

2017年8月3日 全7頁

# 遅すぎる出口戦略の副作用（続編）

## 家計債務発の金融危機は起こるのか？

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 94

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

### [要約]

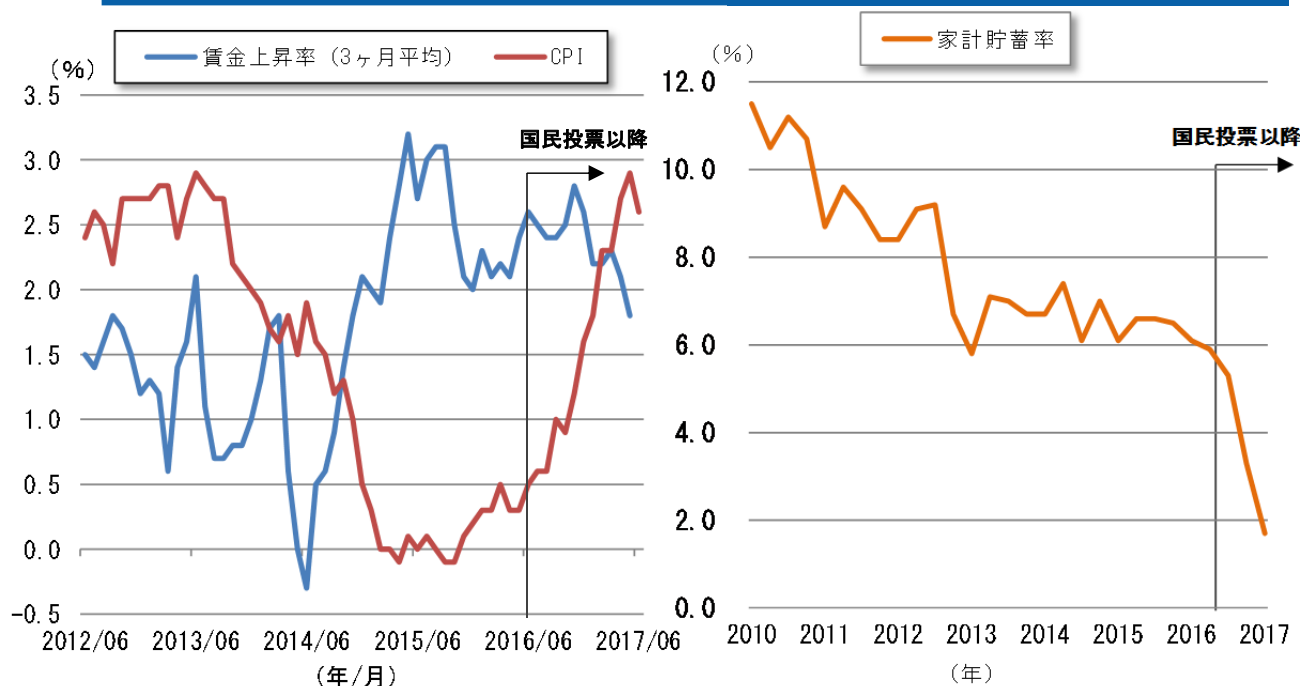
- イングランド銀行（BOE）が5月の金融政策委員会（MPC）で発表した、楽観的な経済成長やインフレ率の見通しを信じる向きは少なく、次回会合（8月3日）時に発表される（最新の経済見通しや）金融政策の行方が注目されている。ただ市場では、次回会合では約10年振りとなる利上げには至らないと見ており、BOEが金融引き締めに転ずるにはまだ時間を要すると予想する向きが多い。
- 過去の金融危機発生に共通するパターンとしては、最初に、①急激、かつ持続的な不動産および金融資産価格の上昇が起こる。次に②不動産など資産価格の上昇と関連して債務が拡大する（不動産価格の高騰は融資における担保価値の上昇を意味し、信用へのアクセスが良くなることで購買力が拡大）。その後、③融資が銀行預金を上回るペースで増え、銀行は融資増大に対応するために、（短期の）市場からの資金調達への依存を高めるようになる。このサイクルがある程度続くと、金融システムは脆弱となっていく。
- ただ過去の金融危機発生は、過剰な企業向け融資が一斉に不良債権化することがトリガーとなったケースが多く、家計債務が金融危機の源となったことは少ない。2008年に顕在化した米国のサブプライムローン問題も、本質的には、証券化商品全体の信用問題がその源にあるとされる。それでも、家計債務の増大で金融危機に陥った国として1990年代初頭のノルウェーなどの例も存在する。当時のノルウェーでは、家計が過剰な債務を縮小するために、消費抑制を余儀なくされたことが危機の発端になったといわれている。
- 家計債務発の金融危機がもたらすリスクは、その直接的な損失というより、突然の家計の消費行動変化が結果的に経済成長に大きなインパクトを与え、銀行に甚大な損失を生み出す。これまで大規模な非伝統的金融政策の解除を経験したことがない金融市場において、仮に各国中央銀行が同時に出口に向かったとして、次に何が起こるかは誰も予想がつかない。ただ、次に起こる金融危機が家計債務発になると予想するのであれば、それに対してはこれまでとは異なる監視が必要となる。

