

# グローバルな債務の蓄積

## GFC以降のクレジット状況への一考

市場調査部首席エコノミスト

芳川直之

03-3591-1425

naoyuki.yoshikawa@mizuho-ri.co.jp

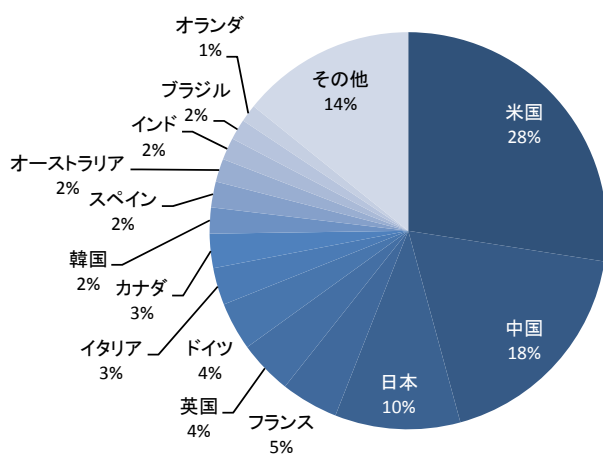
- 2017年末の非金融セクター債務残高は177兆ドルへと拡大、国際金融危機後2010年からの債務は50.5兆ドル積み上がり、中国などの新興国における債務上昇が主因
- 香港、中国、トルコ、カナダなど、緩和的金融環境下での非金融民間セクターの債務対GDP比率と債務返済比率の同時悪化は、金融環境のタイト化に対して極めて脆弱
- 新興国や資源国の急速なレバレッジ解消は大きなリスクである一方、先進国のレバレッジ拡大余地はグローバルな経済成長をサポートか

### 1. グローバルな非金融セクター債務の状況

#### (1) 主要経済圏（米国、中国、日本、ユーロ圏）で3/4超を占める

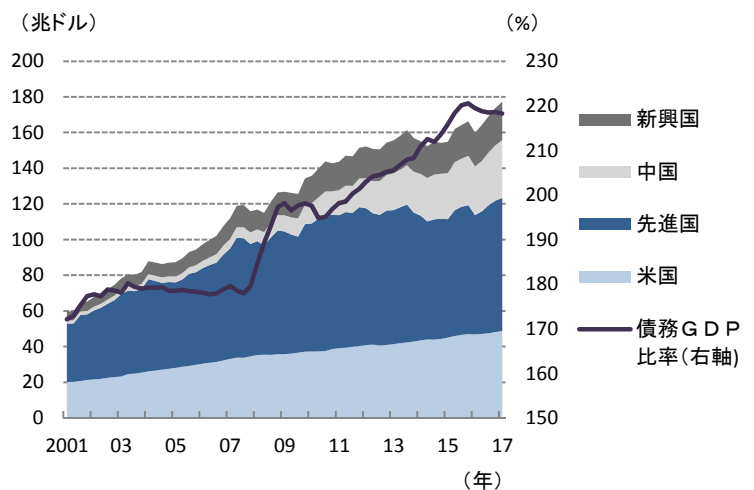
国際金融危機（GFC）から10年が経過し、各国中央銀行の超緩和的な金融政策とバランスシートの拡大は長期間にわたる世界経済回復と足許ではいくつかの国々に潜在成長率を上回る成長をもたらしている。同時に、主要国の債務残高は上昇を続け、非金融セクターのレバレッジは高まった。低い金利水準で積みあがった債務は、金融環境の急速なタイト化に対してより脆弱性を増していると指摘される。今年2月初めの相場変動は市場を大きく混乱させ経済成長を阻害することには至らなかったが、中央銀行の金融政策正常化とバランスシート縮小が進むに連れさらなる金利上昇やボラティリティの上昇も想定されるなか、GFC後からのグローバルな債務の蓄積と足許の状況について考察する。

図表1 2017年末債務残高 - 177兆ドル



(資料) BISより、みずほ総合研究所作成

図表2 債務残高推移



(資料) BISより、みずほ総合研究所作成

2017年12月末時点でのグローバルな非金融セクター債務残高は177兆ドルへと拡大している<sup>1</sup>。地域別内訳を見ると、米国が全体の28%、中国が18%、日本が10%、ユーロ圏が20%を占める（図表1）。ここに英国、カナダ、オーストラリアを加えれば全体の85%となる。

