

みずほレポート

米国経済はソフトランディングへ ～Higher for Longerでも金融危機リスクは小～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

2024年5月21日

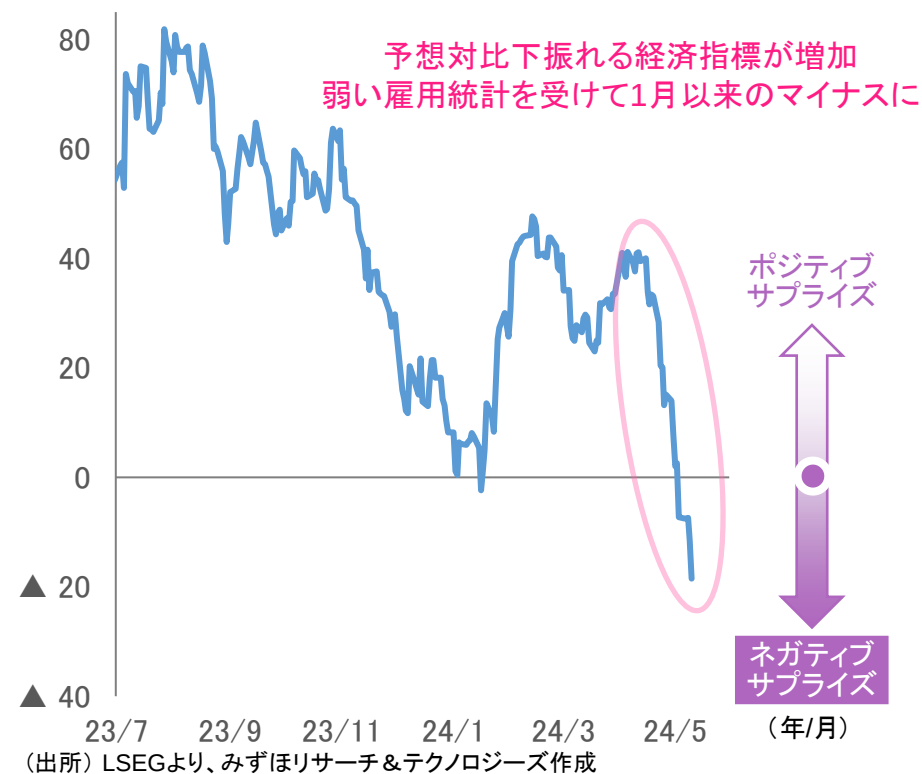
ともに挑む。ともに実る。



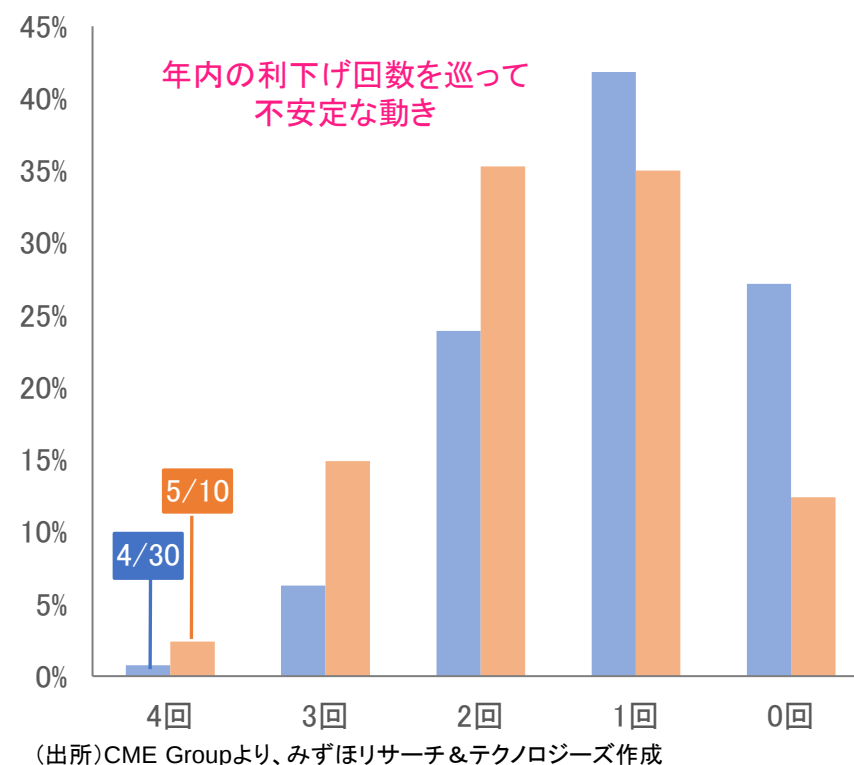
下振れが目立ち始めた米経済指標。揺れる市場参加者の利下げ観測

- 経済指標の上振れ度合いを示すCitiサプライズインデックスは急低下
 - 弱い企業景況感や雇用関連統計の発表を受けて1月以来のマイナス圏入り。ここにきて金融引き締め効果が顕在化しつつあるとの見方も
- FRBの次の一手は「利下げ」がコンセンサスも、その回数を巡っては不安定な動き
 - 利下げペースはインフレ懸念と景気減速懸念の綱引き

Citiサプライズインデックス



市場が織り込む年内の利下げ回数



世間が想定する3つの景気シナリオと本日の2つの論点

論点①: 景気の先行きはどうなるのか？

ハードランディング

景気失速

インフレ鎮静化
(デysinフレ再燃懸念)

大幅利下げ

ソフトランディング

景気減速

インフレ抑制
(2%目標へ徐々に低下)

緩やかな利下げ

ノーランディング

景気堅調・(再加速)

インフレ圧力持続

高金利継続・(再利上げ)

スタグフレーション

外的インフレショック
経済分断／気候変動
地政学リスク／もじトラ

論点②: 高金利継続 (Higher for Longer) のリスクは何か？

- 9月まで高金利継続なら、リーマンショック前を上回る長さに
- 二極化する米国経済。高金利に対する脆弱性を内包
- 外的インフレショックでさらに長期化 (Higher for Much Longer) するリスクも

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

論点①景気の先行き：民間部門の利払い負担は増えず、景気後退の可能性は低い

■ 民間部門の利払い負担は増加せず、景気後退の可能性は低い

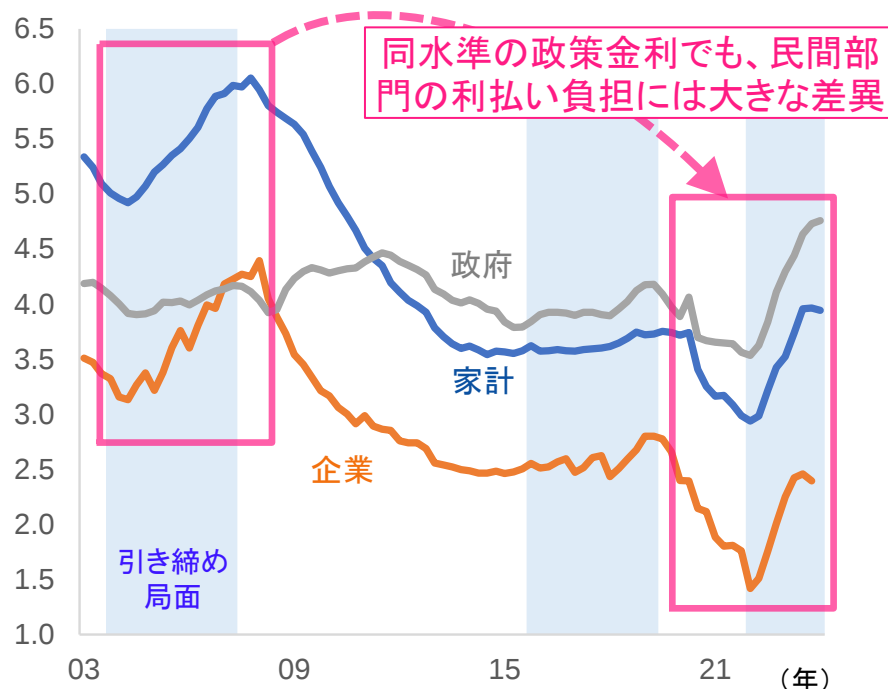
— FRBが政策金利をリーマンショック直前と同様の水準まで引き上げたにもかかわらず、民間部門(家計・企業)の利払い負担はコロナ前水準で頭打ち

■ 利上げが効きづらい背景には、民間部門の債務削減と借入金利の固定化

— リーマンショック時に問題となった家計債務は大幅抑制、家計・企業ともに低金利下で借入の8割超を固定金利化

各部門の利払い負担(対GDP比)

(対GDP比、%)

