

2021年8月24日 全13頁

米金利上昇が世界経済に与える影響

長期金利が5%まで上昇するとマイナス成長に

経済調査部 シニアエコノミスト 末吉 孝行
シニアエコノミスト 佐藤 光
シニアエコノミスト 橋本 政彦
エコノミスト 鈴木 雄大郎
研究員 瀬戸 佑基

[要約]

- 仮に米国の長期金利が急速に上昇すれば、グローバルマネーフローが変調をきたし、新興国への資金流入が鈍化して経済成長が押し下げられる。新興国の経済混乱や債務不履行に発展すれば、債権を多く保有し多額の直接投資を行う米国やスペインなどの先進国にも悪影響が及ぶ。
- 金利が急騰した場合、米国の株式市場は大きく調整する恐れがある。同様に、金利に敏感な住宅価格も下落する可能性が高い。米国の資産価格の急落は世界に波及し、逆資産効果によって米欧を中心に個人消費の減少を招くだろう。
- これらの新興国への資金流入の減少や逆資産効果の影響を考慮して試算すると、米国の長期金利が5%にまで上昇した場合、2022年の世界経済の成長率はベースラインの予想から5%pt低下し、マイナス成長に陥ると見込まれる。米銀の企業向け貸出の不良債権比率もリーマン・ショック時並みに高まろう。

1. はじめに

米国の10年国債利回りは2021年3月に1.7%台まで急上昇した後、7月にかけて緩やかに低下し本稿執筆時点では1.3%程度で推移している。長期金利低下の背景には、景気がこれまでの急回復からより緩やかな拡大に移行し始めたとの認識が広がったことや、デルタ株による新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）の再拡大への懸念がある。

しかし、インフレや財政に関する懸念が強まれば金利は再び急上昇しかねない¹。米国の金利上昇は金融市場等を介して世界経済に影響が及ぶ。本稿では、新興国をめぐるマネーフローや先進国の資産市場に注目し、米国の長期金利の上昇がもたらす影響を分析する。

¹ 詳細は矢作大祐「[米国経済見通し 夏を冷やす2つのリスク インフレ加速の長期化と連邦政府の債務上限問題にご用心](#)」（大和総研レポート、2021年7月20日）を参照。

2. グローバルマネーフローの変化と新興国への影響

米長期金利上昇時には米国に資金が集中

米国はグローバルマネーフローの「扇の要」のような役割を持つ²。米長期金利が低位で安定している時期は新興国債券や外国株式に対し米国から多額の資金が供給されるが、逆に米長期金利が上昇すれば米国に資金が引き寄せられ、米国から海外への資金供給は減少する傾向が見られる。

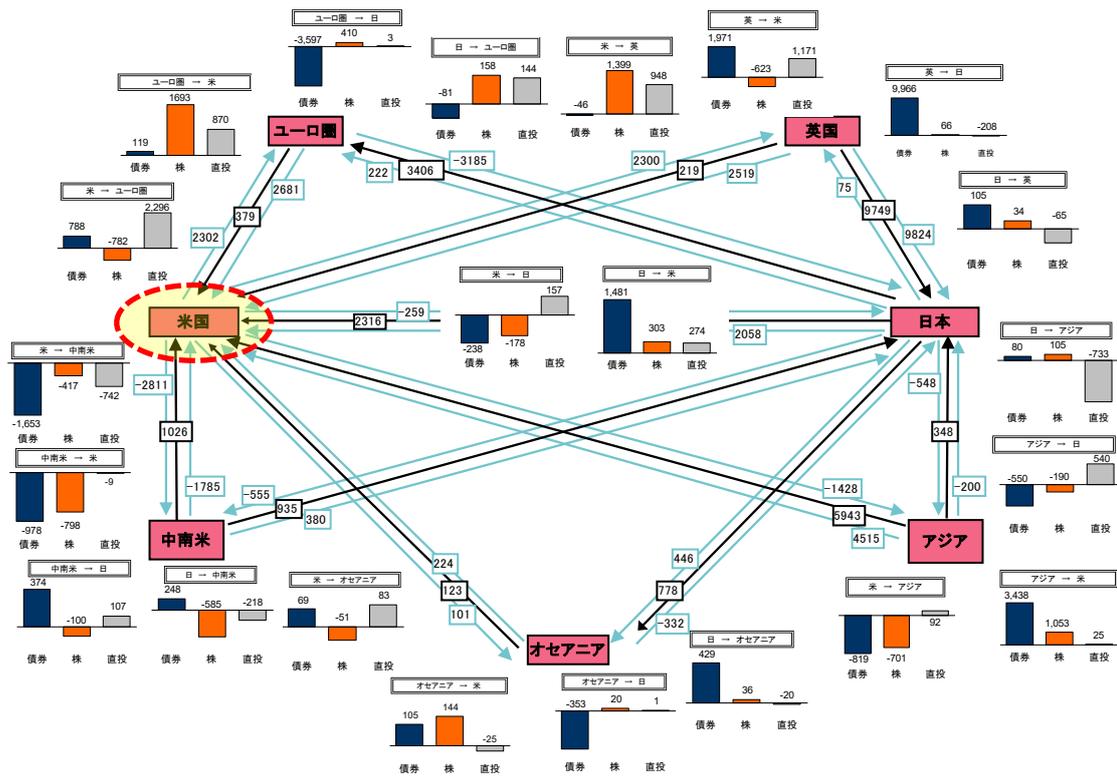
実際に米長期金利が上昇した2021年1-3月期のグローバルマネーフローの動きを表したものが**図表 1**である。黒矢印は地域間のネットの資金移動を表すが、どの地域からも黒矢印が米国に向いており、米国に世界中から資金が集中していることがわかる。この時期の米国への資金純流入は3カ月間のみで3,410億ドル（年率換算で約1.4兆ドル）に上り、2020年通年の純流入額4,214億ドルに迫るほどであった。