## 来年以降、さらに厳しい状況が予想される英国経済

2016 年の下半期から主要国の景況感が急激に改善している中、英国経済の見通しには不透明感が漂っている。7月26日に発表された2017年4-6月期の実質GDP成長率の速報値も前期比プラス0.3%と低迷し、昨年の国民投票以降、何とか持ちこたえていた英国経済の減速傾向が鮮明となった。イングランド銀行（BOE）が5月の金融政策委員会（MPC）で発表した、楽観的な経済成長やインフレ率の見通しを信じる向きは少なく、次回会合（8月3日）時に発表される（最新の経済見通しや）金融政策の行方が注目されている。ただ市場では、次回会合では約10年振りとなる利上げには至らないと見ており、BOEが金融引き締めにはまだ時間を要すると予想する向きが多い。

出口戦略が遅くなることで、金融市場のいくつかの場面で緊張も見られてきた。英国では株式市場が好調にもかかわらず、債券の金利はそれに比例した上昇を見せていないなど、債券価格は過熱気味でもある。その上、国民投票を契機とするポンド安により、輸入物価の上昇が顕在化している。7月18日に発表された6月のインフレ率は前年比プラス2.6%と予想に反して低下<sup>1</sup>したものの、（製造業者が小売業者に負担させている）生産者物価指数は同プラス3.3%（6月）まで上昇している。生産者価格の上昇が店頭価格に及ぶには時間がかかるため、2017年下半期にかけてインフレ率の上昇を予想する向きも多い。

図表1 英国インフレ率、賃金上昇率、家計貯蓄率の推移



(出所) 英国統計局より大和総研作成

さらに賃金上昇率のペースも伸びず（3～5月の前年同月比プラス2.0%）、小売業界が輸入

<sup>1</sup> インフレ率の上昇が一服した要因は、燃料価格（ガソリン、ディーゼル）の下落や、5月に急上昇した玩具（コンピュータゲーム）価格の反転といわれている。

物価の上昇を価格に転嫁しつつあり、家計への打撃は鮮明となりつつある。前年に比べ、生活必需品に対する支出が、嗜好品に対する支出を上回っており、英国の消費者はディスカウントスーパーやオンラインでの特売品を探すことに熱心となっているのが実情だ。また、家計貯蓄率は過去1年で急激な下落基調に転じ、2017年第1四半期は、1.7%と、統計が開始された1963年来の最低水準を記録した。この原因は、所得や資産の増税により可処分所得が急激に減少したものの、（ラatchet効果が働き）それに応じた消費抑制が行われていないことにあるといわれる。貯蓄率は変動するものであり、低貯蓄率が即、過剰消費を意味するものではないものの、（ブregジットという政治的な不安定要素がある以上）ここまでの低下に対しては、今後、家計が消費を一段と抑制することを憂慮する市場関係者は多い。