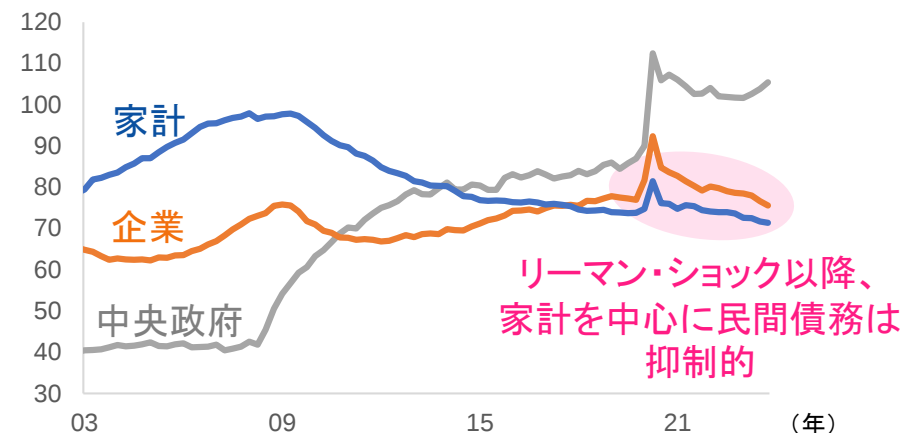


(注)2023年以降の企業の利払い負担は、四半期財務報告(QFR)の利払いデータより推計
(出所)米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

各部門の債務の状況

各部門の債務規模(対GDP比)

(対GDP比、%)



固定金利借入の割合

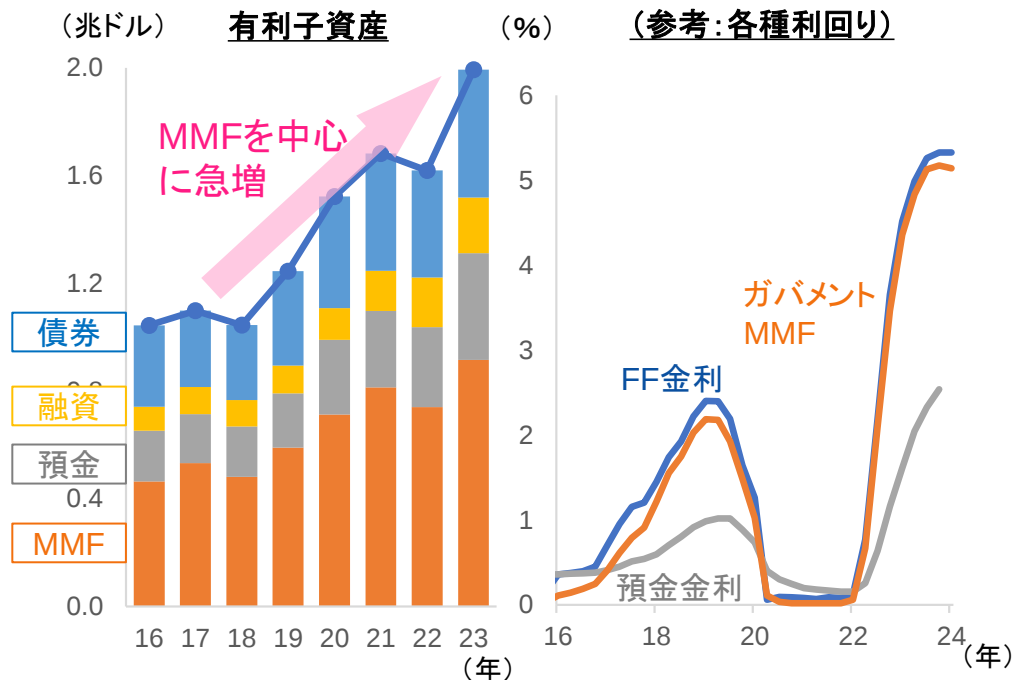
	リーマン・ショック期	足元
家計	59%(2006年末)	87%(2023年末)
企業	67%(2008年末)	84%(2021年末)

(出所)米国商務省、米国労働省、BIS、NY連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

企業部門は高金利資産の保有により受取利息が増加、利上げの影響を更に緩和

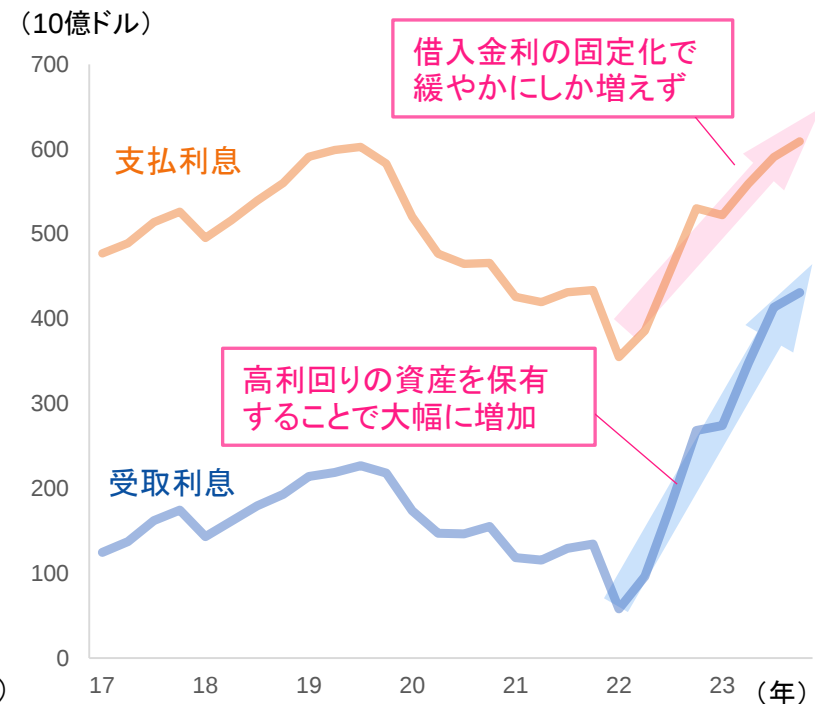
- 企業セクターでは、MMF (Money Market Fund) や債券等、利息収入が得られる資産の保有が増加
- 利上げを受けて支払利息は増加しているものの、受取利息も増加しており、ネットの利払いを抑制
 - 有利子資産の多くを占めるMMFは金利上昇が速やかに反映される一方、有利子負債は固定金利の借入が多くを占め、支払利息への影響が徐々にしか表れていないことが背景

企業部門の有利子資産の推移



(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

企業部門の支払利息、受取利息

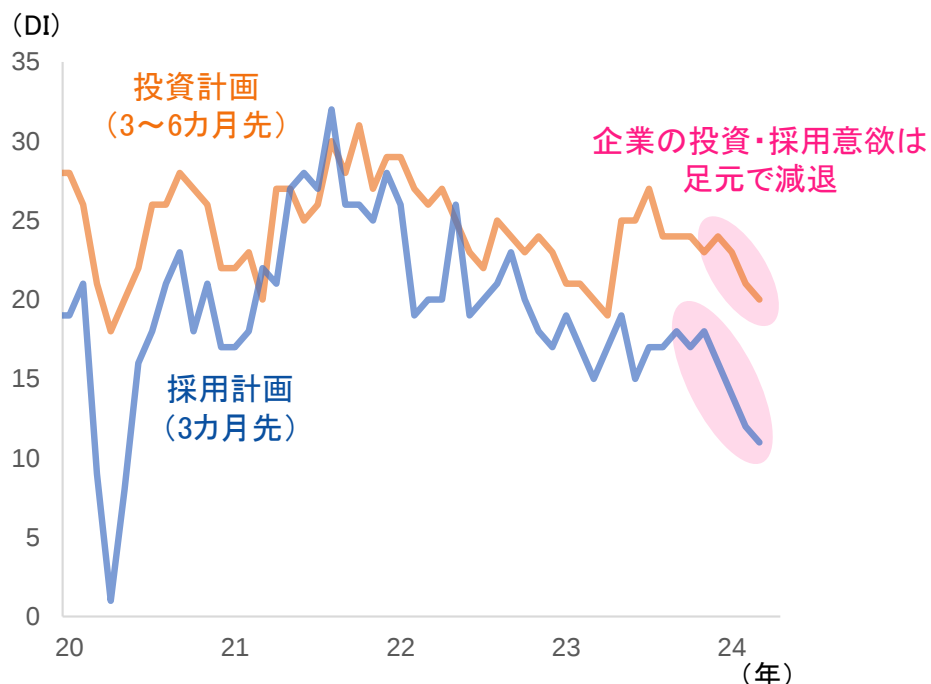


(出所) 米国商務省、米国労働省、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

今後企業では利払い増も景気への影響は限定的、米経済は「ソフトランディング」へ

- 企業借入の年限は3～4年程度。コロナ禍の低金利環境で増えた債務が借り換え時期を迎え、利払い負担は増加へ
 - 足元では企業の投資や人員採用の姿勢は徐々に沈静化しており、先行きの景気抑制要因に
 - ただし、受取利息の増加がクッションとなり大幅な業績の悪化は避けられ、景気全体への影響は限定的と予想
 - 2024年後半以降、景気は減速に向かうものの、2%弱とされる潜在成長率から利上げ効果を差し引いても、1%台半ばの成長率を維持することは可能。米経済はソフトランディングへ