この流入の約8割は債券市場経由である。米債券市場では2020年春にコロナショックで海外からの資金が大幅に引き揚げられた後、しばらく純流入額は落ち着いていたが、2021年3月に長期金利が1.7%台に上昇すると急増し、3月だけで1,758億ドルが米債市場に流入した（**図表 2 左**）。とりわけ米国債が購入されており、相対的な高利回りを求めて投資資金が集中したと考えられる。

一方、3月の新興国債券市場では資金が純流出に転じた（**図表 2 右**）。米金利の急上昇に直面した投資家がリスク回避的になり投資が手控えられたことや、米国債の期待リターンが高まったため新興国債券の魅力が相対的に低下したことが背景にある。本稿執筆時点では、新興国の債券市場は流入超に戻ったが、今後も米金利の動向次第で再び流出超に転じることもあろう。資金流出が続けば、新興国に必要な資金が十分に供給されず経済成長が抑制される恐れも出てくる。

² 詳細は近藤智也・鈴木雄太郎・廣野洋太「4. 論点③：グローバルマネーフローから見るリスクの行方」（大和総研レポート『[第199回日本経済予測（改訂版）](#)』、pp. 37-42、2018年12月10日）を参照。

図表1：2021年1-3月期のグローバルマネーフロー

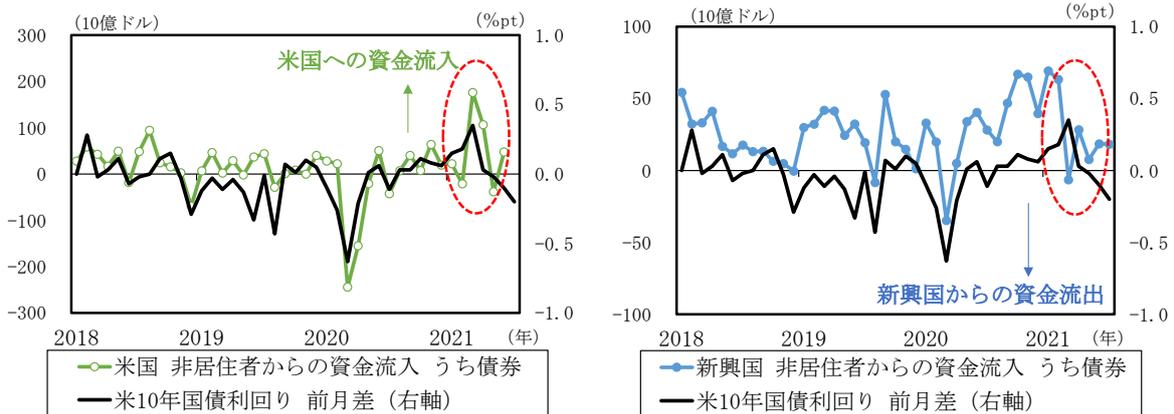


(注1) 単位は億ドル、年率換算。黒矢印はネットの資金フローを表す。

(注2) アジアのデータは日本を含まない。中南米のデータはカリブ海諸国を含む。対米国オセアニアのデータはオーストラリアのみ。

(出所) 米財務省、米商務省、財務省より大和総研作成

図表2：米国金利の変化と対米債券投資（左）、米国金利の変化と対新興国債券投資（右）

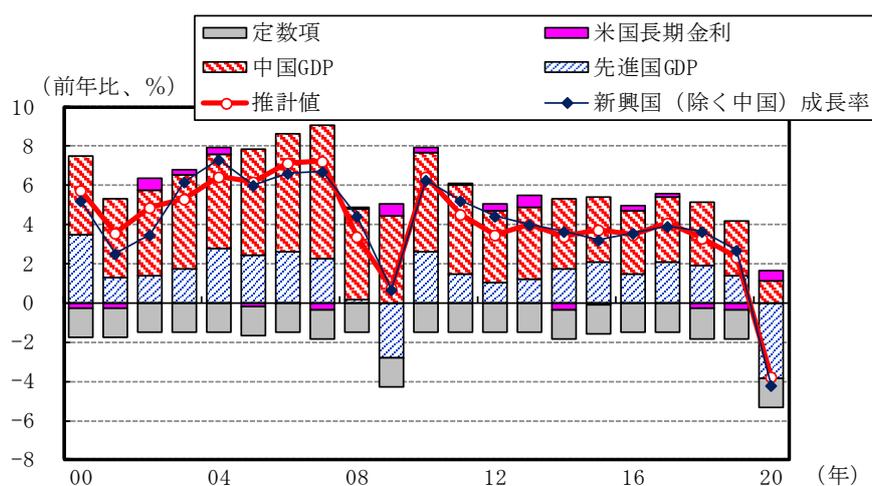


(出所) 米財務省、IIF/Haver Analytics より大和総研作成

米長期金利の上昇で新興国の経済成長は鈍化

それでは、グローバルマネーフローの変化はどの程度新興国の経済成長を抑制するのだろうか。米国の長期金利の上昇は新興国への資金流入に影響を与えることから（図表 2 右）、これをマネーフローの代理変数と考え、新興国の経済成長への影響を推計したものが図表 3 である。米国の長期金利が 1%pt 上昇すれば、中国を除く新興国の実質 GDP 成長率は 0.6%pt 低下するという結果が得られた。新興国の経済成長は先進国や中国の経済成長に影響を受けやすいが、マネーフローの影響も無視できないといえよう。