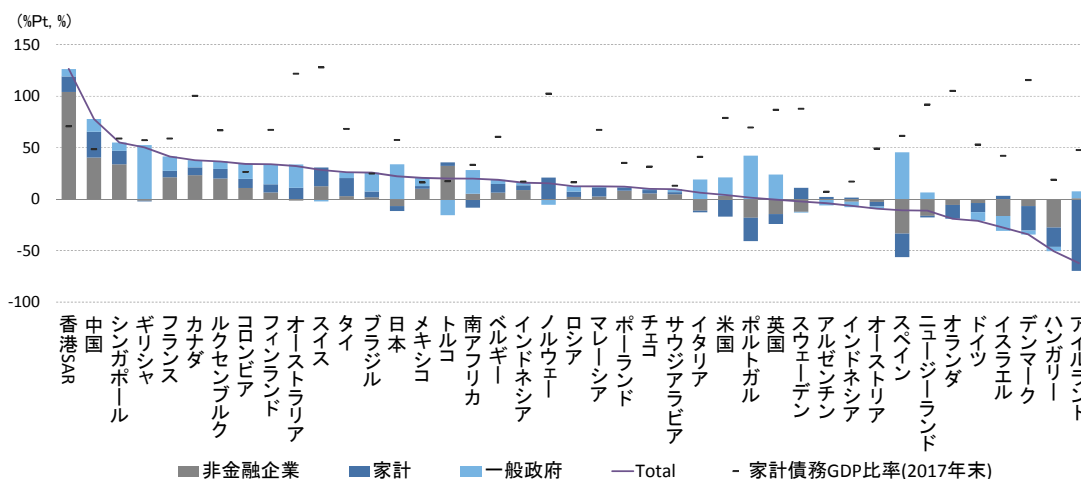
G F C以降は主に中国など新興国<sup>2</sup>の債務残高拡大が著しく、2010年から2017年までの期間では先進国の伸び率が18%であるのに対し、新興国は142%となる伸びを記録した。なかでも中国は258%の大幅な上昇である（図表2）。新興国のなかで中国の次に上昇率が高いのは、香港特别行政区（香港）が141%、チリ112%、インドネシア107%、シンガポール107%と続く。先進国では、オーストラリアが45%、ニュージーランド37%、米国36%、スイス34%、カナダ32%などの国で伸び率が高い。グローバルな債務残高の対G D P比率を見ると2010年初の198%に対して2017年末は218%へと20%ポイント上昇した。

## （2）国別経済主体別変化

2010年から2017年までに非金融セクター債務残高は50.5兆ドル拡大しており、増加額全体に対する割合を経済主体別に捉えると非金融企業が43%、一般政府が40%、家計が17%となる。うち非金融企業債務は中国が14.2兆ドル増加し全体の28%を占める。一般政府債務は米国が7.4兆ドル増加し全体の15%である。家計債務は中国が4.9兆ドルの増加で10%、米国が1.4兆ドルの増加で3%を占める。

主要国について非金融セクター債務対G D P比率の変化幅を経済主体別に示した（図表3）。活況な不動産市況やクレジットブームを受け、香港、中国<sup>3</sup>、シンガポールなどアジア諸国の非金融企業の伸び率が高い。とは言え、香港やシンガポールは国際金融センターとして機能しておりその分については割り引いて考える必要はあろう。また、経済主体別には強弱があるものの、全体ではカナダ、オーストラリアやブラジルなど資源国の変化幅も大きい。一方、ポルトガルやスペインなど南欧諸国の家計・非金融企業のデレバレッジは進行しているが、一般政府債務は増加している傾向が見られる。アイルランドについてはG F Cを機に不動産バブルが崩壊し家計債務の解消が大きく進んだ。その他ユーロ圏ではドイツが低下している反面、フランスは上昇している。日本や米国は一般政府債務が増加

図表3 債務対G D P比率変化幅（2010—2017）



(資料) BISより、みずほ総合研究所作成

している。IMFは国際金融安定報告書で家計部門の債務拡大の悪影響について警告を発している<sup>4</sup>。マクロブルーデンス政策でコントロールは可能としつつも、家計の債務対GDP比率が高く債務拡大ペースが速いほど金融危機に陥る可能性が高いというものである。また、BISの報告では家計債務は短期的には消費を刺激しGDP成長率にプラス寄与するものの、長期的には家計の債務対GDP比率が1%上昇すると、GDP成長率を0.1%下押しすると推計している<sup>5</sup>。家計債務の上昇幅に焦点をあてると、中国(24.9%Pt)、ノルウェー(20.9%Pt)、スイス(18.1%Pt)、タイ(17.5%Pt)、香港(15.1%Pt)などの国が高い<sup>6</sup>。2017年末時点での家計債務対GDP比率では、スイス(127.8%)、オーストラリア(121.7%)、デンマーク(115.6%)、オランダ(105.0%)の順となる。