中小企業の投資・採用計画

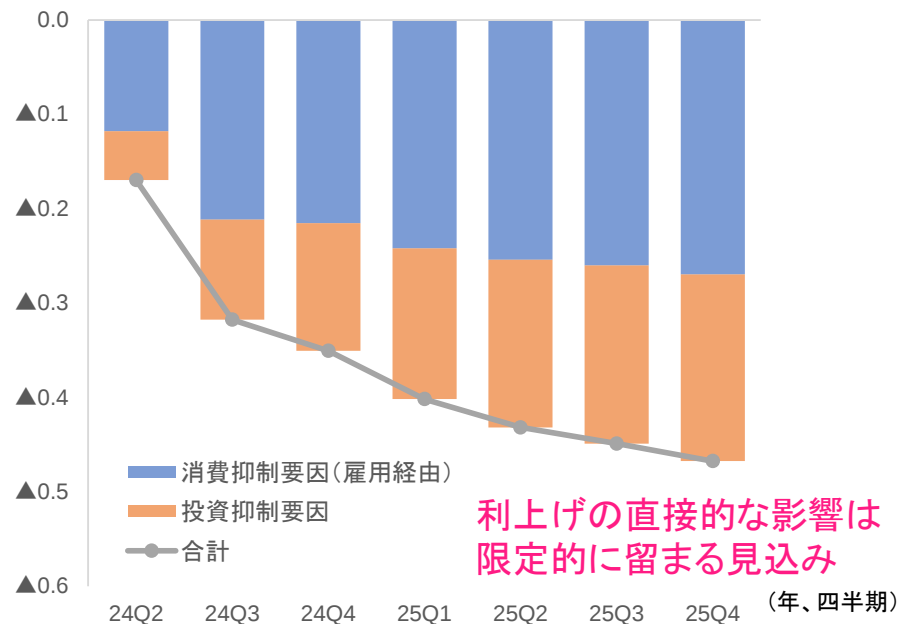


(注) 投資・雇用の増加計画があると回答した企業の割合(%) - 削減計画があると回答した企業の割合(%)

(出所) NFIB、アトランタ連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

利払い増による景気(投資・消費)への影響

(実質GDP前期比年率への影響、%)

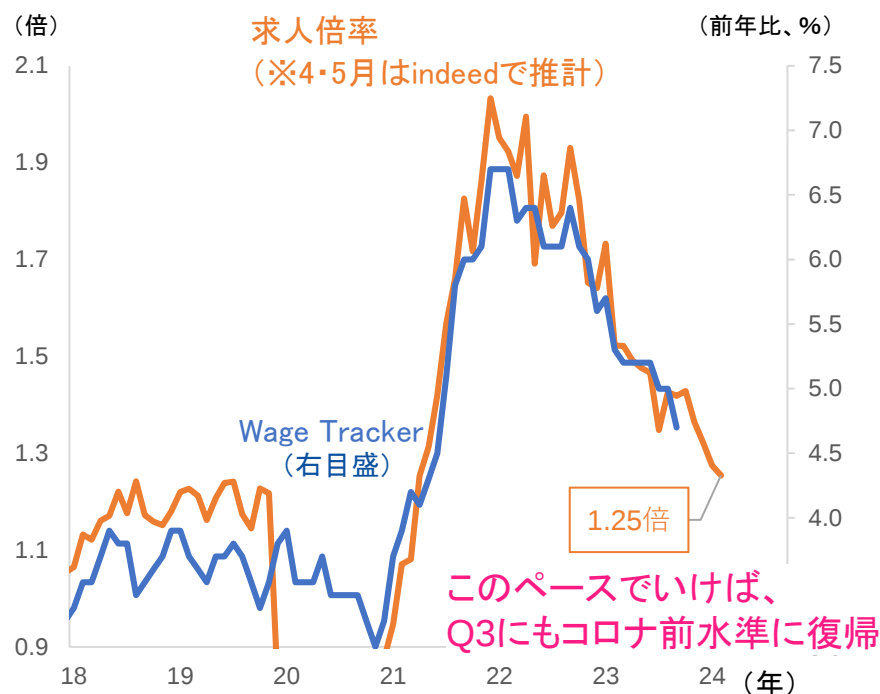


(注) 企業収益、個人消費、民間設備投資、雇用者数の4変数のVARによる推計
(出所) 米国商務省、米国労働省、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

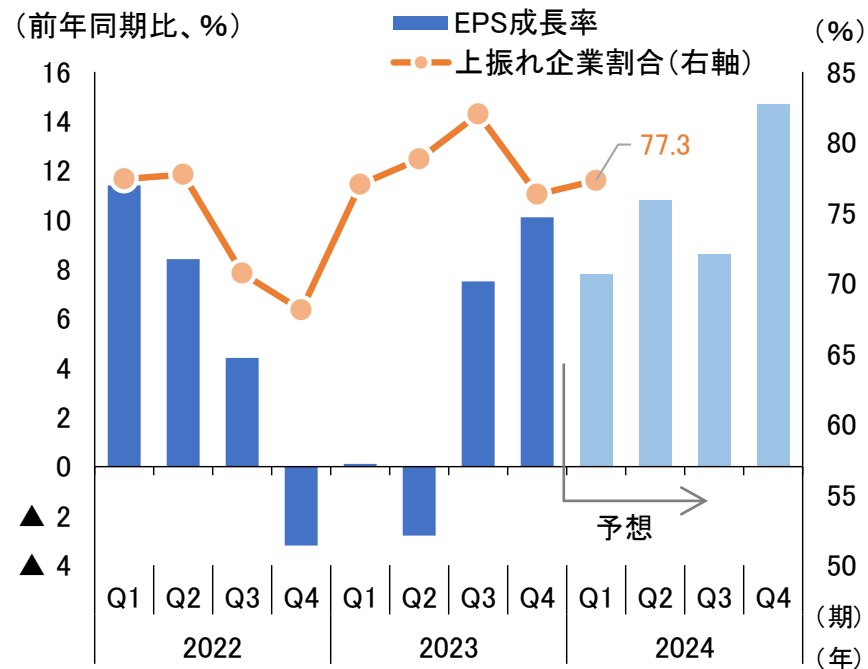
人手不足の解消で、年内利下げ開始。企業業績が良好なら「ノーランディング」へ

- ①移民の流入と②省力化投資の増加により、人手不足感は2024年Q3にもコロナ前水準まで薄れる見込み
 - ①移民: 政治・経済環境が不安定な国からの移民が継続する蓋然性は高い
 - ②省力化: 人手不足・人件費の高止まりに対応するため、企業は省力化に積極投資
- FRBは、インフレと景気の鈍化を確認し、2024年Q3より利下げ開始へ(9月、12月の年内2回の利下げを予想)
- ただし、企業業績が上振れる展開が継続すれば、予想以上の投資・消費増となり「ノーランディング」は起こりうる
 - 良好な景気が労働需要を刺激し、賃金・インフレが再加速することとなれば「Higher for Longer」のリスクも

求人倍率と賃金の動向



S&P500企業のEPS

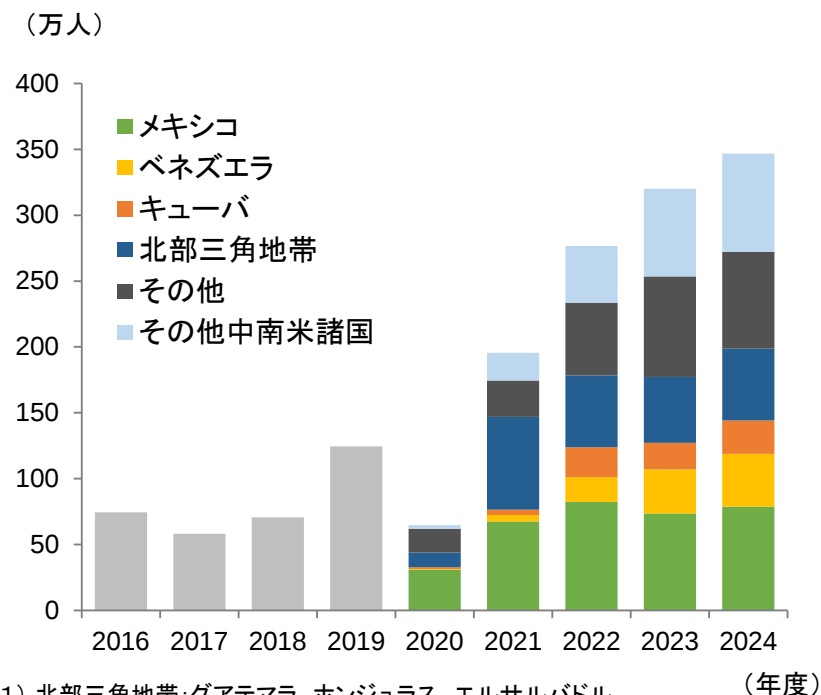


(注) 1. 5月15日時点
2. EPS成長率の紺色は実績、水色は予想
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【参考】移民流入：母国の政治・経済情勢悪化を背景に不法移民の流入が増加

