

連邦学生ローン返済再開が及ぼす急激な影響

2025 年 7 月 10 日

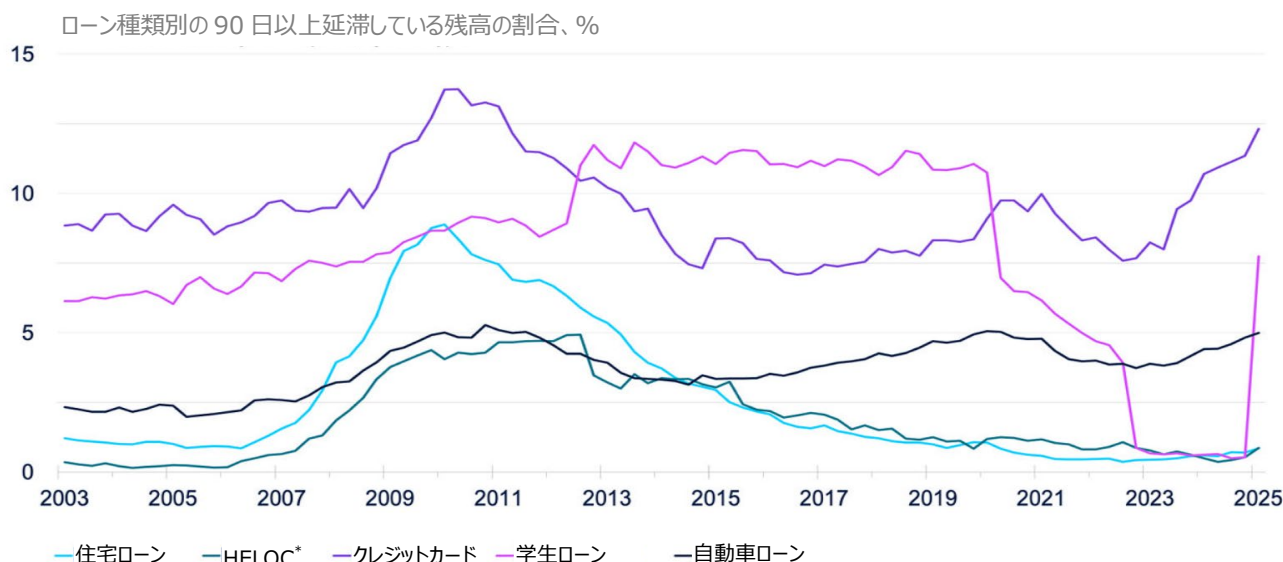
米国連邦政府による学生ローンは、数年にわたる返済停止期間を経て返済が再開されたことで数千万人に及ぶ米国民の信用状況が一変し、証券化クレジット市場にも広範に影響を及ぼしている。コロナ禍における返済猶予によって 4,000 万人以上の借り手が 3 年以上にわたって返済の停止と信用スコアの保護といった恩恵を受けた。

この救済措置は正式には 2023 年 9 月に終了したが、その後も 12 ヶ月間の「助走（On-Ramp）期間」が設けられ、その間は返済が滞っても信用調査機関に報告されることはなかった。この「助走期間」によって、返済再開が信用力に及ぼす影響は一時的に先送りされ、借り手の信用状況は 2024 年 9 月まで人為的に下支えされた。しかし、米教育省が延滞中の連邦学生ローンの回収を再開したことで猶予期間は終焉し、その影響はすぐに表面化した¹。ニューヨーク連邦準備銀行によると、2025 年 1-3 月期時点で学生ローン全体の 8% 程度に相当する 600 万人近い借り手が、90 日以上ローンを延滞している（図 1）。

税還付金の差し押さえ、連邦政府からの社会保障給付金などの支払い停止、給与の差し押さえといった強制回収手段が再び執行され、借り手の可処分所得の新たな重石となっている。これらの影響が連鎖的に広がり、対象となる人々の経済的ストレスは増加し、FICO スコア（信用スコア：米国で広く使用されている個人の信用力を示すスコア）には下押し圧力がかかり、借入コストはさらに上昇すると予想される。