図表 3：米国金利上昇が新興国経済に与える影響



(注) 推計式は以下の通り。

$$EMG = 0.84^{***} \times ADV + 0.48^{***} \times CH - 0.64^{**} \times US_RGB(-1) - 1.49^{**}, \quad \text{修正済み決定係数} = 0.92$$

EMG：新興国（除く中国）実質 GDP 成長率、ADV：先進国実質 GDP 成長率、CH：中国実質 GDP 成長率、US_RGB：米国 10 年債利回り前年差

***：1%有意、**：5%有意、*：10%有意、括弧内の数字はラグ次数。

(出所) IMF、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

ヒートマップでみた主要新興国の状況

仮に米長期金利の急上昇によりグローバルマネーフローが変調をきたすとしても、すべての新興国が一律に影響を受けるわけではない。経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）や財政状況、債務構造などにそれぞれ特徴があるからだ。そこで、資金流出の起こりやすさやその対応力、経済混乱や債務不履行への陥りやすさなどに注目し、複数の指標を用いて新興国の脆弱性について評価したものが図表 4 である³。

これらの指標のうち、インフレ率、経常収支、財政収支、政府債務残高対 GDP 比は、外国人投資家が投資先として新興国を選別する際に着目する指標であり、これらが脆弱な新興国では資金が引き揚げられやすいことが知られている。また、政府債務外国人保有比率が高いほど海外資金に債務を依存しており、その分資金流出のリスクも大きくなる。

³ 新興国のリスクの評価方法については、神田慶司・田村統久・岸川和馬・和田恵「[コロナ禍で警戒すべき新興国はどこか？ 新興 18 カ国を対象に四つの観点から多面的に検討](#)」（大和総研レポート、2020 年 5 月 25 日）を参考にした。

外貨準備高対短期対外債務は資金流出への耐久力を示している。資金流出時には外貨建て債務のロールオーバー（同額の借入を継続することで事実上の借入期間の延長を行うこと）が困難になり返済を迫られることが多いが、十分な量の外貨準備を保有していれば対応可能で、直ちに債務不履行に陥ることはない⁴。

ドル建て債務対 GDP 比は、米金利上昇で利払い費が増加したり、資金流出で本国通貨が下落した場合に実質的な債務が増加したりするリスクを表している。なお、民間債務残高対 GDP 比は信用力の高さも示しているため、必ずしもこの値が高いことが経済の不健全性を示すわけではないが、資金流出等で経済が不安定化すれば多額の債務を抱える企業・家計ほど悪影響を受けやすいことは想像に難くない。

図表 4：米金利上昇とグローバルマネーフローの変調に関する新興国のリスク

評価指標 国名	経済財政			債務状況			マーケットリスク		
	見通し インフレ率 (%)	見通し 対 GDP 比 經常収支 (%)	見通し 対 GDP 比 財政収支 (%)	対 GDP 比 政府債務残高 (%)	対 GDP 比 民間債務残高 (%)	ドル建て債務 対 GDP 比 (%)	利回り指数 対米国 (bp)	政府債務 外国人保有 比率 (%)	外貨準備高 対短期対外債 務 (倍)
ロシア	4.5	3.9	-0.8	19.3	89.4	10.1	160.8	22.6	7.1
サウジアラビア	2.7	2.8	-3.8	32.4	59.9	22.8	125.0	31.4	9.3
フィリピン	3.4	-0.4	-7.4	47.1	33.5		91.1	27.4	6.8
タイ	1.3	0.5	-4.9	49.6	53.6			12.7	3.3
マレーシア	2.0	3.8	-4.4	67.5	73.9	12.2	108.4	24.1	1.1
インド	4.9	-1.2	-10.0	89.6	56.7	4.5	136.0	4.5	4.5
メキシコ	3.5	1.8	-3.4	60.6	26.1	28.6	337.5	38.2	3.5
ブラジル	4.6	-0.6	-8.3	98.9	53.9	11.7	247.3	11.7	5.1
インドネシア	2.0	-1.3	-6.1	36.6	22.5	18.1	164.4	47.8	2.8
南アフリカ	4.3	-0.4	-10.6	77.1	39.7	14.5	313.4	32.7	1.4
チリ	3.1	0.3	-2.3	32.5	117.2	46.0	139.0	29.2	1.9
トルコ	13.6	-3.4	-5.7	36.8	71.5	26.0	468.0	29.1	0.3
アルゼンチン	50.2	2.3	2.3	103.0	15.8	25.8	1,514.3	50.5	0.5

(注1) インフレ率、經常収支対 GDP 比、財政収支対 GDP 比は IMF の WEO (2021 年 4 月) による 2021 年の予測。ただしアルゼンチンのインフレ率は IMF の予測が未公表のため 2021 年 6 月の実績値。利回り指数対米国は 2021 年 6 月の値。民間債務残高は非金融部門のみで 2021 年 3 月末の値。サウジアラビアの外国人保有比率は 2019 年末の値。他は 2020 年末の値。

(注2) 利回り指数対米国 (bp) は J.P.Morgan による新興国のドル建て政府債の利回りを指数化したもの (Emerging Markets Bond Index, EMBI) と米国債の利回りの差。

(注3) アルゼンチンの外貨準備高には「金」を含む。

(注4) 色が濃いほど当該項目でのリスクが高いことを示す。

(出所) IMF、BIS、J.P.Morgan/Haver Analytics、IIF/Haver Analytics より大和総研作成

⁴ 佐藤光・橋本政彦・永井寛之「[過剰債務はコロナ後の世界の課題に 当面のリスクは限定的だが、低金利環境の変化には注意が必要](#)」(大和総研レポート、2021 年 2 月 24 日)