## イングランド銀行（BOE）の家計債務発の金融危機に対する警鐘

貯蓄率の低下によるさらなる消費低迷も予想され、今後の経済成長に対する懸念が高まりつつある。この状況下で特にBOEが警戒しているのが、家計債務の過剰な積み上がりである。BOE内の金融監督委員会（FPC）が6月27日に発表した金融安定性報告書<sup>2</sup>の中で、新たな金融危機の火種となる家計債務に対するリスクへの警鐘を鳴らしている。同報告書では、英国におけるリスクとして住宅ローンや消費者ローンなどの家計債務の急激な膨張を指摘している<sup>3</sup>。

特にBOEは、自動車ローンや、クレジットカードなどの住宅ローン以外の消費者信用の増大に警戒を強めている。これら消費者信用は、住宅ローンの7分の1程度にすぎないが、回収不能となる確率ははるかに高い。英国では2017年4月までの過去1年間の伸び率が10.3%を記録するなど、所得の伸びを大きく上回っていることが問題視されている。BOEは貯蓄率の低下やインフレ率の上昇が起きる一方で、賃金上昇率が低下しているため、消費者のクレジットカードなどの返済が遅れがちになることを警戒している。FPCは、（バーゼルⅢで導入された、新たな名目自己資本比率規制である）レバレッジ比率を0.25%引き上げると同時に、消費者信用による甚大な損害に銀行がどのように対処するかについての分析（ストレステストの一環として年末に実施）を前倒しで行うことを決定するなど対策を急いでいる。

またFPCは消費者信用によるリスクが拡大していることから、各英銀にカウンターシクリカル資本バッファー<sup>4</sup>を現行のゼロから0.5%にまで引き上げることを要請している（当該バッファーを設定しているのは、香港やスウェーデンなど一部地域に限られている）。さらにBOEは、同バッファーを年末までにさらに0.5%引き上げ、合計1%まで積み上げることを各銀行に要請した。資本の積み上げには1年間の猶予が設定されていることから、今後、英銀は18ヵ月かけ

<sup>2</sup> BOE, “Financial Stability Report”, 2017年6月27日

<sup>3</sup> これは6月25日に発表されたBISの年次報告書による警鐘とも重なる部分も多く、金融安定理事会（FSB）の議長も務めるBOEカーニー総裁ならではの視点が盛り込まれた内容となった。

<sup>4</sup> バーゼルⅢによる新たな規制枠組みの一つで、過剰な信用供与が行われた場合に発生しうる巨額の損失に備えるバッファーとなる資本を指す。原則として、普通株式等Tier1資本で各国当局の裁量によって、0~2.5%の範囲で水準が決定され、水準が達成されないと、配当や自社株買いといった資本の社外流出が水準に応じて制限される。将来的な損失に備える、景気変動抑制的なバッファーであり、信用拡張期には所要水準が引き上げられるため、過剰な信用供与額の増大抑制効果も期待される。（出所）大和総研 吉井一洋（編著）、「バーゼル規制とその実務」、2014年2月、金融財政事情研究会。