こうした中、証券化クレジットの投資家にとって注目すべき点が 2 つある。第一に、連邦学生ローンを巡る状況は、FICO スコアによる表面的な審査だけでなく、より包括的な審査が重要であることを示す好例となっている。第二に、連邦学生ローンの返済再開に伴って信用力のばらつきと発行体ごとの差異が拡大する中、足元の急激な変化を踏まえると、投資家は規律と敏捷性を維持する必要がある。

図 1：連邦学生ローンの返済猶予期間の終了とともに、学生ローンの延滞率は急上昇（ローン種類別 90 日以上延滞している残高の割合、%）



出所：ニューヨーク連邦準備銀行の消費者信用パネル、エキファックス。* ホーム・エクイティ・ライン・オブ・クレジット

FICO スコアへの影響

連邦学生ローンの返済義務の再開は、持続的なインフレに生活費の高騰も加わり、影響を受ける借り手の経済的負担をさらに増加させた。大手信用情報機関である TransUnion 社によると、延滞中の債務者うちの 30% 近くが 7 月までに債務不履行に陥る可能性があり、それによって強制回収措置が発動されると見られている。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

ニューヨーク連邦準備銀行の調査（図 2）では、急激な信用力の悪化が明らかになった。

- 新たに学生ローンを延滞し、信用スコアが 100 以上低下した人は 220 万人以上。
- 当初から信用力が 620 未満であり、新たに延滞となった 320 万人はさらに信用力が悪化。
- 当初 620 以上の信用スコアだったが、新たに延滞となった 240 万人は信用スコアが大幅に低下。これにより、借入コストの上昇や新規ローンの制限に直面する可能性がある。

図 2：連邦学生ローンの返済が再開されてからわずか数ヵ月で、その影響を受ける借り手の信用スコアは大きく悪化している

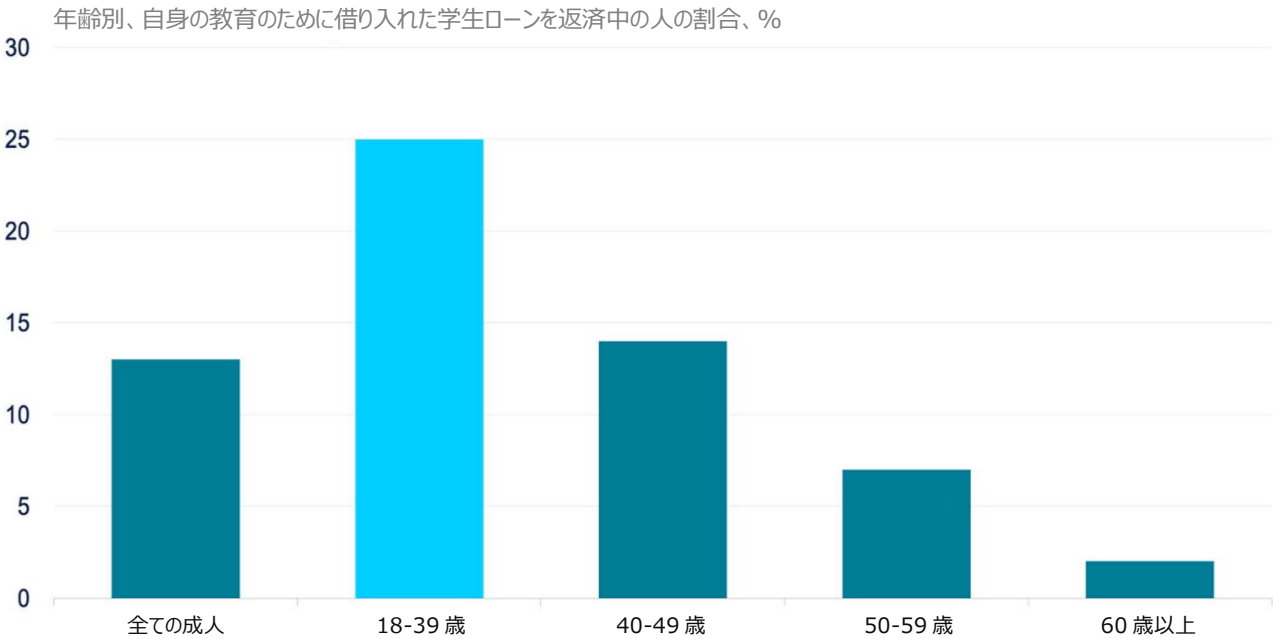
信用スコア	人数 (百万人)	新たに延滞した借り手の 割合 (%)	信用スコアの変化 (平均)
< 620	3.2	56.6	-74
620 - 719	2	35.9	-140
> 720	0.4	7.5	-177