## 2. 金利上昇に脆弱な国は

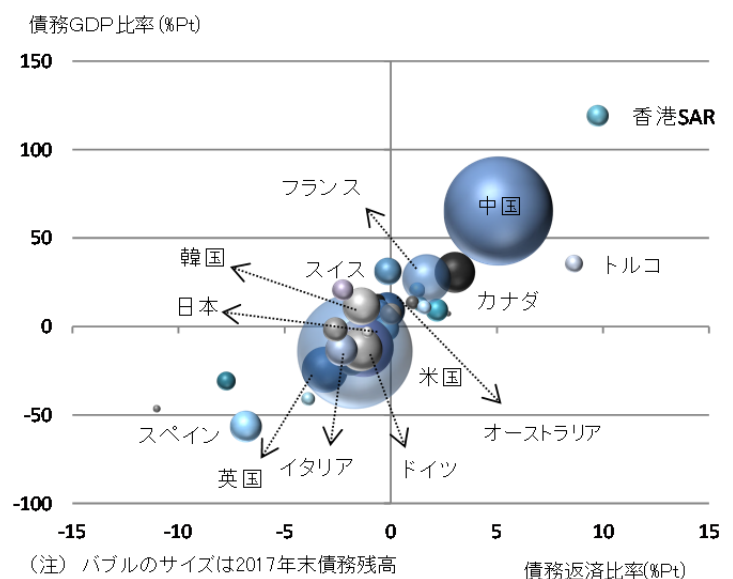
一般的に緩和的金利環境のなかでは債務は増える傾向にある。前述のようにGFC以降も債務残高や同GDP比率は大きく拡大している。債務の蓄積が常に深刻な問題となるわけではないが、同時に債務返済能力を示す債務返済比率(DSR)が上昇している国も散見される。BISへDSRを報告している32カ国の足許の単純平均政策金利は5月末時点で2010年対比60bps程度低い水準ではある。しかしながら、借入コストが低下しているにも関わらず、債務返済負担が高まっているのである。

2010年から2017年までの非金融民間セクターの債務GDP比率変化幅と同セクターのDSR変化幅を示した(図表4)。グラフ右上が当該期間に債務水準と債務返済負担が同時に高まっている象限である。香港を筆頭に中国、トルコ、カナダ、フランスなど11ヶ国<sup>7</sup>があてはまる。勿論、バランスシートのグロス負債に焦点を当てた議論とはなるが、過剰債務が債務負担増加を伴いながら金融逼迫につながった過去の事例もあり、注視して

いく必要はある。一部新興国は通貨防衛のために利上げを余儀なくされており、また、米国の政策金利と自国の政策金利を連動させている場合もある。米国の金利正常化が徐々に波及していくなか、これらの国々は相対的に金利上昇に対して脆弱な状態であると言えよう。なお、上記11ヶ国のうち、年初より自国の政策金利を引き上げている国・地域は、カナダ、香港、インドネシア、メキシコ、マレーシア、トルコの6ヶ国である。

一方グラフ左下が非金融民間セクターの債務状況が改善している国である。米国をはじめ、日本、英国、ドイツ、スペインなどの国々があてはまる。

図表4 債務対GDP比率・DSR変化幅 (2010-2017)