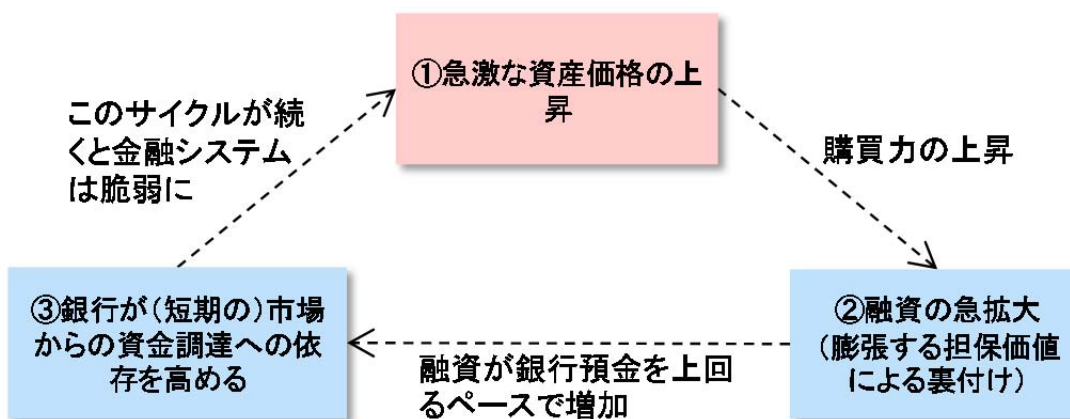
て合計 114 億ポンド相当の資本を積み上げる必要性があると指摘されている。

## 家計債務が金融危機を起こすメカニズム（ノルウェーのケース）

国際決済銀行（BIS）が 6 月 25 日に発表した年次報告書<sup>5</sup>では、家計債務の増大による新たな金融危機の発生を警戒する報告が挙げられている<sup>6</sup>。ただ過去の金融危機発生は、過剰な企業向け融資が一斉に不良債権化することがトリガーとなったケースが多く、家計債務が金融危機の源となったことは少ない。2008 年に顕在化した米国のサブプライムローン問題も、本質的には、証券化商品全体の信用問題がその源にあるとされる。

過去の金融危機発生に共通するパターンとしては、最初に、①急激、かつ持続的な不動産および金融資産価格の上昇が起こる。次に②不動産など資産価格の上昇と関連して債務が拡大する（不動産価格の高騰は融資における担保価値の上昇を意味し、信用へのアクセスが良くなることで購買力が拡大）。その後、③融資が銀行預金を上回るペースで増え、銀行は融資増大に対応するために、（短期の）市場からの資金調達への依存を高めるようになる。このサイクルがある程度続くと、金融システムは脆弱となっていく。銀行は水増しされた担保価値に保証された融資を積み上げ、借り手の債務返済能力が脆弱となることで危機発生の可能性が高まる。

図表 2 金融危機発生のメカニズム



（出所）大和総研作成

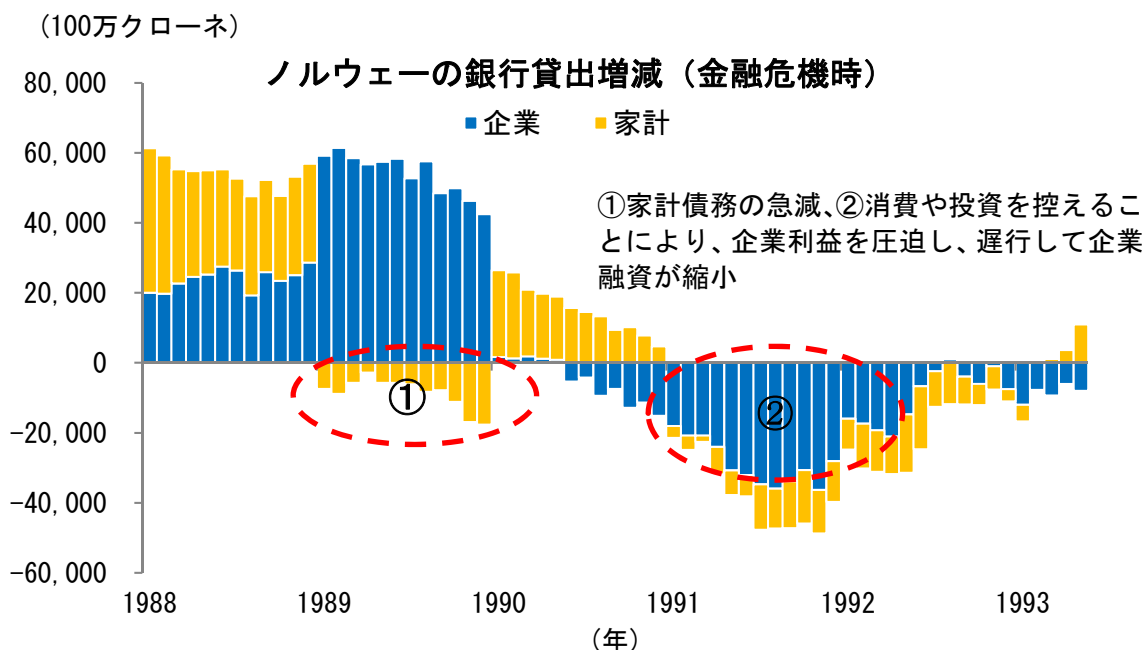
ただ過去に、家計債務の増大で金融危機に陥った国として 1980 年代後半から 1990 年代初頭のノルウェーの例も存在する。（1991 年に銀行の破綻危機に直面した）当時のノルウェーでは、家計が過剰な債務を縮小するために、急激に消費や住宅投資に向けた支出削減を行ったことが危機の発端になったといわれている。消費者の不安が増大した中での支出削減は、ノルウェー企業の利益急減をもたらした。家計債務の縮小に遅行して、（家計が消費や投資を控えることにより利益が減少した）企業向け融資の信用収縮が発生。既に 1980 年代後半から徐々に収益性

