考に、  
セントルイス連銀のデータより野村総合研究所作成

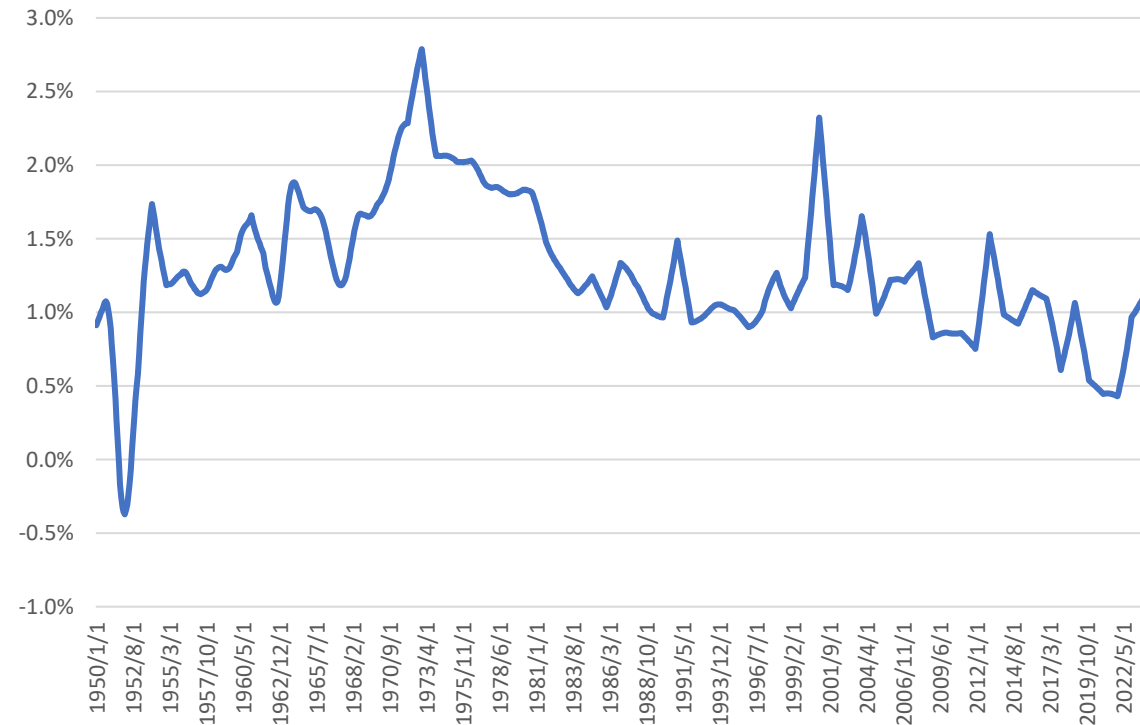
# 移民増加による成長押し上げ効果

## 米国人口に占める外国人比率



(出所) セントルイス連銀

## 米国人口増加率の長期トレンド



(注) 12カ月移動平均値の前年同月比

(出所) セントルイス連銀

- 2023年の外国人人口の増加率は前年比 + 3.3% に達したが、それによって2023年の米国の実質GDP成長率は + 0.33% 押し上げられた計算。ただし、移民の急増はコロナ問題発生後の減少の反動という面があり、持続的なものとは言えない