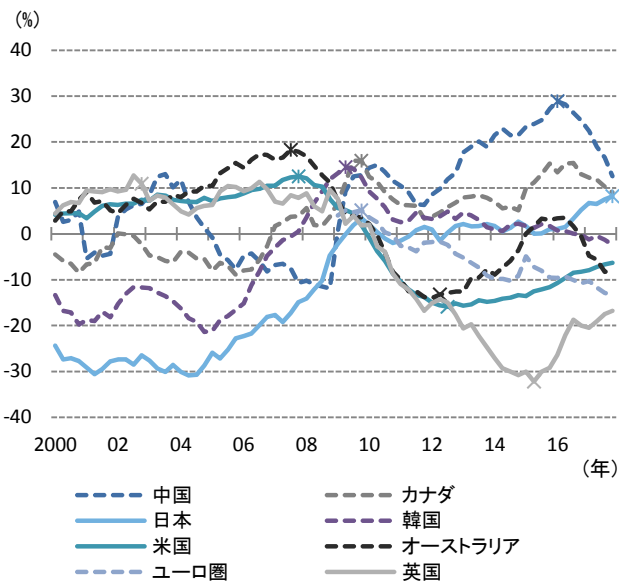


### 3. クレジット/GDPギャップ推移検証

各国毎に非金融民間セクター向け債務対GDP比率の長期トレンドからの乖離幅を示す指標である、クレジット/GDPギャップ<sup>8</sup>の推移を2000年から見てみる。ユーロ圏諸国はまとめて、図表1で示した債務残高上位8カ国・地域を抽出した（図表5）。中国と日本を除いて、その他の国々はGFC前後でピークをつけている。オーストラリアが一番早く2007年第3四半期、続いて米国が2007年第4四半期である。その後カナダとユーロ圏が2009年第4四半期となる。中国は2008年第4四半期がボトムである。日本は2000年代前半には著しく低い水準で推移し2004年第2四半期より上昇に転じている。英国のピークは2002年第3四半期であるものの、その後2009年第1四半期まで高水準を維持している（最後に10%を超えた時期は2006年第3四半期）。以上を踏まえると、GFCに向けて中国以外はギャップが拡大期であった。GFCを契機とし、米国、英国、オーストラリアは急速にマイナス圏へと調整するが、オーストラリアは2012年第1四半期に、米国は2012年第3四半期にボトムアウトする。英国のボトムはかなり遅れて2015年第2四半期となる。GFCの震源地であった米国は迅速かつ積極的な政策対応によっていち早く危機を脱した。ネガティブギャップも着実に解消しつつある。一方、GFC後のクレジットの伸びを牽引してきた中国は政府によるデレバレッジの取り組みもあり、2016年第1四半期をピークとし足許はギャップが急速に解消しつつある。資源国であるカナダやオーストラリアは中国の成長を背景にクレジットは力強く拡大してきたものの、足許では中国同様に縮小が顕著である。ユーロ圏全体については、欧州債務危機から5年以上を経た現在でもイタリアの不良債権問題や一部欧州金融機関への懸念がくすぶっており、GFC以降のデレバレッジが未だ続いているようである。日本はGFC後ほぼ横ばい推移が続いたが2016年後半頃より上昇が加速してきており、足許2017年第4四半期がピークである。