<sup>5</sup> BIS, “87<sup>th</sup> Annual Report”, 2017 年 6 月 25 日

<sup>6</sup> 菅野泰夫、“[遅すぎる出口戦略の副作用](#)”、2017 年 7 月 12 日、大和総研レポート

が悪化していた銀行では、融資企業の業績悪化に伴う大規模損失を契機に、最終的に1991年の預金の取り付け騒ぎにまで至った。同時期（1992年）に同じ北欧のスウェーデンで発生した銀行危機が、規制緩和によりバランスシートの健全性を見失い、過剰な企業債務により発生したのと比較しても、その危機の発生メカニズムの違いは鮮明である。

図表3 ノルウェーの銀行貸出増減（1990年初頭の金融危機、前年同月比）



(出所) ノルウェー中銀より大和総研作成

### 家計債務の増大はマイナス金利からの出口戦略を遅らせる

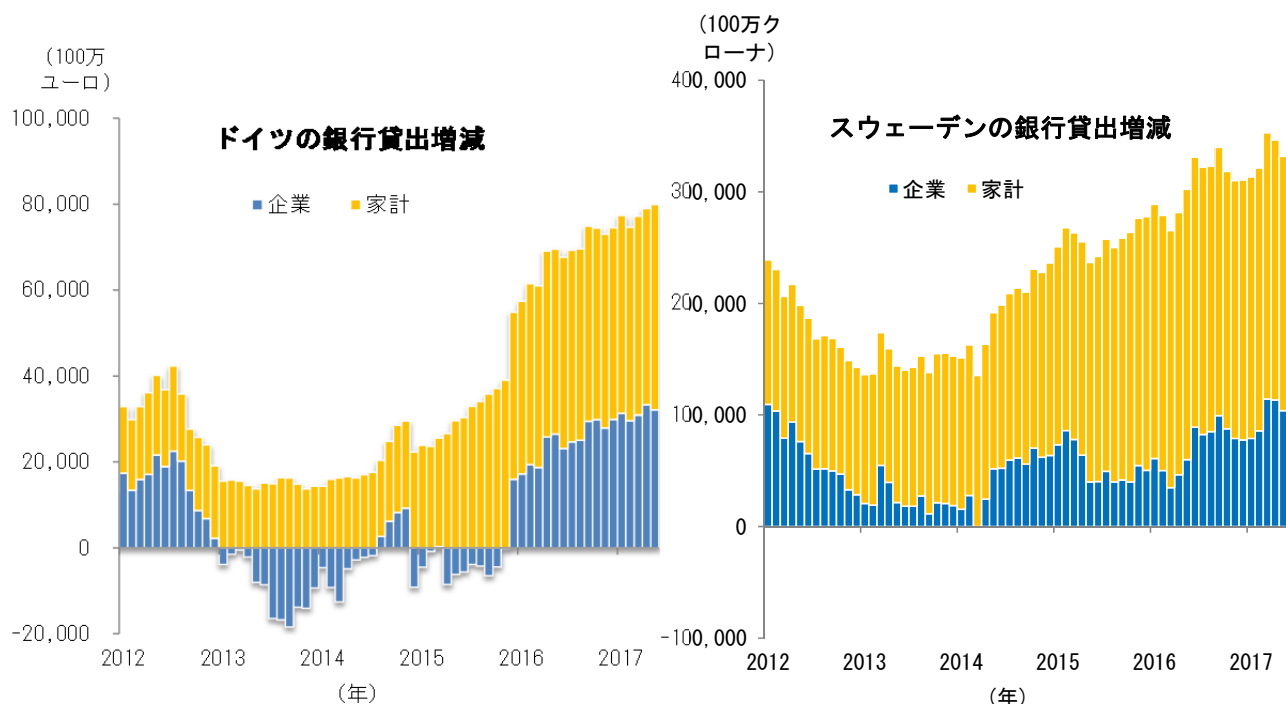
そのノルウェーにおいても現在、家計債務に対する警鐘が再度鳴らされている。これは、英国と同様に消費者信用の部分である。ノルウェー中銀の報告書<sup>7</sup>によると、2016年下半期末時点、家計の消費者信用の増加率は年間12.5%に達し、英国と同様の問題点が指摘されている。消費者信用による損失は、他の貸し出しに比べ大きい、利益も大きく損失を吸収できるとされていた。ただ消費者信用の規模が小さいといえども、昨今の大幅な伸び率は、家計にますます余裕がなくなり、消費縮小につながりやすい状況に陥っていることを示している。