出所：ニューヨーク連邦準備銀行の消費者信用パネル、エキファックス。

証券化クレジット市場への影響

米国の成人の約 13%が学生ローンを抱える中（図 3）、証券化クレジット市場、その中でも消費者向けローンを担保とした ABS 市場に大きな影響を及ぼす可能性がある。特に、消費者にとって返済の優先順位が低い資産クラスや、貸出当時は返済が猶予されていた連邦学生ローンのリスクを引受時に十分に考慮していなかった貸し手に最も大きな影響を及ぼす可能性が高い。

図 3：学生ローンを抱える成人の割合（年齢別、自身の教育のために借り入れた学生ローンを返済している人の割合、%）



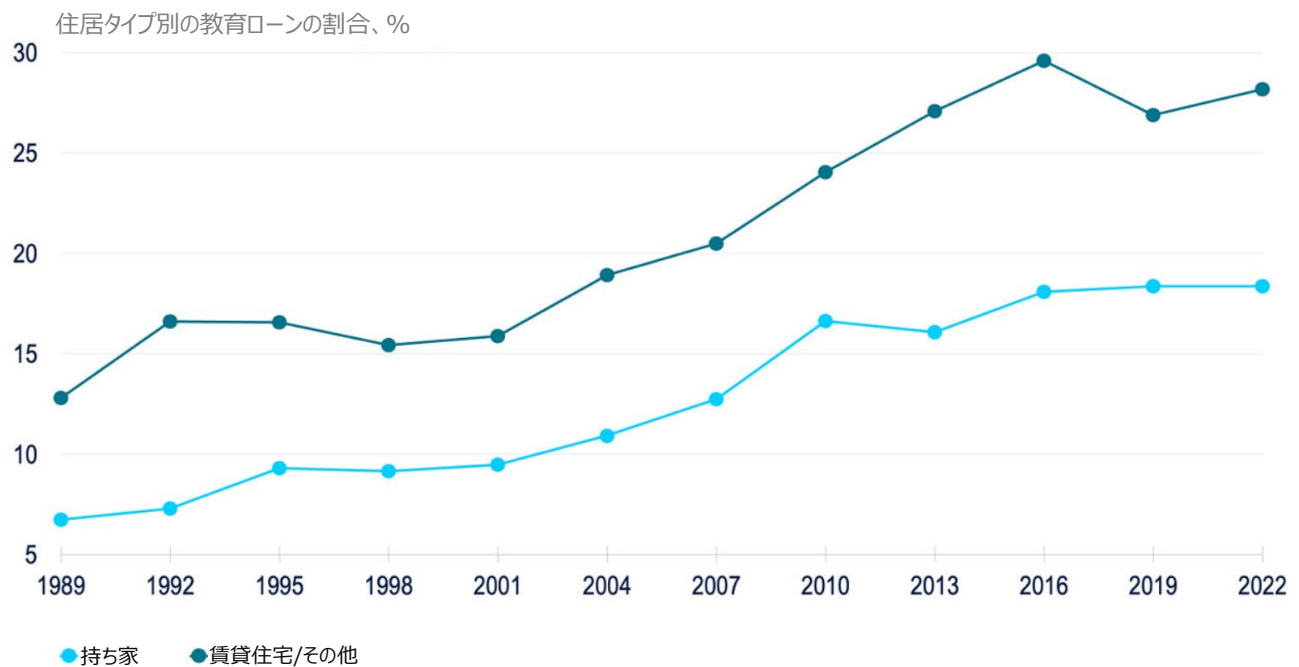
出所：ピュー研究所

2024 年までは「優良」と見なされていた借り手が財政難の兆候を見せ始める中、返済猶予期間に信用スコアを過度に重視した引受モデルを採用していた貸し手は、足元で債務不履行リスクの高まりに直面している可能性がある。2025 年 4 月時点で新たに学生ローンを滞納した借り手のうち、信用スコア 700 以上を維持しているのは 1%未満にとどまり、2025 年 1 月時点の 15%から低下している。信用力