- 2021年から直近にかけて、1,000万人超の移民が不法に越境入国し、税関・国境警備局と遭遇
 - メキシコなどに加えて、北部三角地帯をはじめとする中南米諸国からの移民が多数
- 不法移民数上位国は、①政治的安定度が世界の中でも低位であり、②米国よりも経済環境（インフレ・1人当たり名目GDP）が悪く、③相応の英語能力を保有するなどの傾向
 - 現行の移民政策が維持され、母国の政治・経済環境が好転しなければ、不法流入は継続する蓋然性が高い

全土国境における移民遭遇数（国別）



(注1) 北部三角地帯：グアテマラ、ホンジュラス、エルサルバドル
 (注2) 2024年度は2023年10月～2024年3月まで実績値の年換算値。2016～19年度はデータが存在しないため、南部国境の遭遇数を基に推計
 (出所) 米税関・国境警備局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

不法移民数上位国の政治・経済情勢・英語能力

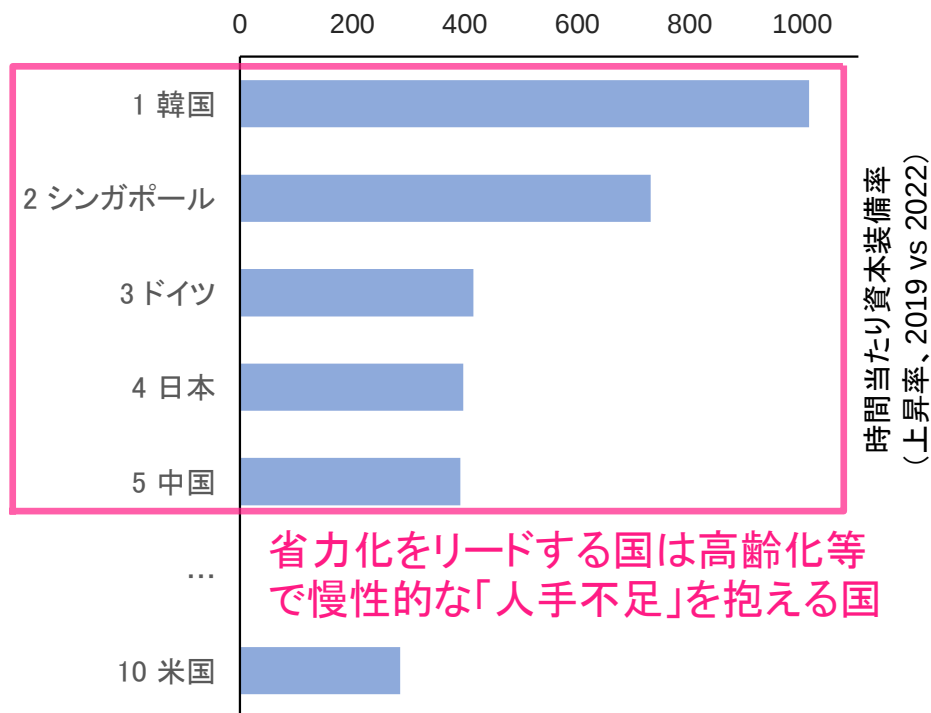
期間	2021年以降累計	2022年	2023年	2023年	2023年
国名	不法移民数(万人)	政治不安定度(百分率順位)	インフレ率(%)	1人当たり名目GDP(ドル)	英語能力(標準: 500-549)
メキシコ	287	22	5.5	13642	451
グアテマラ	92	35	6.2	5369	515
ホンジュラス	87	25	6.7	3330	544
ベネズエラ	78		337.5	3659	508
キューバ	60	61			531
ニカラグア	42	33	8.4	2608	503
ハイチ	40	10	44.1	1761	421
コロンビア	39	23	11.7	6972	480
エクアドル	33	39	2.2	6582	467
エルサルバドル	31	41	4.0	5349	524
米国		45	4.1	81632	
日本		87	3.3	33806	457

(注) 政治不安定度は世界銀行の「世界ガバナンス指標」のうち「政治的安定と暴力の不在」であり、世界各国における百分率順位。色分けは青が相対的に低い順位であることを示す。インフレ率および1人当たり名目GDPの色分けは赤が米国よりも高く、青が米国よりも低いことを示す。英語能力は世界的標準英語試験の「EF英語標準テスト」の基準に基づき、赤が標準よりも高く、青が標準よりも低いことを示す。
 (出所) 米税関・国境取締局、IMF、世界銀行、EF SETより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

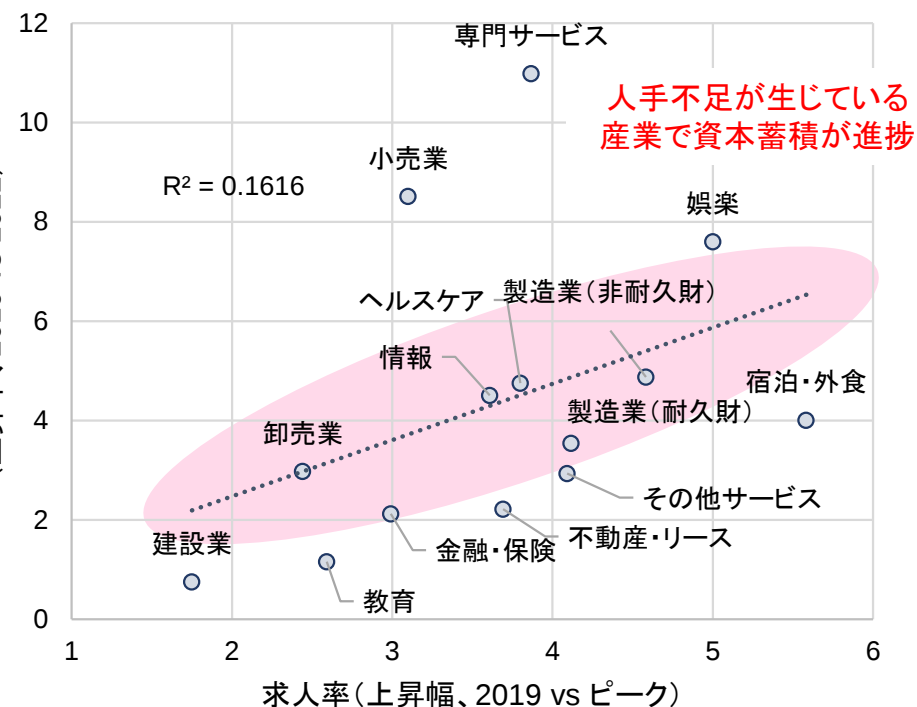
【参考】省力化投資：人手不足・人件費の高止まりに対応し、企業は省力化に積極投資

- 省力化をリードする国は高齢化等で慢性的な「人手不足」を抱える国
- 米国では、コロナ禍で労働者の早期引退が進んだことや、対面サービス業を中心にコロナウイルスへの感染懸念から働き手が不足
 - 人手不足が生じている産業ほど資本投資が活発化、米国においても省力化投資が進展していることを示唆

各国製造業の労働者1万人当たりロボット数



人手不足感と資本装備率の関係



(出所)国際ロボット連盟より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所)米国労働省、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

論点②: 拭いきれない「Higher for Longer」のリスク

論点①: 景気の先行きはどうなるのか？



スタグフレーション

外的インフレーション
経済分断／気候変動
地政学リスク／もじトラ

論点②: 高金利継続 (Higher for Longer) のリスクは何か？

- 9月まで高金利継続なら、リーマンショック前を上回る長さに
- 二極化する米国経済。高金利に対する脆弱性を内包
- 外的インフレーションでさらに長期化 (Higher for Much Longer) するリスクも

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

過去の教訓／リスクの「量」:リーマン時は利払い急増リスクがある債務が大量に存在

- リーマンショック時は、返済額の急増リスクがある債務が大量に存在。資産価格下落を引き金に一挙に不良債権化
 - 当時、サブプライム住宅ローンには、当初の返済負担を軽くし、2～3年後に返済が急増する仕組みが内在
 - こうした問題を抱えるローンが2004～06年にかけて急増、残高ベースでは1.2兆ドル規模に到達
 - 当初は大きな問題とならなかったが、これらのローンの返済額見直しと不動産価格の下落が重なり、2007年以降にデフォルトが急増し、証券化商品の価格が大きく低下

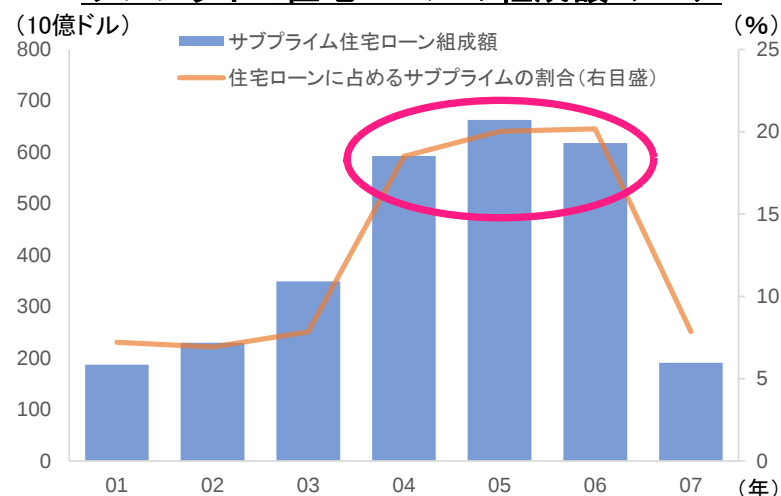
リーマンショックを引き起こした問題債務の「量」

サブプライム住宅ローンの金利タイプ別シェア(2006年)