分析の対象とした新興国は、過去に激しい資金流出に見舞われた国、G20 に属する経済規模の比較的大きい国（資本規制の厳しい中国を除く）、多額のドル建て債務を持つ国などの 13 カ国である⁵。

図表 4 ではこの 13 カ国を指標ごとにヒートマップ化し、リスクが高い国（マスの色の濃い指標が多い国）を表の下方に位置付けた結果、上位にはタイ、マレーシア、フィリピンなどのアジア諸国が目立つ⁶。1997 年のアジア通貨危機後、経常収支の改善努力や外貨準備の積み上げなどの取り組みにより、これらの国々は米金利上昇とマネーフローの変化に対し一定の耐性が備わっていると考えられる。ただし、アジア諸国の中でもインドネシアはドル建て債務 GDP 比が高く、政府債務外国人保有比率も突出しているため、注意しておく必要がある。

表の下位にはアルゼンチンやトルコ、南アフリカなど、以前よりリスクが高いと考えられていた国のほか、中南米では比較的健全とみなされてきたチリも位置している。チリはドル建て債務が多く外貨準備が少ないため、米金利上昇の悪影響を受けやすいとみられる。通貨ペソは今年に入って既に 1 割程度対ドルで下落しており（2021 年 8 月 23 日時点）、警戒が必要だろう。

新興国経済の混乱が先進国に飛び火するリスク

資金流出をきっかけに新興国の経済が混乱すると、保有債権や直接投資を通じて先進国の銀行や企業にも影響を及ぼす可能性がある。**図表 4** のうち下位 7 カ国において主要先進国の銀行が保有する債権（融資・債券等）と企業の直接投資の金額を見たものが**図表 5** である。

これを見ると、中南米諸国に対する米国とスペインの債権保有額・直接投資額が大きいのが、中南米と米国の地理的な近さや、中南米と旧宗主国スペインの歴史的関係などが背景にある。特にスペインは、米国と違って経済規模が他の先進国より小さく、中南米諸国でリスクが顕在化すると銀行システム不安や企業業績の悪化につながりやすいと考えられる。加えて、スペインはトルコ向けにも多くの債権を抱えており、新興国のリスクが発現した場合に悪影響を受けやすいことには注意した方がよいだろう。

⁵ アルゼンチン、インド、インドネシア、サウジアラビア、タイ、チリ、トルコ、フィリピン、ブラジル、マレーシア、南アフリカ、メキシコ、ロシア（50 音順）。

⁶ 各国の順位付けに当たっては、指標ごとの偏差値の単純平均が低い国を高リスクの国とみなしている。

図表 5：先進国銀行が保有する新興国の債権と、先進国企業の新興国への直接投資

(億ドル)

債権保有国・ 直接投資受入国	債権保有国・ 直接投資国		日本	米国	英国	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	その他
	債権保有国	直接投資国								
メキシコ	政府債務		82.0	377.8	84.4	6.5	19.2	4.3	728.4	91.5
	民間債務		84.9	576.2	210.7	19.5	68.4	14.8	1,029.3	308.7
	直接投資受入額		139.9	2,264.0	308.2	173.0	68.9	37.0	631.6	1,490.2
ブラジル	政府債務		32.6	322.0	109.0	17.3	53.7	0.7	566.0	23.6
	民間債務		111.7	312.2	23.2	16.5	133.0	6.4	831.5	248.9
	直接投資受入額		200.9	1,079.9	220.7	121.3	325.9	92.4	528.4	3,118.0
インドネシア	政府債務		161.0	61.1	60.4	19.1	32.3	3.2	-	151.8
	民間債務		300.1	54.6	68.7	10.0	23.8	1.3	0.0	400.9
	直接投資受入額		239.3	272.7	108.4	22.5	10.6	0.8	2.1	1,590.7
南アフリカ	政府債務		6.8	33.8	27.9	5.3	16.2	1.1	0.0	2.5
	民間債務		66.6	84.4	43.3	23.3	7.5	3.8	1.7	13.8
	直接投資受入額		86.3	97.9	443.3	68.3	14.5	6.0	9.2	779.8
チリ	政府債務		2.8	9.4	10.1	3.1	9.0	2.3	123.2	49.4
	民間債務		47.5	55.8	7.3	14.9	28.7	2.0	530.3	414.8
	直接投資受入額		72.7	361.3	119.5	14.9	33.8	115.8	359.8	1,629.9
トルコ	政府債務		15.7	20.8	27.5	22.2	61.4	5.7	163.9	24.1
	民間債務		28.5	33.3	49.7	136.3	29.8	23.1	424.7	97.3
	直接投資受入額		29.7	70.0	92.2	185.0	67.7	55.6	111.8	1,217.8
アルゼンチン	政府債務		0.6	35.2	22.0	0.7	1.5	0.1	81.2	0.5
	民間債務		1.0	21.0	17.3	8.9	3.0	0.1	91.0	19.8
	直接投資受入額		5.0	169.9	19.4	22.2	27.6	9.7	131.7	363.8

(注 1) 政府債務・民間債務は、新興国が先進国銀行に対して負う債務（融資・債券等）の残高。ただし、民間債務には新興国銀行の債務を含まない。2021年1Q時点（一部のデータは2020年4Q時点）。