消費者信用は一般的に高金利であるケースも多く、特に収入が失われたときにはより返済が困難になることは自明である。返済ができなくなった家計は、返済に充てるために資産売却を迫られ、最悪の場合、自宅の売却にまで及ぶ。スウェーデンやスイスなど、マイナス金利を導入している他の欧州諸国も家計債務が急増しており、ノルウェーと同じリスクが警戒されている。マイナス金利を採用しているユーロ圏でも、ドイツやオランダなどで大きな家計債務の伸

<sup>7</sup> Norges Bank, “Strong growth in consumer credit”, 2017年1月

びが確認されており、金利引き上げ時に債務返済が滞る可能性は高いといえる。

図表4 ドイツ、スウェーデンの銀行貸出増減（前年同月比）



（出所）各国中銀より大和総研作成

また欧州では、長期の固定金利の住宅ローンが日本と比較して一般的ではなく、住宅ローンの多くは変動金利を採用していることも、家計債務とシステミックリスクの相関を高めている。さらにマイナス金利が導入されている北欧諸国などは、マイナス金利の住宅ローンも存在し、身の丈に合わない住宅購入などが多く行われていることを政府は問題視している。ユーロ圏と金利連動を余儀なくされているこういった国々は、最終的に ECB がマイナス金利を解除すると同時期に、本国でのマイナス金利も出口に向かわざるを得ない可能性が高く、それに伴い家計での金利支払いが大幅に増加するリスクを伴う。量的緩和の縮小以上に警戒されるのはマイナス金利幅の縮小ともいえ、家計債務の増大は非伝統的金融政策の出口戦略の舵取りをいっそう難しくさせる。

### システミックリスクの引き金は家計債務の破綻ではなく消費への影響

金融のシステミックリスクと家計債務の関係性を見ると、家計債務の大部分は住宅を担保としており、その価値が大きく変動することがリスクの源となる。すなわち、住宅価格が長く上昇している際には一定期間リスクは低下するが、一旦逆方向を向けば、そのリスクが加速度的に上昇することは自明である。ただ（前述の）ノルウェーで起きた金融危機でも、住宅ローンでの直接的な損失は少なく、その多くが、突然の金利上昇により、消費に大きな影響が出ることで、経済へのネガティブな波及効果が生まれたことが直接的な原因といわれている。突然の

消費者の行動変化が結果的に経済成長に大きなインパクトを与え、銀行に甚大な損失を生み出す<sup>8</sup>。

これまで大規模な非伝統的金融政策の解除を経験したことがない金融市場では、各国中央銀行が同時に出口に向かったとき、次に何が起こるかは誰も予想がつかない。ただ、次に起こる金融危機が家計債務発となると、それには今とは異なる監視が必要となる。グローバル金融危機から10年目を迎える今年の夏は、その新たなシステミックリスクに警戒が必要になるか注目される。

(了)

---

<sup>8</sup>消費主導の経済成長は、その他の需要要素によって牽引される経済成長に比べ、持続性が弱く、長期的には平均以下のアウトプットを招くことになる。その理由として考えられるひとつは、家計債務の過剰な蓄積である。先進国では危機後に、新興国ではより最近になって、長期に低迷していた投資のリバウンドの兆しがみられているが、その規模は大きくはない。