金利タイプ	概要	シェア
FRM (Fixed Rate Mortgage)	固定金利	約25%
ARM (Adjustable Rate Mortgage)	変動金利。数年間の低い固定金利の後に金利が上昇するものも存在	約40%
IO (Interest Only)	当初数年間は毎月の返済が利息部分のみ(その後返済額が急増)	約15%
Neg Am (Negative Amortization)	当初数年間は毎月の返済が利息未満(その後返済額が急増)	約20%

+

サブプライム住宅ローンの組成額・シェア



(出所)ハーバード大学住宅研究共同センター(JCHS)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

**サブプライム向けは2004～06年にかけて急増、
残高ベースでは1.2兆ドル規模に**

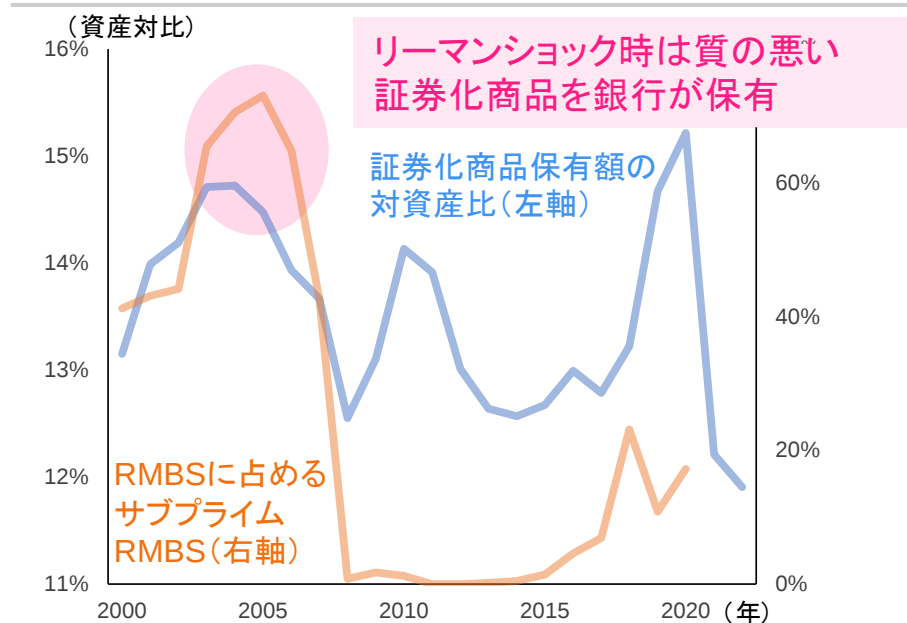
(出所)セントルイス連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

返済額が増加する仕組みに不動産価格下落が追い打ちとなり、2007年以降に一挙に不良債権化

過去の教訓／「波及しやすさ」：証券化商品と金融機関間信用が危機拡大の下地に

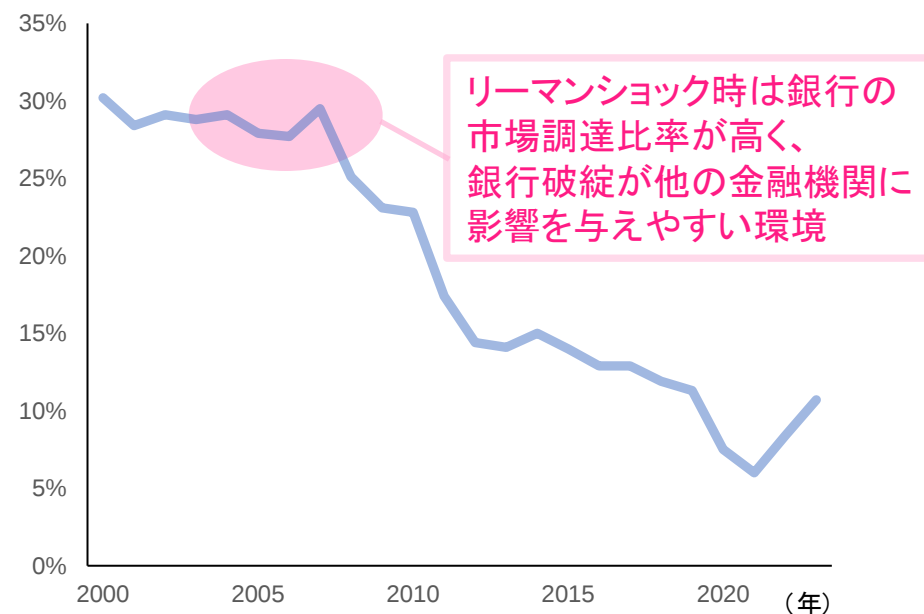
- リーマンショック時に、サブプライムローンの焦げ付きがシステミックリスクに波及した下地は、金融機関が①格付けが過大評価された証券化商品の保有を増やしていたこと、②その証券化商品を担保にしたABCP (Asset Backed Commercial Paper) などによる市場調達(主な貸し手は金融機関)を増やしていたこと
 - ー 原債権であるサブプライムローンのデフォルトが増加すると、証券化商品の価格下落、ABCPの焦げ付きを通して、他の金融機関にもショックが波及

銀行が保有する住宅モーゲージ証券化商品



(注)サブプライムRMBS (Residential Mortgage-Backed Securities) のデータは2021年まで。また、市場全体でのサブプライム比率を示している
(出所)FRB、SIFMAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

銀行の負債に占める市場調達の比率



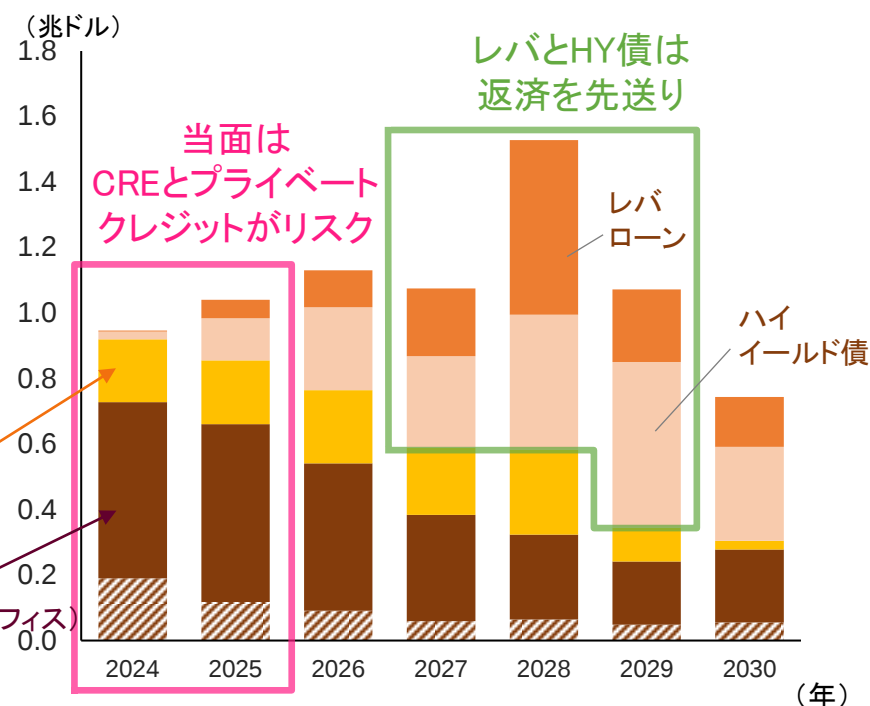
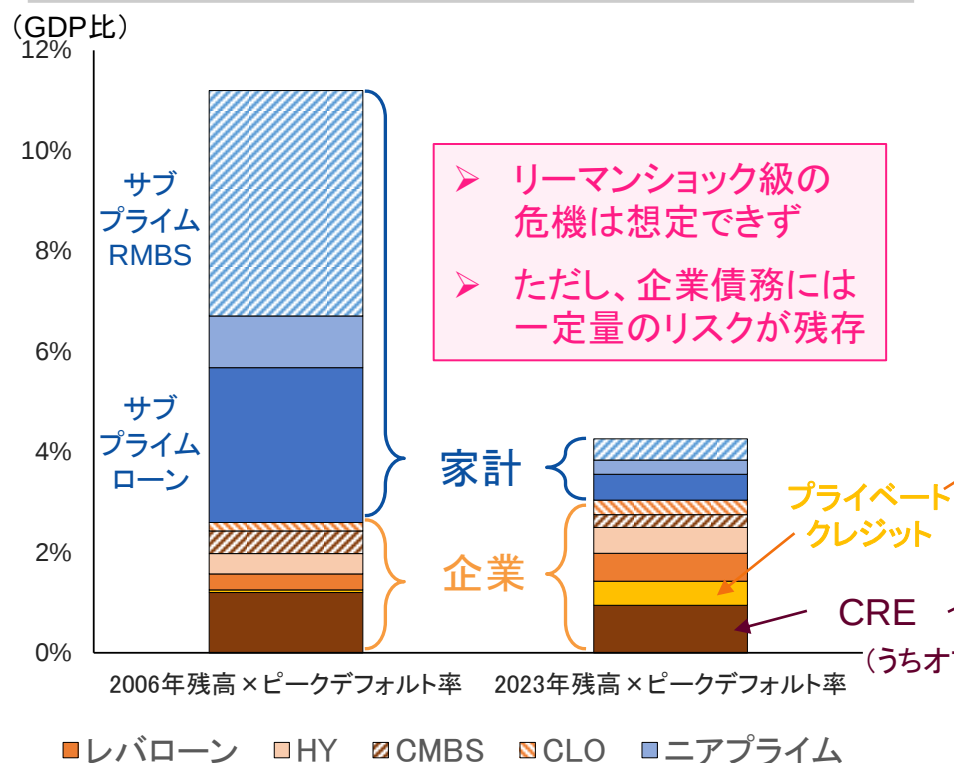
(注)銀行の負債から、預金、FRBからの調達を除いた調達比率
(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