(注 2) 直接投資は残高ベース。2018年の値。ただしアルゼンチンは2016年、トルコは2017年の値。

(注 3) 債権保有国・直接投資国の「その他」には新興国も含まれる。

(出所) BIS、Haver Analytics、International Trade Centre より大和総研作成

3. 米金利上昇の先進国経済への影響

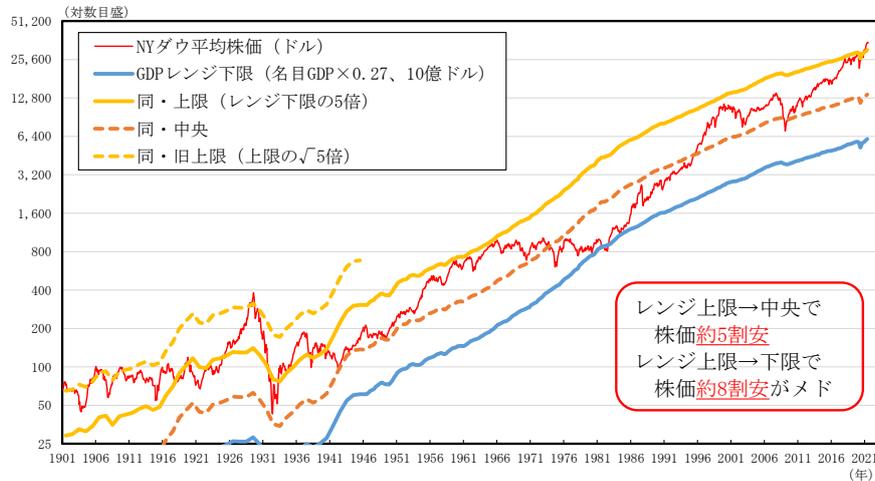
米金利の急上昇は株式市場にマイナス

新興国経済への影響に続き、ここでは米長期金利の急上昇がもたらす先進国経済への影響を検証する。金融政策の変化等をきっかけに長期金利の急上昇が起こる場合、株式等の金融資産や実物資産市場にも動揺を与え、結果的に資産価格の急落をもたらす恐れがある。特に当該市場に割高感が指摘される場合には注意を要する。金利変動をきっかけに市場が混乱した例としては、近年では2013年の「テーパータントラム」が有名だ。そして、資産価格の大きな下落は逆資産効果による消費や投資の減少を通じて実体経済にも悪影響をもたらしかねない。

まずは現在の株式市場の位置付けを確認したい。米国市場は長期的にはリーマン・ショック以降の株価上昇基調が続いており、NYダウ平均株価は史上最高値を更新し続けてきた。2020年のコロナショックを受けた株価下落も一時的であり、直近でも再び最高値を更新している。そのNYダウ平均株価の水準は、長期にわたって米国の名目GDPの成長と並行しながら上昇してきた。具体的には、米名目GDPに一定の係数をかけた値から、株価はおおむね上下5倍のレンジ内で推移している（図表6）。そして、直近の株価はこのレンジの上限に既に達している。これは直ちに株安への転換を意味しないものの、相対的な割高感を指摘されやすい状況といえる。仮に、

今後名目 GDP レンジの中央付近まで回帰するならば、株価は 5 割安を懸念しなければならないことになる。

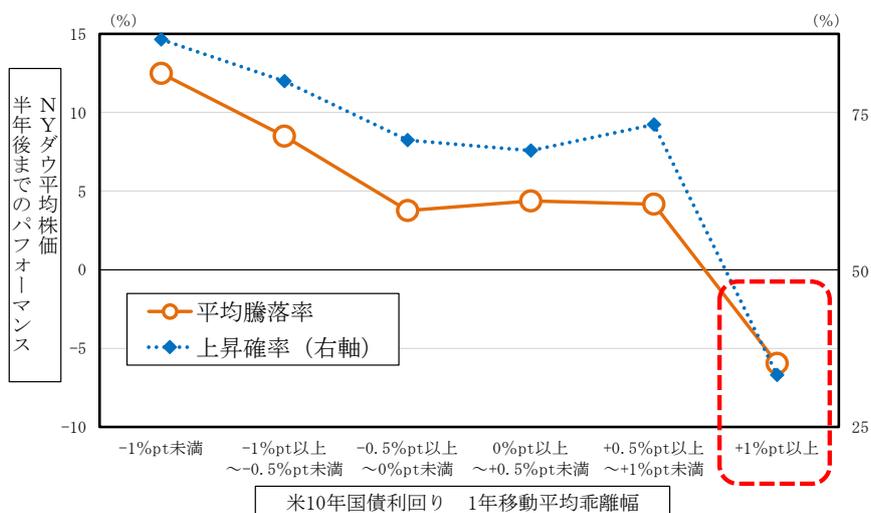
図表 6 : NY ダウ平均株価と米名目 GDP の 5 倍レンジ



(注) 第二次世界大戦以前の旧 GDP レンジは、現レンジ中央を下限とした 5 倍レンジとなる。
(出所) Bloomberg、NBER 等より大和総研作成

現在の株価位置の高さに加えて、本稿で想定する米金利の上昇は、それが急激である場合に株価のマイナス要因となる。NY ダウ平均株価の 6 カ月先までのパフォーマンスを見ると、米 10 年国債利回りが当該時点の 1 年移動平均水準から +1%pt 以上乖離するような金利の急上昇場面は、それ以外の場面に比べて顕著に実績が劣ることがわかる (図表 7)。長期金利は緩やかな上昇であれば経済の回復を示し株価のマイナス要因にはならない一方で、急上昇した局面では市場に動揺をもたらしてきたといえる。足元の状況に当てはめると、米 10 年国債利回りが 2021 年 8 月 23 日現在で 1.2% 程度である 1 年移動平均水準に対して、目先で 2.2% 以上に急上昇するようならば、株価下落のきっかけになり得るといえよう。