の低いサブプライム層や過剰な債務を負っている借り手は、連邦学生ローンの返済再開によって家計が圧迫されており、強制回収手段が講じられた場合にはさらなる制約を受ける可能性があるため、特に脆弱な状況にある。一方で、信用調査機関への報告が一時的に停止されていた期間中も、引受モデルにおいて連邦学生ローンを検討していた一部の貸し手は、この移行期間をより上手く乗り越えられると考えられる。

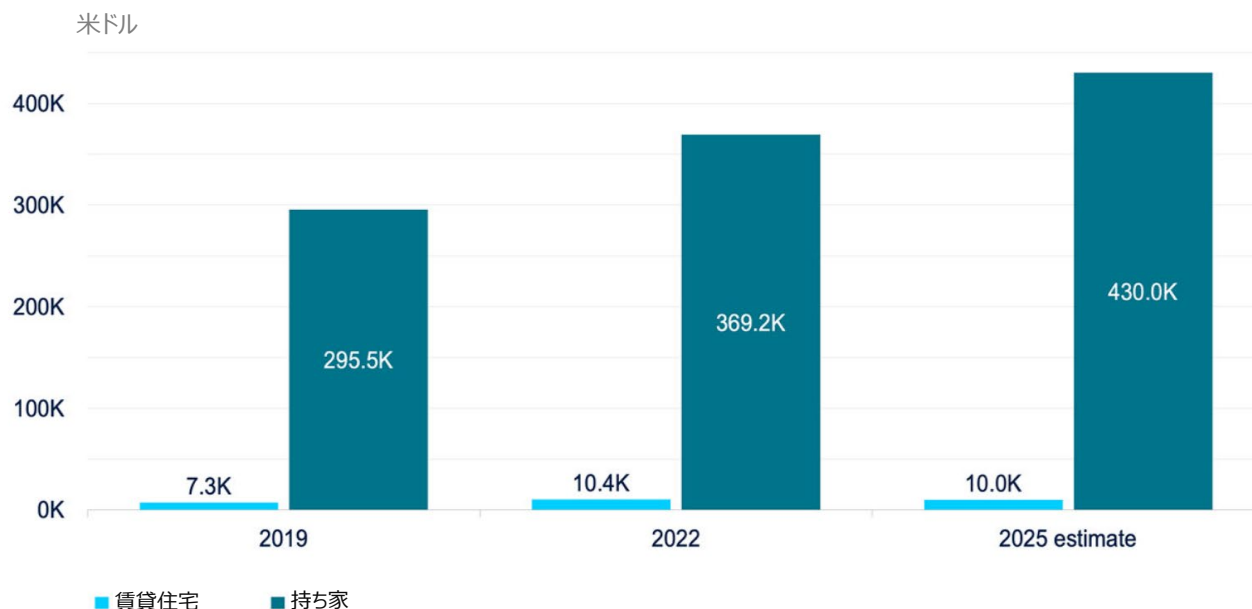
学生ローンの借り手は、持ち家よりも賃貸住宅に住む傾向が強い（図 4）。連邦学生ローンの返済が再開される以前から、賃貸住宅の居住者は住宅価格上昇の機会を逃したことで経済的に不利な状況に置かれ、賃貸住宅と持ち家の居住者で純資産の格差は拡大していた（図 5）。連邦学生ローンの返済再開によって、賃貸住宅の居住者の家計にはさらなる負担がかかると予想され、特に低所得者層向けの集合住宅では家賃の回収率が悪化する可能性がある。また、連邦学生ローン返済再開の影響は地域によって異なり、北東部や中西部のように賃貸住宅市場が逼迫している地域では、より容易に家賃滞納者を新しい入居者に入れ替えることができるかもしれない。一方、供給過剰となっているサンベルト地域はより大きな困難に直面する可能性がある。いずれにせよ、消費者に大きな影響を及ぼすことは明らかであり、今後は精査が必要となる。