# 焦る米国中堅・中小銀行の経営不安

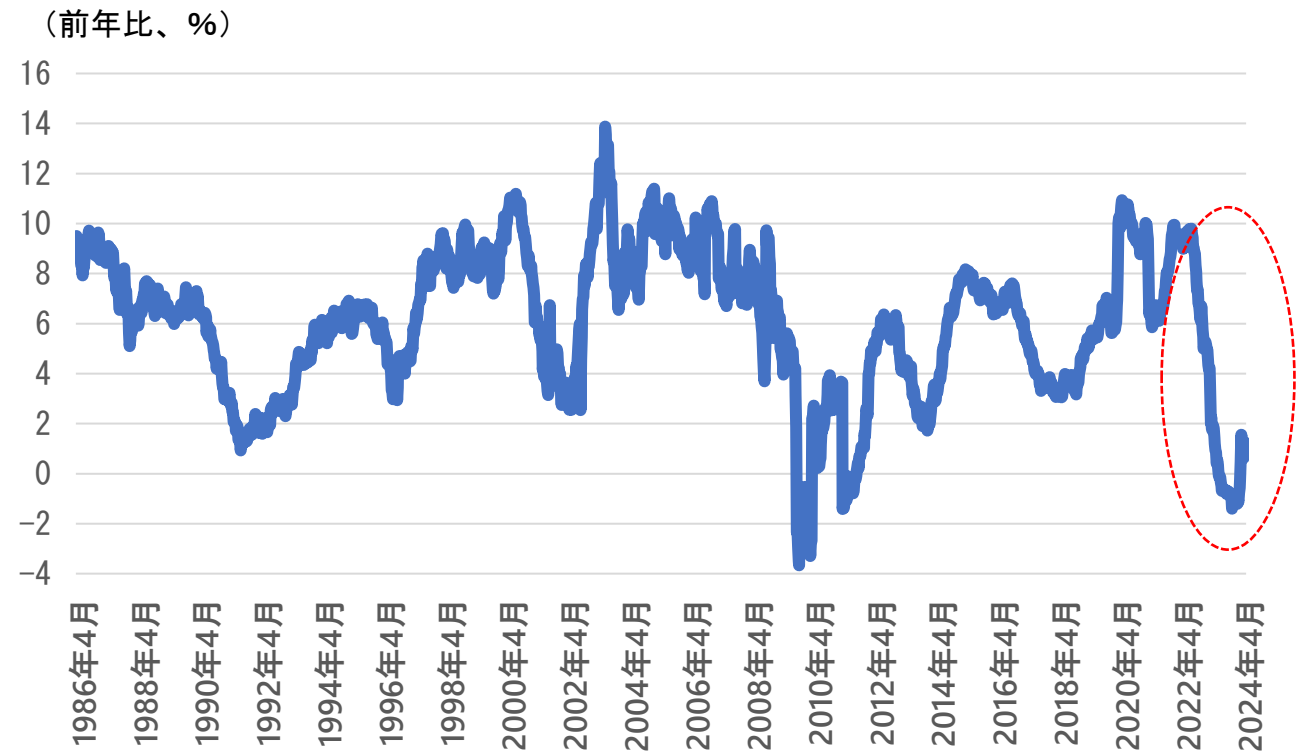
## 過去の中小米銀の預金流出

日時	イベント	流出額（億ドル）	預金残高比
1985年4月3日	S&L危機	-389.1	-11.3%
1987年10月7日	ブラックマンデー前夜	-19.2	-0.5%
2000年3月22日	ドットコムバブル崩壊	-40.6	-0.5%
2007年3月14日	米不動産市況下落	-547.3	-3.2%
2008年9月10日	リーマンショック前夜	-49.9	-0.3%
2020年7月29日	コロナショック後	-181.0	-0.4%
2023年3月15日	米銀破綻	-1,378.3	-2.6%