足元リスクの「量」と「波及しやすさ」は抑制も、CREとプライベートクレジットにはリスク

- 民間部門(家計、企業)の脆弱な債務に対して、仮にリーマンショック時と同じデフォルト率・延滞率を適用すると、足元で問題となる債務の規模は当時の3分の1程度。リーマンショックの再来は考えられず
 - GDP比で4%と無視できない規模ではあるが、2006年と比較すると、特定アセットへの集中は限定的
- 企業のリスク「量」は、リーマンショック時に比べてやや拡大。企業債務の返済期限到来の分布(マチュリティウォール)を見ると、当面懸念されるのは商業用不動産(CRE)ローンとプライベートクレジット(PC)

リーマンショックを参考にした潜在的なリスク総量の試算

問題視される企業債務のマチュリティウォール

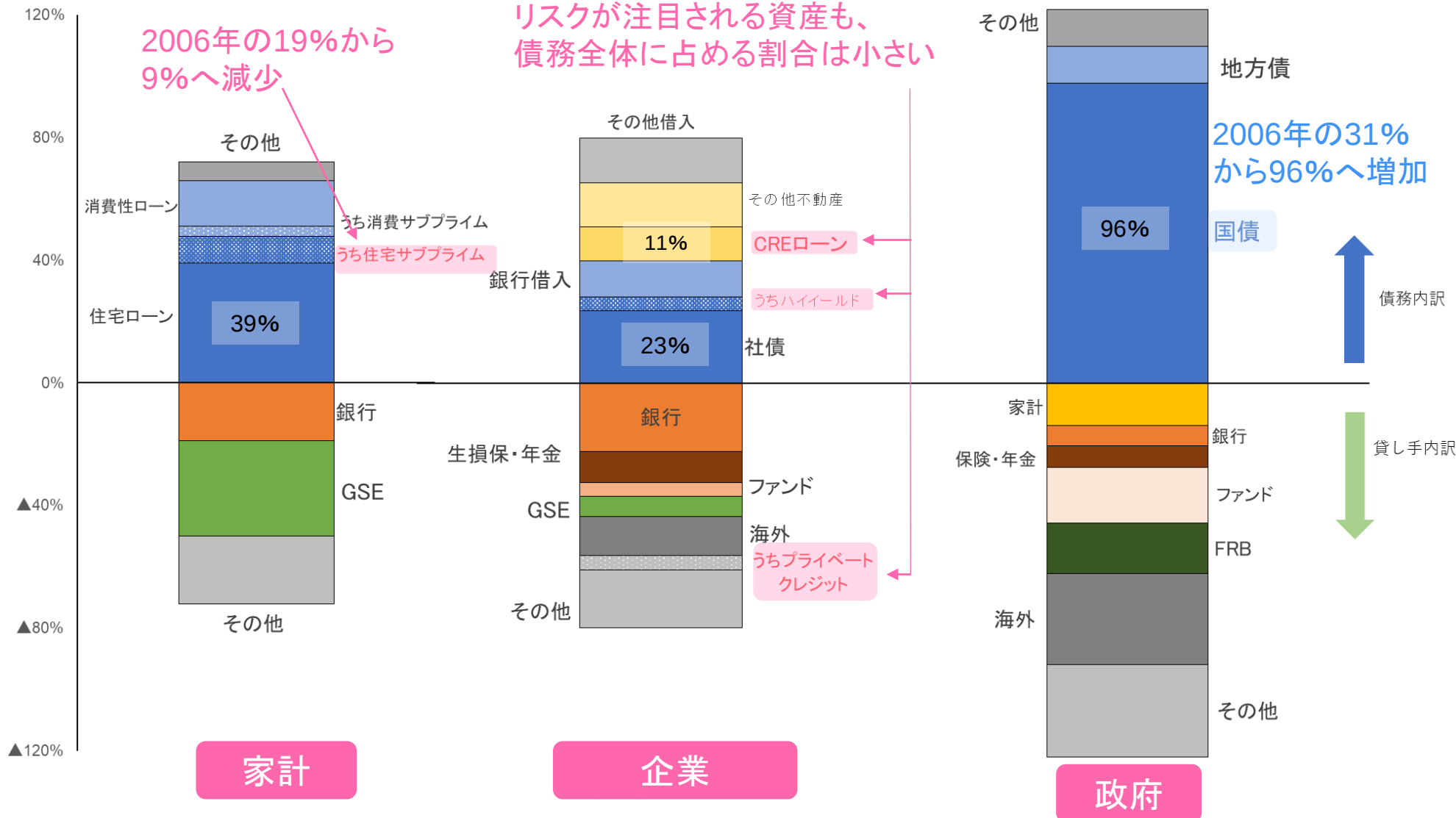


(出所)FRB、Pitchbook、LSEG、BEA、SIFMAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所)LSEG、Pitchbook、CREDIQより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

【参考】各部門の債務構造(2023年末時点)

(名目GDP比)