図表 7 : 米長期金利変動の株価への影響



(注) 月末値ベースで 1981~2020 年のデータ。
(出所) Bloomberg などより大和総研作成

米国住宅市場は金利に敏感に反応

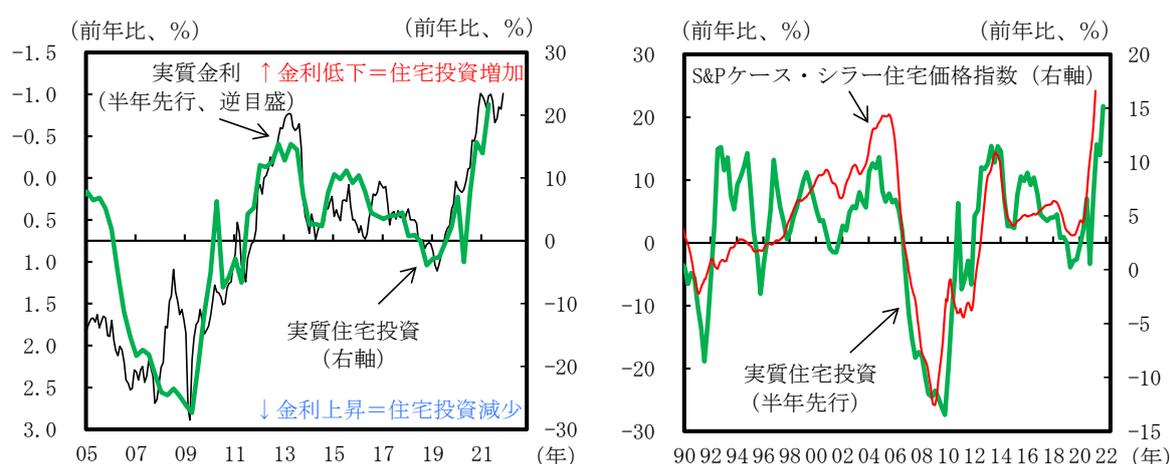
米国の長期金利の急上昇が及ぼす影響に関して、株式市場の他に特に注意が必要なものとしては、住宅市場への影響が考えられる。

図表 8 左は米国の実質金利（10年物インフレ連動債利回り）とGDPベースの実質住宅投資の推移を示したものである。これを見ると、米国の住宅投資は実質金利との連動性が非常に高く、金利動向に半年程度遅れて動く傾向が確認できる。足元の状況に注目すると、コロナショックへの対応としてFRBがゼロ金利、量的緩和などの積極的な金融緩和策を実施する中、実質金利は過去最低水準まで低下しており、それに沿う形で住宅投資も大幅に増加していることがわかる。

さらにこうした住宅需要の増加は、住宅価格にも影響を及ぼす。実質住宅投資と代表的な住宅価格指数であるS&Pケース・シラー住宅価格指数（全米ベース）の推移を並べると（**図表 8 右**）、住宅価格は住宅投資に半年程度遅行して連動する関係が見て取れる。S&Pケース・シラー住宅価格指数は2021年5月には前年比+16.6%とリーマン・ショック前の住宅バブル時を上回る上昇率を記録したが、こうした速いペースでの価格上昇の背景には、歴史的な低金利を受けた住宅需要の堅調さがある。

以上の関係を踏まえると、仮に米国の金利が急騰した場合、住宅需要の急減とそれに伴う住宅価格下落に見舞われる可能性が高い。住宅投資の減少それ自体が経済の下押し要因となることはいうまでもないが、住宅価格の急落が家計や金融機関のバランスシート調整圧力となり、実体経済を下押しする可能性にも注意が必要と考えられる。

図表 8：米国実質金利と住宅投資（左）、住宅投資と住宅価格（右）



(出所) FRB、BEA、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

逆資産効果は特に欧米の個人消費の下押し要因に

ここまで見てきたように、急激な金利上昇が株式や住宅価格といった資産価格の下落を引き起こすトリガーとなり得る。特に米国発の金利上昇、資産価格の下落は金融市場を通じて他国にも波及するリスクが大きいとみられ、その実体経済への悪影響も米国のみではなくグローバルに捉える必要があるだろう。

そこで資産価格の下落が、実体経済に対してどの程度の影響を及ぼすかを明らかにするため、日本、米国、ドイツ、フランスの4カ国に関して消費関数を作成し、株式資産および実物資産（住宅等）の変動が個人消費に与える資産効果を推計した⁷。推計結果によれば（**図表9**）、株価下落はすべての国の実質個人消費に対して有意にマイナスの影響を及ぼすことが示唆される。もっともその影響は各国で異なり、株式資産が10%減少した場合、米国、フランスでは実質個人消費が0.5%程度押し下げられるのに対し、日本の実質個人消費への影響は相対的に小さく▲0.2%にとどまる。これは、日本においては、金融資産に占める株式資産の割合が小さいことを反映しているとみられる。

また、実物資産価値の低下の影響に関して見ると、米国、ドイツで個人消費に与える影響が大きく、10%の価格下落に対して個人消費は1.5%下押しされるという結果となった。フランスについては米国、ドイツに比べると影響は小さく0.6%の下押しとなる。他方、日本については、実物資産による資産効果は有意に計測されなかった。以上の推計結果から、金利上昇に端を発した資産価格の下落による逆資産効果は、とりわけ欧米において個人消費の下押し要因となりやすいことがわかる。

図表9：株価・実物資産価格下落による消費の減少

	日本	米国	ユーロ圏		
			フランス	ドイツ	
株価：10%下落	実質家計消費減少率（%）	-0.2	-0.5	-0.5	-0.3
	実質GDPへの寄与度（%pt）	-0.1	-0.4	-0.2	-0.1
実物資産価格：10%下落	実質家計消費減少率（%）	-	-1.5	-0.6	-1.5
	実質GDPへの寄与度（%pt）	-	-1.0	-0.3	-0.8