（注）日時はその日付で終わる1週間

（出所）FRB（米連邦準備制度理事会）より野村総合研究所

## 米国銀行の週次貸出増加率



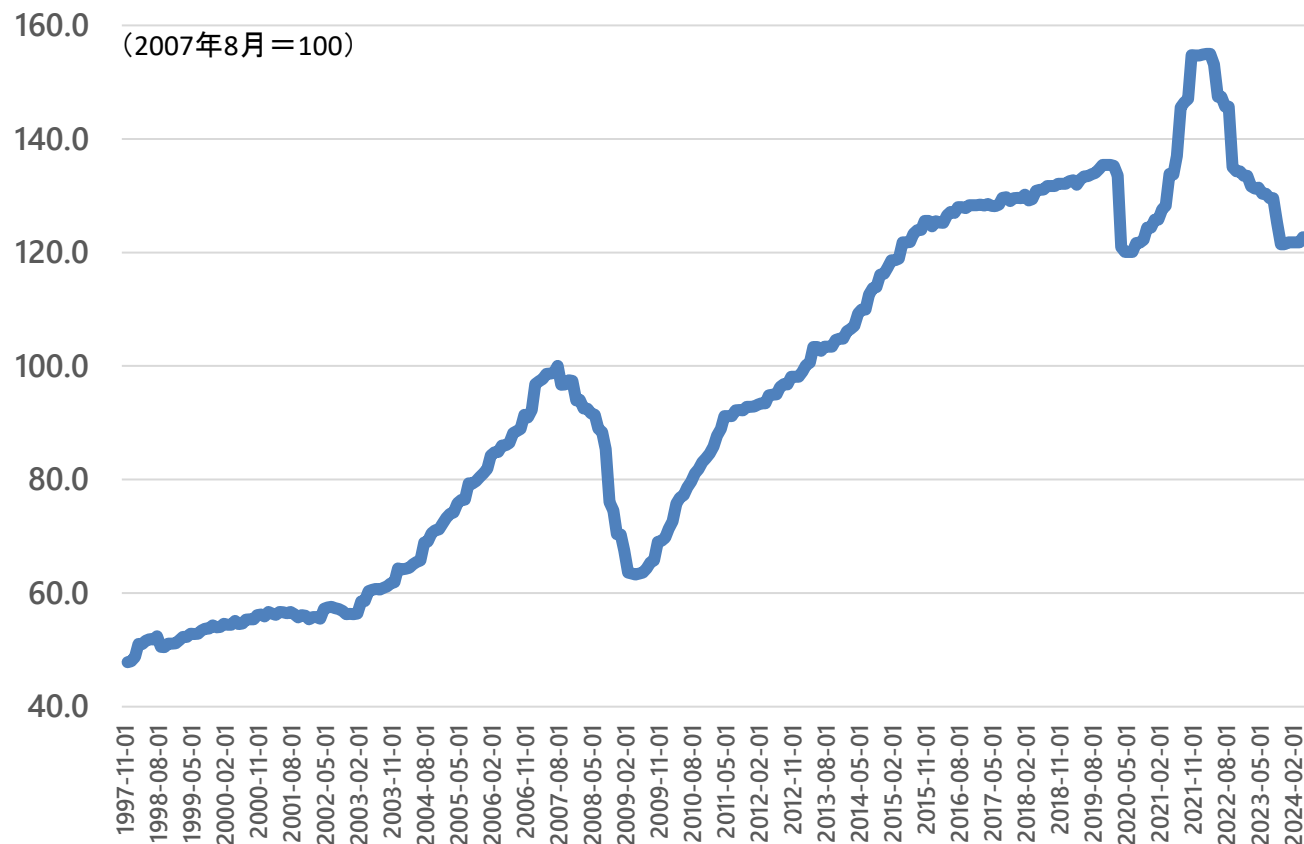
（出所）FRB（米連邦準備制度理事会）より野村総合研究所

■ 米国中小銀行の預金流出の動きは見られないが、景気減速、商業用不動産の下落による信用リスク上昇や利ザヤ縮小によるリスク許容度の低下を映して、米銀の貸出は減少が続いた