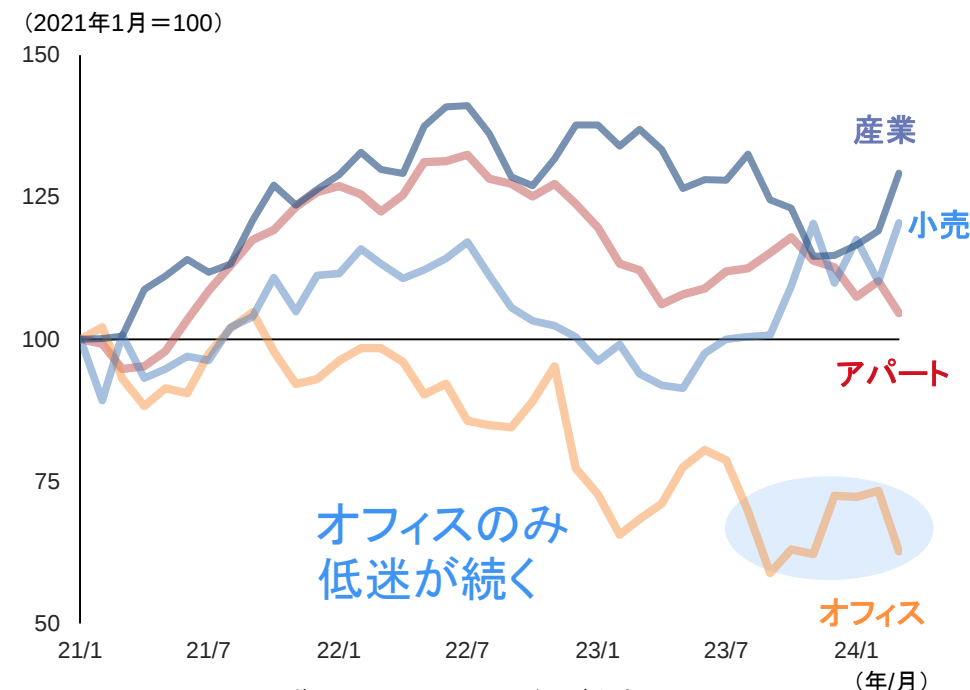


(出所) FRB、LSEG、Pitchbook、BEAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

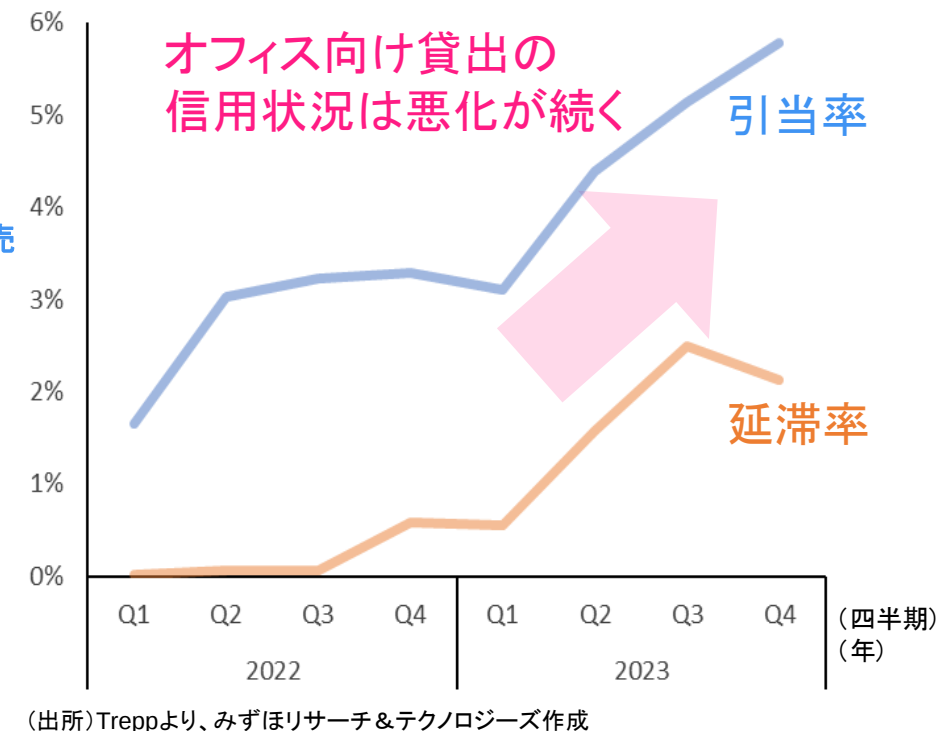
CREローン: オフィス市場の低迷は継続。信用状況も悪化傾向

- 商業用不動産(CRE)全体では大きく価格は崩れていないものの、テレワーク比率の高止まりからオフィス需要の減少が続き、オフィス価格は低迷が継続
- オフィス向け貸出の延滞率は上昇傾向。引当金の増加を通して、銀行決算にも影響
 - 2023年に満期を迎えたCREローンの一部は、返済期限を1年程度延長して一時的に償還をしのいだ状態
 - Higher for Longerになると、より多くのローンが延滞に陥るおそれ

商業用不動産(CRE)の価格推移



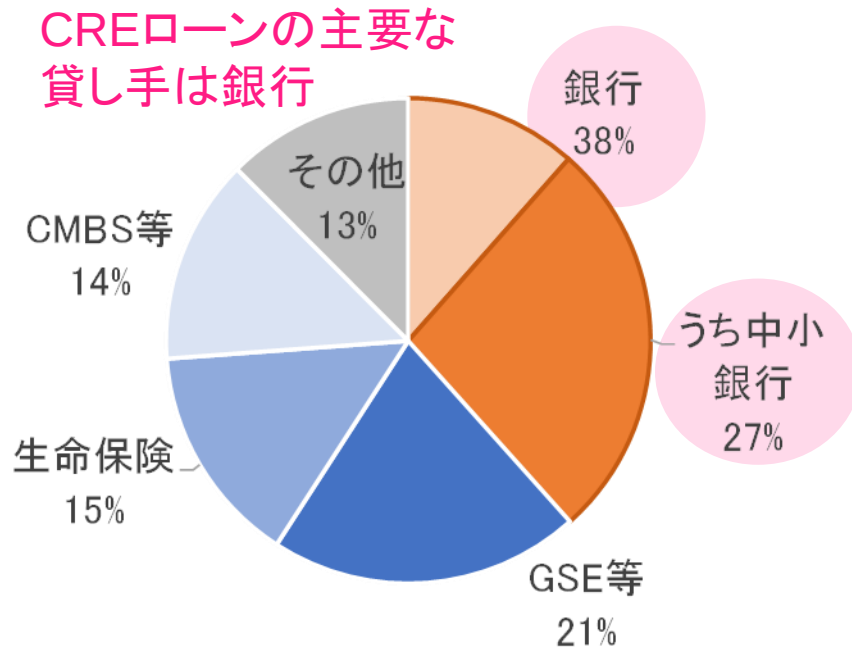
オフィス向け貸出の延滞率・引当率



CREローンを抱える中小行の収益環境は悪化しており、ダブルパンチが懸念

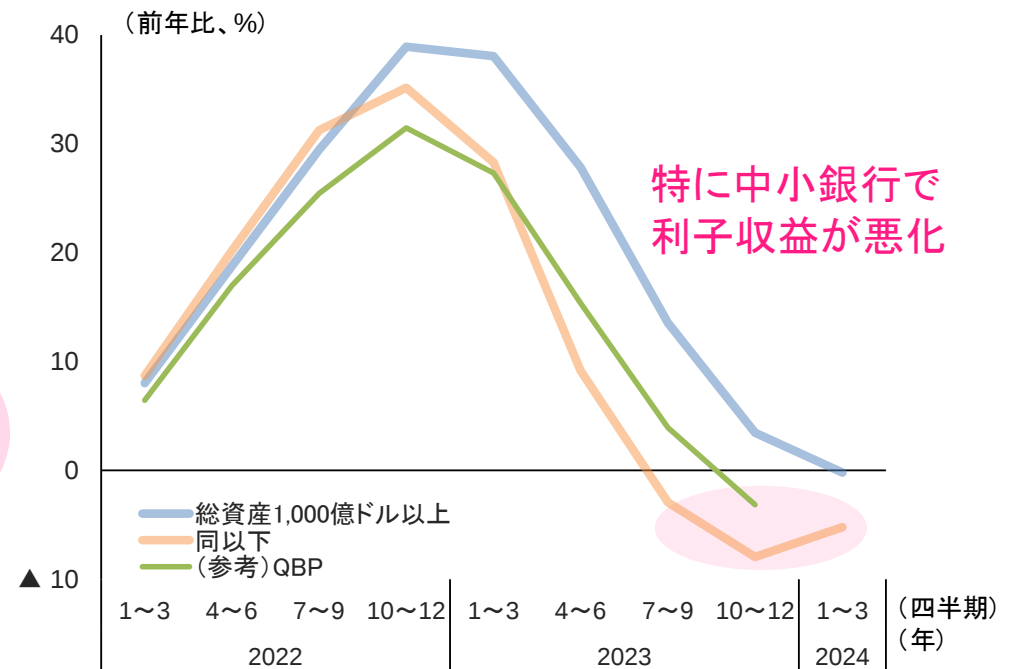
- CREローンの主要な貸し手は中小銀行
- 2022年以降、利上げの恩恵を受けて銀行収益は拡大してきたが、足元では預金金利コストが上昇し、利益を圧迫
 - 特に、CREローンの主要な貸し手である中小銀行の純利子収益は悪化が顕著。Higher for Longer環境では、CREローンの焦げ付きと預金金利上昇というダブルパンチによって、一部銀行が破たんに至るリスク

CREローンの貸し手の構成



(出所) Cohen & Steersより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

銀行の純利子収益の推移



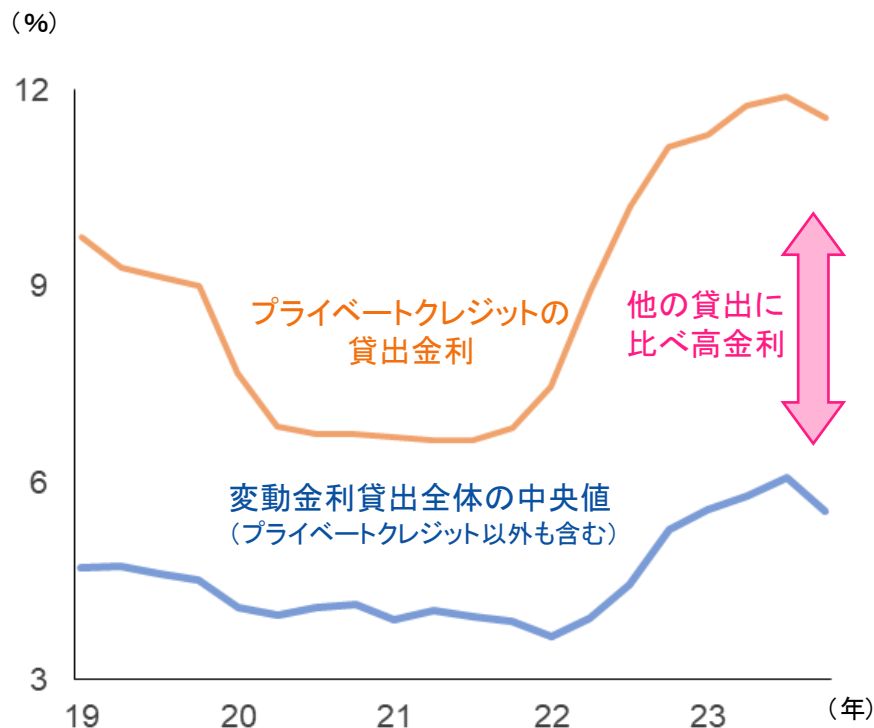
(注) 青、オレンジのグラフは、LSEGから継続してデータの収集が可能な約200行のデータに基づく