（注1）2019年の家計消費支出、家計株式資産を基にした試算値。

（注2）株式資産：すべての国で1%有意。

（注3）実物資産：日本以外は1%有意、日本は統計的に有意な結果は得られなかった。

（出所）各国統計、OECD statistics、Haver Analytics より大和総研作成

4. 米長期金利が5%に上昇すると世界経済はマイナス成長へ

米金利上昇が世界GDP成長率に与える影響を試算

米金利上昇が世界経済に与える影響について、マクロ計量モデルを用いてシミュレーションを行ったものが**図表10**である。なおモデルでは前述した新興国からの資金流出と先進国の逆資産効果を外生的なショックとして与えるとともに、貿易相手国の内需の減少を通じて各国の輸出が落ち込むことや金利上昇が設備投資を抑制すること等を内生化しており、米金利上昇の影響が世界経済全体に波及するように設計している。

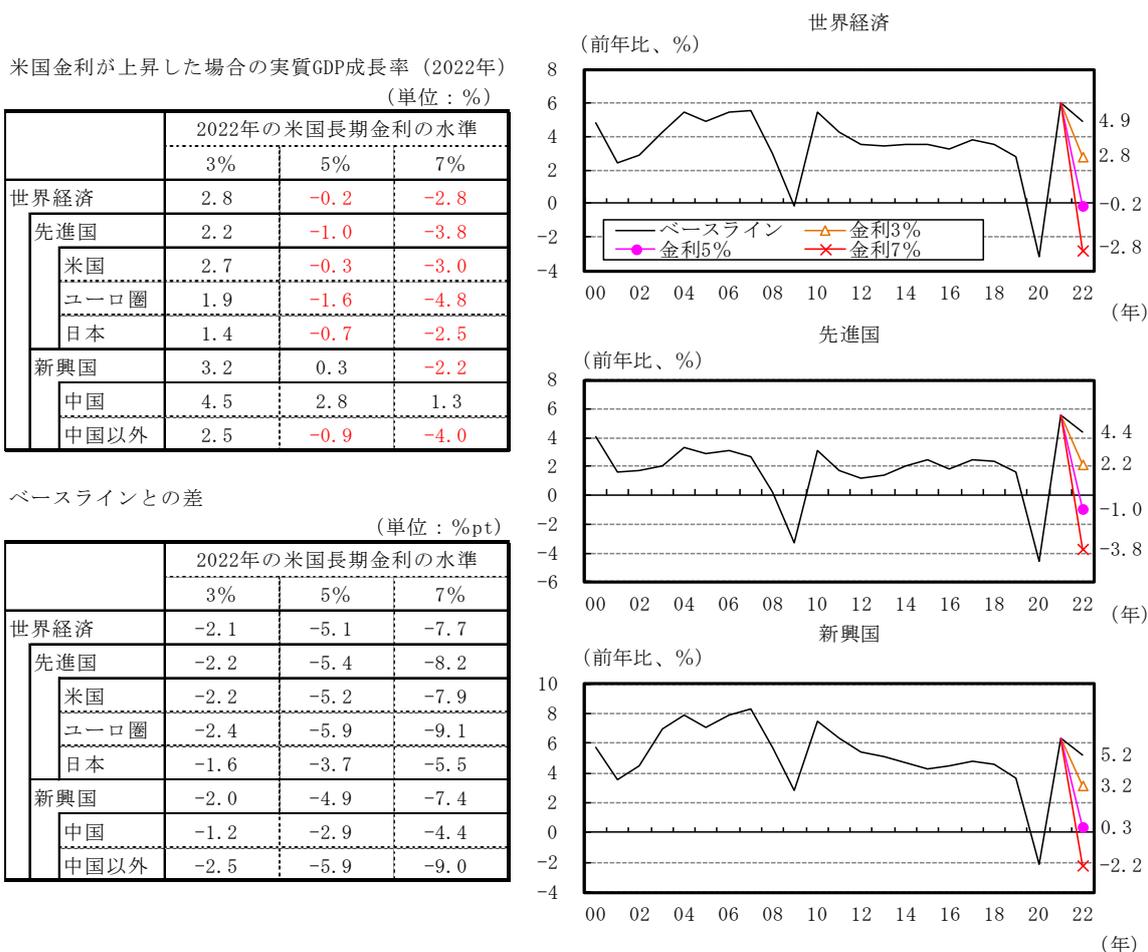
試算では2022年に米長期金利が3%、5%、7%にまで上昇した場合、世界経済の実質GDP成長率はベースラインの+4.9%（IMFの世界経済見通しに基づく）から大きく落ち込み、それぞれ+2.8%、▲0.2%、▲2.8%に低下するという結果が得られた。ベースラインでは新型コロナウイルスによる悪影響からのリバウンドとして高めの成長が見込まれているにもかかわらず、5%の金利

⁷ 推計方法の詳細は大和総研 熊谷亮丸他「[第200回日本経済予測](#)」（大和総研レポート、2019年2月21日）の「6. 補論：本稿で使用した関数の推計について」参照。

水準で世界がマイナス成長に陥るということは、米金利上昇の影響がいかに大きいものであるかを示している。

なお、今回の試算には政策対応は織り込まれていない。実際に再度の景気悪化が懸念される場合には、当局による積極的な金融緩和や財政支出などの何らかの政策対応が予想されるため、現実的にはここまでの景気悪化は起こらないと考えられる。しかし、金利上昇がもたらすインパクトは非常に大きくなる可能性が高い。