図 4：学生ローンの借り手は、賃貸住宅の居住者に多い（住居タイプ別、教育ローンの割合、%）



出所：ニューヨーク連邦準備銀行の消費者金融調査、学生ローン債務を抱える回答者の割合（%）。

図 5：賃貸住宅と持ち家の居住者での純資産の格差は拡大（米ドル）



出所：米連邦準備制度理事会による消費者金融調査、全米不動産協会。

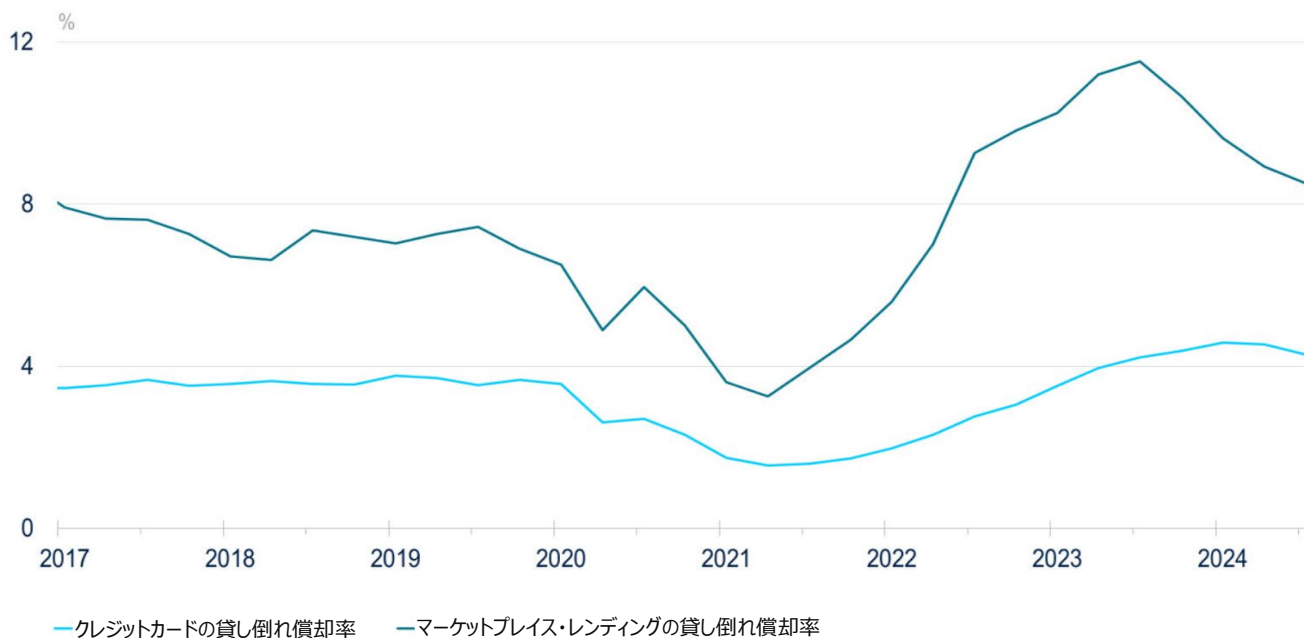
住宅ローン市場は相対的に安定しており、その理由としてファニーメイやフレディマックといった政府支援機関が挙げられる。これらの政府支援機関は、返済停止されていた連邦学生ローンを考慮に入れて住宅ローンの審査を行い続けている。ノンエージェンシーの住宅ローン市場の大部分は、一般的に政府支援機関の引受基準を踏襲しているため、連邦学生ローンの返済再開による影響は同様に限定されると見られる。一方で独自の審査基準を採用している一部のノンエージェンシーの住宅ローン事業者は、一定の圧力に晒される可能性があるが、これらの住宅ローンは通常、ローンに対する物件価値（LTV 比率）が低いいため、損失は限定的にとどまるだろう。その結果、住宅ローン市場全体の信用状況が大きく悪化する可能性は低いと考えられる。ただし、初めて住宅を購入しようとする一部の人々にとっては、信用スコアの低下によって住宅ローンの審査を通過することが困難になる可能性がある。