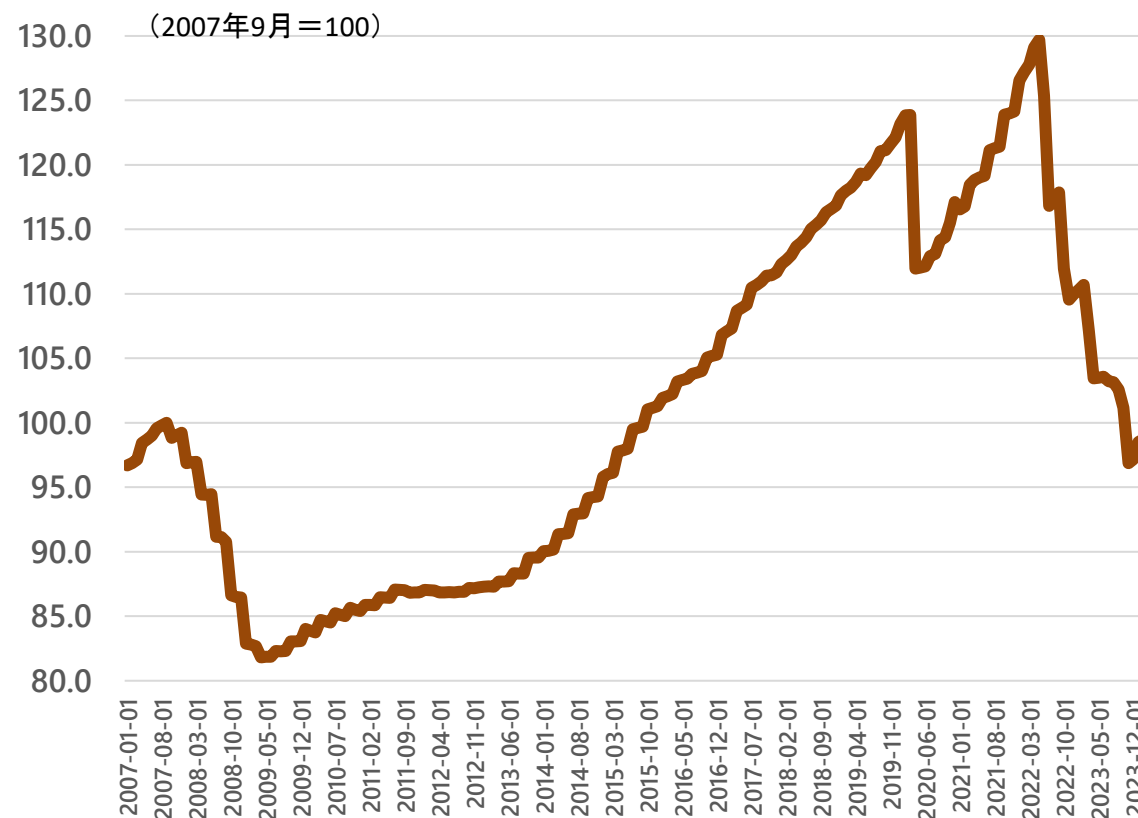
# 米国と欧州の商業用不動産価格

## 米国商業用不動産価格



(出所) Commercial Property Price Index (CPPI), Green Street

## 欧州商業用不動産価格



(出所) Commercial Property Price Index (CPPI), Green Street

■ 2022年のピークからの最新値までの商業用不動産価格の下落率は、米国が-20.9%、欧州が-24.0%

# プライベート・クレジット・ファンドの金融リスク面から見た安全性

- 第1に、プライベート・クレジット・ファンドの多く約81%は、いつでも途中解約されるオープン型ではなく、投資家の解約が制限されるクローズドエンド型であり流動性リスクや金融市場の混乱が引き起こされにくい
- 第2に、米国のプライベート・クレジット・ファンドの4分の3程度は、プライベート・エクイティ・ファンドが運営。資金量が大きい大手運用会社によって、プライベート・クレジット・ファンドの運営の安定性が支えられている面がある
- 第3に、プライベート・クレジット・ファンドのレバレッジは低い。FRBは、米国におけるプライベート・クレジット・ファンドの借入額合計はおよそ2,000億ドルであり、これは米国銀行の資産全体の1%に満たないと見積もっている
- 第4に、プライベート・クレジット・ファンドは、銀行貸出やハイイールド債などと比べて、融資条件の変更などを定めたコベナント（財務制限条項）に強い制約をかけている

# プライベート・クレジット・ファンドの課題

- 第1に、プライベート・クレジット・ファンドによる企業への融資は、基本的には変動金利。そのため、FRBの金融引き締め策によって既に融資先企業の利払い負担は大きく高まっているはずであり、この先景気情勢が悪化する局面では、融資先企業が資金繰りに行き詰まり、デフォルト率が急速に高まる可能性もある
- 第2に、プライベート・クレジット・ファンドを利用する企業は、レバレッジドローンや社債による資金調達を行う企業よりも規模が小さく、多くの負債を抱えている傾向がある。そのため、こうした企業は金利上昇と景気減速の影響をより受けやすい。IMFの分析によると、借り手企業の3分の1以上が、経常利益を上回る利払いコストを抱えている
- 第3に、銀行融資との競争が激しくなる中、厳格に適用されてきたコベナンツに緩みが生じている
- 第4に、プライベート・クレジット・ファンドのレバレッジは表面的には低いが、実態は必ずしも明らかではない。プライベート・クレジット・ファンドに出資する企業年金や生命保険向け銀行融資を通じて、銀行が思いのほか大きなエクスポージャーを持っている可能性もある
- 第5に、プライベート・クレジット・ファンドの主流はクローズドエンド型であるが、最近では個人投資家向けに、解約がより自由なオープン型も増えてきている。そのため、流動性リスクが徐々に高まってきている可能性も考えられる。また個人投資家は、投資リスクを十分に理解していない可能性もあり、投資家保護の観点から課題がある、と考えられる
- 第6に、金融監督当局の観点からは、プライベート・クレジット・ファンドが開示する情報が限られ、その運用実態、保有資産の状況が分かりにくい点がリスク