図表 10：米国金利上昇が世界経済成長率に与える影響試算



（注）経済モデルを用いた試算値。ベースラインとなる経済成長率はIMF見通し（2021年7月）を用いており、大和総研の予測と異なる。

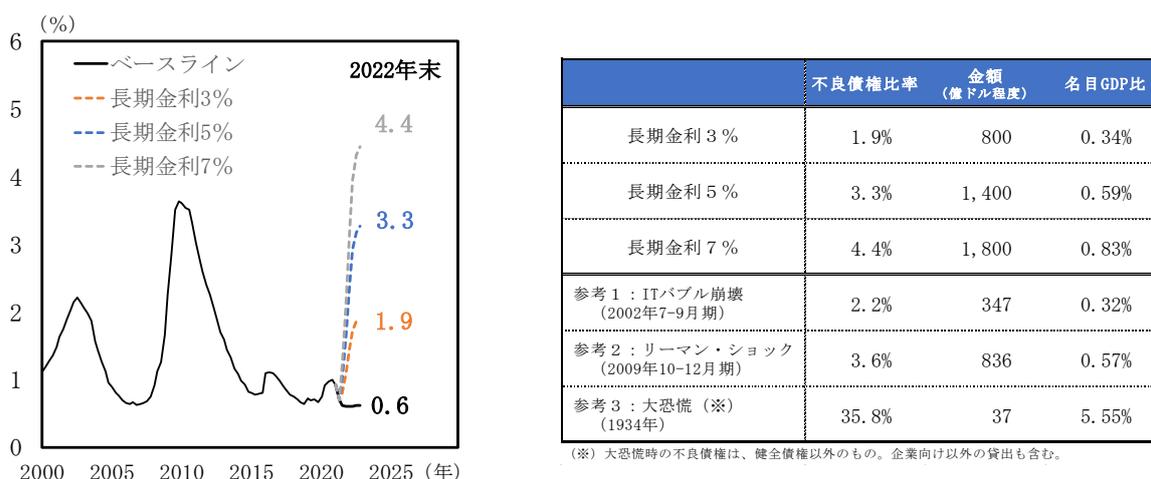
（出所）IMF、BEA、Eurostat、内閣府、Haver Analytics等より大和総研作成

米銀の企業向け貸出に占める不良債権も増加

景気後退時には銀行貸出が不良債権化しやすく、その規模によっては銀行システムの機能不全を招き経済の低迷が長引きやすい。そのため、米金利上昇時の不良債権の状況を検討しておくことには意味があろう。リーマン・ショック以降、特に米国の企業債務が伸びているため、以下では米銀の企業向け貸出の不良債権について分析した。

図表 11 は前述した米長期金利の各上昇ケースに応じて銀行の企業向け貸出の不良債権を推計したものであるが、長期金利が5%にまで上昇すると、不良債権比率や不良債権額の GDP 比はリーマン・ショック時と同程度まで上昇するという結果となった。これだけで銀行システムが大きく傷むわけではないが、2015 年以降に急激に市場を拡大してきた CL0（企業向け貸出を証券化したローン担保証券）の動向が懸念される。リーマン・ショック時に問題となったサブプライム住宅ローン担保証券と比べれば CL0 の信用リスクは低いと考えられるが、債務を証券化して投資家に販売する構造は類似している。不良債権の増加で CL0 の価格が急落し金融機関のバランスシートが毀損する可能性には、注意を払うべきだろう⁸。

図表 11：米銀の企業向け貸出における不良債権比率の推計（左）、不良債権の比較（右）



(注 1) 不良債権比率 = 定数項 + $\beta_1 \times$ インタレスト・カバレッジ・レシオ (対数値) + $\beta_2 \times$ (負債 / 自己資本、対数値)

β_1 および β_2 は今期から 3 四半期前までの 1 次のアーモンラグで、係数の総和は $\beta_1 = -0.792$ 、 $\beta_2 = 4.047$ 、定数項 = 3.203。いずれも 1% 有意。

自由度調整済み決定係数 = 0.70、推計期間は 1991 年 1-3 月期 ~ 2021 年 1-3 月期。予測期間は 2021 年 4-6 月期 ~ 2022 年 10-12 月期。

それぞれのケースごとに企業収益や自己資本等に一定の前提を置いて算出。インタレスト・カバレッジ・レシオは (営業利益 + 受取利息) ÷ 支払利息。

(注 2) 不良債権は、非居住用不動産向け融資と商工業向け融資のうち 90 日以上の延滞債権または破綻先債権 (nonaccrual status) に分類されたものの合計で、債券や家計向けの住宅ローン等は含まない。ただし大恐慌の不良債権については、FDIC “Annual Report, 1934” p. 45 の Table 11 Examiners’ Classification of Loans and Discounts, and Amounts of Loans and Discounts Written Off, 1934 において健全債権以外に分類されたもの (Worthless, Doubtful, Slow) の合計で、債券は含まないが企業向け以外の貸出を含む。

(出所) BEA、CBO、FRB、FDIC、Haver Analytics より大和総研作成

⁸ 鈴木利光「[CL0、ノンバンク保有にスピルオーバー懸念 ノンバンク保有の劣後トランシェへの損失、銀行に飛び火する恐れ](#)」(大和総研レポート、2020 年 3 月 31 日)

本稿では、米国の長期金利上昇がグローバルマネーフローや先進国の株式・住宅市場に与える影響を中心に、世界経済の成長をどの程度抑制するかを分析した。しかし金利上昇の影響については、政府債務や為替市場など他にも様々な波及経路が考えられる。世界の金融・経済の中心に位置する米国において長期金利が上昇するという意味は大きく、今後も動向を注視する必要がある。