結論

現在の環境において、証券化クレジットの投資家や個人向けローンのオリジネーターは信用力を審査するに当たり、より精緻なアプローチが求められている。従来からの静的な信用スコアは財務リスクを測る上で信頼できる指標とはもはや言えないかもしれない。表面的な指標にとどまらず、借り手の経済的な健全性を多角的に評価する貸し手ほど、信用環境が正常化に向かう次の段階をより上手く乗り切ることができるだろう。

図 6 の例は、我々の結論を強調している。実際、2022～2023 年にかけて、インフレ圧力によって借り手のキャッシュフローが逼迫する中、審査基準をリアルタイムで調整する能力が極めて重要であることが示されている。当時、マーケットプレイス・レンディング（借り手と貸し手の橋渡し役となるオンライン・プラットフォーム）は、従来型のクレジットカードよりも貸し倒れ率の上昇が顕著だった。これは、クレジットカード業界が長年にわたり実績のある包括的な審査手法を用いていたためである。こうした乖離は、審査手法、顧客の獲得チャネル、投資家需要など、複数の要因によってもたらされ、結果としてマーケットプレイス・レンディングのパフォーマンスはクレジットカードに劣後した。また、それぞれのセクター内でもばらつきが見られ、一部の貸し手は他の貸し手よりも柔軟に審査基準を調整していたことが分かる。

図 6 : 2022～2023 年にかけて、マーケットプレイス・レンディングのパフォーマンスはクレジットカードに劣後した (%)



出所：PGIM、米連邦準備制度理事会、dv01（証券化商品のデータ提供者）。

連邦学生ローンの返済が再開される中、信用力のばらつきと発行体ごとの差異が生じた 2022～2023 年と同様の傾向が再び顕在化する可能性も高い。投資家には、表面的な審査を避けるという規律だけでなく、信用状況をリアルタイムでモニタリングし、急速に変化する環境に応じてポジションを柔軟に調整できるプロセスとシステムが必要とされる。最終的には、投資家や発行体がどれだけ機動的に対応できるかが、連邦学生ローンの返済再開が消費者に及ぼす影響を乗り越える鍵となるだろう。

著者

Kaustub Samant、証券化商品リサーチ責任者

John Di Paolo, CFA, FSA、消費者 ABS リサーチ共同責任者

Marc Firestein、消費者 ABS リサーチ共同責任者

Edwin Wilches, CFA、証券化商品共同責任者

1. ウォールストリート・ジャーナルに 2025 年 5 月 5 日に掲載された“Collections Coming for Millions of Student-Loan Borrowers”を参照。

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2025 年 6 月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

留意事項 1

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V.、(iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。特定の投資ニーズに関する情報が必要なお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、および意見について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。**すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。**

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反：PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A 部をご覧ください。

英国では、PGIM インクの間接子会社である PGIM リミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIM リミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIM リミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) **欧州経済領域 (EEA)** では、PGIM ネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIM ネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定の EEA 諸国では、それが認められる場合には、英国の EU 離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIM リミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIM リミテッドまたは PGIM ネーデルラント B.V.によって、FCA の規則が定めるプロの投資家、および/または第 2 次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社 PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。**日本**では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録している PGIM ジャパン株式会社が情報を提供しています。**韓国**では、投資顧問サービスのライセンスを有する PGIM インクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。**香港**では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業である PGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されている PGIM インクに委託されることがあります。**オーストラリア**では、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州 2001 年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIM オーストラリアは PGIM リミテッドの代理人であり、PGIM リミテッドは金融サービスに関して豪州 2001 年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIM リミテッドは英国法に基づき FCA の監督下であり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009 が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。**南アフリカ**では、PGIM インクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。(ライセンス番号：49012) **カナダ**では、情報開示基準である NI 31-103 における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIM インクは次の事項について通知しています。(1) PGIM インクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103 に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIM インクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIM インクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州における PGIM インクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。**ケベック州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、**ブリティッシュコロンビア州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、**オンタリオ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、**ノバスコシア州**：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、**アルバータ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2025 PFI and its related entities.

2025-5449

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

留意事項 2

本資料に記載の内容は、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIMインクが作成した"THE RAPID FALLOUT FROM RESUMED STUDENT LOAN REPAYMENTS"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

本資料は、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

本資料は、PGIMインクの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

PGIMジャパン株式会社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ121197

4718435-20250805

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。