(出所) LSEG、FDICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

プライベートクレジット: 利上げに伴い信用リスクは上昇

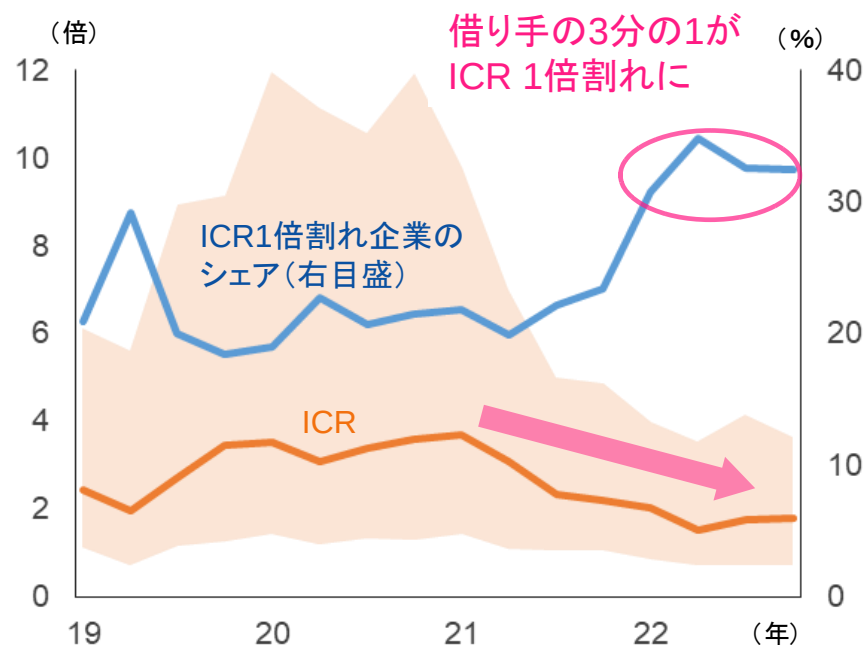
- プライベートクレジット(PC)は市場調達が出来ない中小企業に対する変動金利貸出が主
 - 変動金利貸出全体と比べて金利水準の高さが特徴
 - 金利上昇・高止まりで借り手のインタレスト・カバレッジ・レシオ(ICR)は低下。厳しいコベナント(融資期間中に遵守する必要のある財務制限条項)を付しているとはいえ、Higher for Longerの現実味が増す中で信用リスクの高まりが懸念

プライベートクレジットによる貸出の金利水準



(出所) IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

PC借り手企業のインタレスト・カバレッジ・レシオ(ICR)

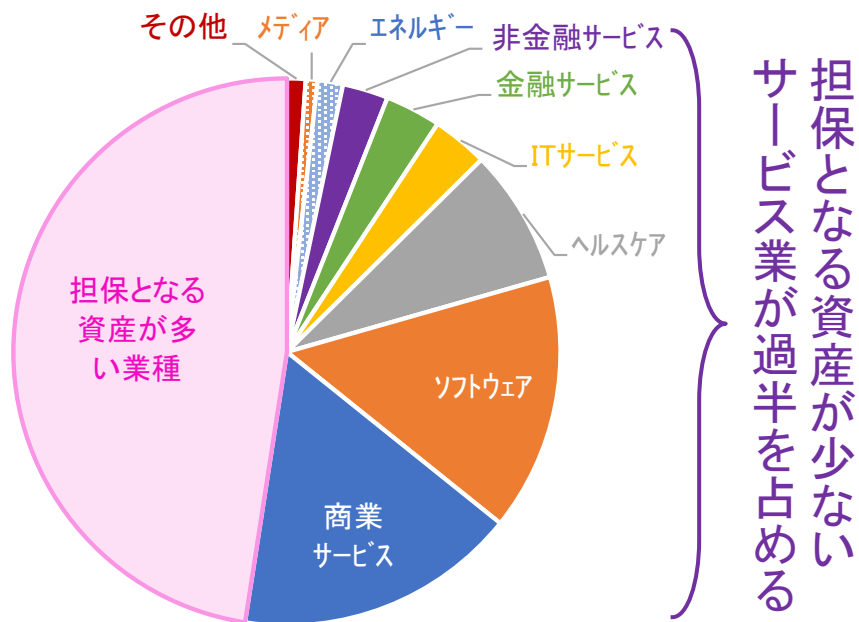


(注) 1. プライベートクレジットの借り手と類似の企業のデータに基づいて、IMFが推計
2. オレンジ色のシャドウはICRの四分位範囲を示す
(出所) IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

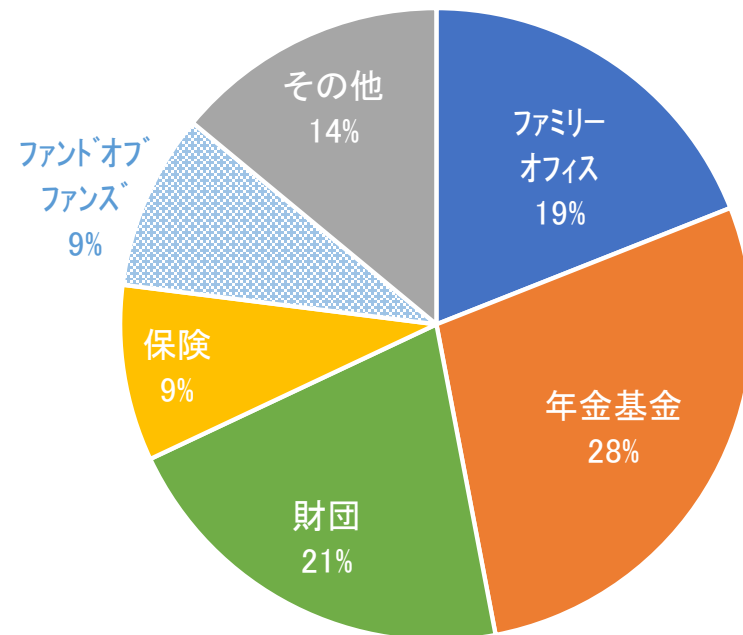
PC貸出先は担保が少ない業種が過半。信用悪化時は機関投資家へ影響

- プライベートクレジットの貸出先はITを中心にサービス業が過半を占める
 - サービス業は担保となる資産が少ないため、デフォルト時の回収率はシンジケートローンやハイイールド債と比較して低い傾向
- プライベートクレジットの投資家はファミリーオフィスや年金基金など、ノンバンクが大半
 - Higher for Longerに伴うデフォルト増加時には、規制が相対的に緩いこれらのセクターから金融システム全体への波及に要警戒

プライベートクレジット貸出先の業種構成



プライベートクレジットファンドの投資家



(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所)IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

論点①: 景気の先行きはどうか？

- 民間部門では債務抑制と借入金利の固定化により利払い負担は増えず
- 企業業績の悪化は限定的で、米経済の大幅な減速は回避(ソフトランディング)

企業業績が想定以上に堅調を維持する場合や、
外的ショックによりインフレが上昇する場合には、FRBは利下げできず

論点②: 高金利継続(Higher for Longer)に伴うリスクは？

- 問題視される債務の「量」は減少、証券化商品や金融機関間の信用を通じた「波及しやすさ」も低下、リーマンショックの再来にはならず
- ただし、商業用不動産(CRE)とプライベートクレジット(PC)にはリスクが蓄積
 - CREの主要な貸し手である中小銀行は、預金金利の上昇にも直面しており、一部銀行の破たんリスクは残存
 - PCの貸出は、変動金利が主体で、Higher for Longerに脆弱。PC貸出の焦げ付き時には機関投資家を介した金融システムへの波及に要注意

旬なテーマを動画でお届け。YouTube®動画「MHRT Eyes」配信中！

エコノミスト・コンサルタントによる**速報性の高い分析**を、
5分程度の動画で**クイックかつ分かりやすく解説**

MHRT Eyes

複雑さ、変化の激しさを増す経済・金融動向…
旬なマクロ情報を、いち早く動画でお届け

多数のエコノミストが国内外の注目トピックスを網羅
YouTube動画で手軽に素早くインプット

コンテンツ拡大中！>>>>

ご視聴・チャンネル登録お待ちしております！



みずほリサーチ&テクノロジーズ
公式YouTube®にて配信中

(「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)



エコノミスト・研究員
30名以上で幅広い分野を網羅



PCの方は

<https://www.mizuho-rt.co.jp/solution/analysis/economist/index.html>



調査レポート (無料)
経済・金融動向を解説



<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/report/research/index.html>



メールマガジン (登録無料)

レポート・動画配信をいち早くお知らせ！



ご登録はQRコード®をスキャンして頂くか、
ブラウザから下記URLを入力してください。

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>

お問い合わせ：

みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社
調査部 メールマガジン事務局

<03-6808-9022>

<chousa-mag@mizuho-rt.co.jp>

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほリサーチ&テクノロジーズ 調査本部
調査部 経済調査チーム

上席主任エコノミスト 松浦 大将

TEL : 080-1069-4902

E-mail : hiromasa.matsuura@mizuho-rt.co.jp

エコノミスト 白井 斗京

TEL : 080-1069-5062

E-mail : tokio.shirai@mizuho-rt.co.jp

Copyright © みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引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。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。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。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。