次に、クレジット/GDPギャップ統計で報告対象国43カ国を6つのグループに分類し債務残高で加

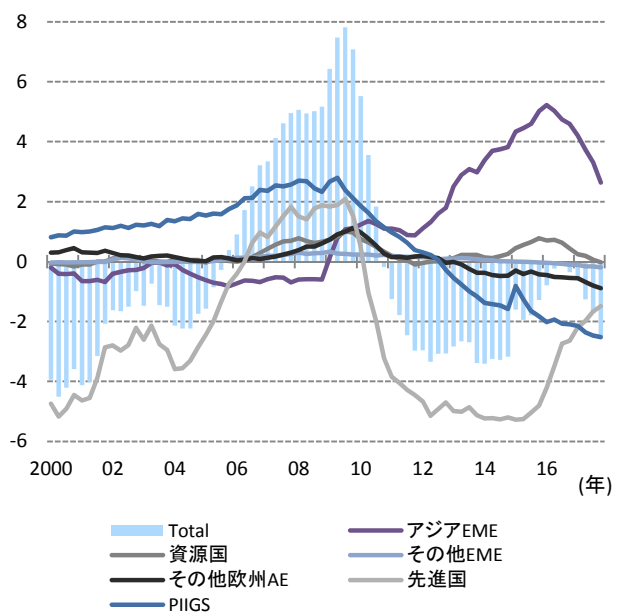
図表5 クレジット/GDPギャップ



(注) ユーロ圏は1Q09より

(資料) BISより、みずほ総合研究所作成

図表6 グループ別加重平均



(資料) BISより、みずほ総合研究所作成

重平均した<sup>9</sup>（図表6）。G F C以降、中国含むアジア諸国のギャップは大幅に拡大し、概ね2016年前半をピークに縮小に転じた。現在プラス圏での水準を維持しているものの、無秩序な調整には警戒が必要であろう。資源国は2009年後半と2015年後半にピークをつけ足許は縮小している。PIIGSを含めたヨーロッパ諸国の多くはG F C以降一貫してデレバレッジが顕著であり縮小が継続している。先進国は国によって違いはあるものの、G F C以降の急速なデレバレッジにより長期トレンドを大きく割り込んだ後下げ止まり、2016年頃より急速に回復している。足許ではレバレッジの解消が進むアジア諸国や資源国に対して、レバレッジ拡大方向の先進国とデレバレッジ継続あるいはレバレッジ回復をうかがうその他欧州諸国という構図が見える。

各グループを足し上げたトータルの項目を見ると、G F C前にはグローバルに著しくギャップが拡大しており、かつほとんどのグループでベクトルが上向きであった（拡大期）。G F Cを経てその後2010年代前半に底を打ち反転はしている（後退期から修復期へ）。しかしながらG F C直前の状況と比較するとまだ回復の過程であると言えよう（回復期）。クレジット/GDPギャップから見れば各国の立ち位置も異なっており、足許ではグローバルな債務の急速な解消の兆候は広範には見られない。現在、一部マーケットやプロダクツには過熱感は観測されている<sup>10</sup>。しかしながら、新興国や資源国の債務調整リスクを伴いながらも、先進国についてはレバレッジの拡大余地はまだありそうである。当面は穏やかなるグローバルな経済成長のサポート材料となろう。

<sup>1</sup> 国際決済銀行(BIS)非金融セクタークレジット統計 (Credit to the non-financial sector) より算出。民間非金融部門と政府部門につき 40 以上の国・地域をカバーしている。

<sup>2</sup> 国際決済銀行(BIS)非金融セクタークレジット統計 (Credit to the non-financial sector) において新興国は“Emerging markets (aggregate)”を先進国は“Advanced economies (aggregate)”を抽出。なお新興国と先進国の構成国は“BIS Statistical Bulletin, Jun 2018”による。

<sup>3</sup> 中国のLocal government financing vehicles (LGFVs)は非金融企業に含まれる。

<sup>4</sup> 国際通貨基金(IMF)国際金融安定報告書(2017年10月)。

<sup>5</sup> Marco Lombardi, Madhusudan Mohanty and Ilhyock Shim, BIS Working Paper No607 (2017年1月)“The real effect of household debt in the short and long run”。長期的なGDP成長率押し下げ効果は家計債務対GDP比率が80%を超えると増幅される。

<sup>6</sup> 韓国については一般政府債務対GDP比率が統計に無いため図表3には表示せず。他国同様に家計債務対GDP比率変化幅を算出すると18.3%Ptと高く、2017年同比率は94.8%。

<sup>7</sup> 債務返済比率が報告されている32カ国のなかでベルギー、ブラジル、カナダ、中国、フランス、香港 SAR、インドネシア、メキシコ、マレーシア、タイ、トルコの11ヶ国。

<sup>8</sup> 国際決済銀行(BIS)Credit-to-GDP gaps 統計。2016年9月から公表され2017年Q4現在44の国・地域をカバーしている。Hodric-Prescott フィルターを使い推計。カウンター・シクリカル・バッファー決定の際、共通の参照指標とされる。早期予兆指標(EWI)との関連はBIS Quarterly Review, March 2018 参照。

<sup>9</sup> アジア EME:韓国、マレーシア、タイ、インドネシア、シンガポール、中国、香港 SAR。資源国:ブラジル、チリ、カナダ、オーストラリア、ロシア、南アフリカ、ノルウェー、サウジアラビア。その他 EME:インド、メキシコ、コロンビア、アルゼンチン、ハンガリー、イスラエル、ポーランド、チェコ、トルコ。その他欧州 AE:デンマーク、ルクセンブルク、オランダ、スウェーデン、ベルギー、オーストリア、フィンランド。先進国:フランス、ドイツ、日本、ニュージーランド、スイス、英国、米国。PIIGS:ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン。

<sup>10</sup> “Annual Economic Report” (BIS, 24 June 18) では、米国と英国（度合は低い）がフランスやその他ヨーロッパ諸国の非金融企業のバランスシートの悪化、先進国特に米国の商業用不動産、新興国の外債建債務を金融脆弱性の例として挙げている。

●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、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。