

米国金融政策変更の地ならしに揺れる 国際金融市場

(月例グローバル経済金融レビュー)

<要旨>

米国における債券購入措置(QE3)の規模縮小への期待が世界の金融市場に波及し、長期金利を中心に市況の振れ幅が拡大している。欧州長期金利の全体的な上昇は米国10年債レート上昇が波及したもので財政状況悪化に起因するものではないが、实体经济が悪化の一途を辿っているだけに、金利上昇が更なる景気下振れを招く要因となり得る。多くのアジア新興国では通貨レートに対する下落圧力が強まり、インドネシアでは通貨下落からくるインフレ圧力緩和のために利上げを余儀なくされている。

国内でも長期金利に加えて為替・株価の振れ幅は拡大し、期待に大きく依存した金融政策の脆さが現れた1ヶ月であった。この先も、夏場のエネルギー価格上昇による国内消費者物価の一時的な上昇、ハードルが極めて高い物価目標を掲げた故に日銀の追加緩和策に対する期待が振れやすくなることなど、金融市場の不安定化要因は複数存在する。このように、内外金融市場は過去の経験が直ちに通用しない、きわめて不安定な局面に入った可能性が高い。

1. 海外経済・金融情勢

(1) 米国 ～ 金融緩和措置の縮小観測で長期金利は2.5%超

住宅市場の回復と企業収益に支えられた株高を背景に、他経済圏と比べて堅調な状態を維持してきた米国では、連邦準備理事会(FRB)が2012年9月より導入した月850億ドルに上る追加債券購入措置(QE3)の規模が縮小するとの見方が強まった。これによって、2011年夏の債務上限問題以降2%を下回ることが多かった米国10年債利回りは5月下旬から2%を超え、ドイツや日本の長期金利も米国と時を同じくして大きな上昇に転じることとなった(図表1)。



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

こうしたなか、6月の連邦公開市場委員会(FOMC)では、FRBは失業率をはじめとする経済見通しを上方修正したうえで(図表2)、金融緩和政策を解除していく筋道を示した。具体的には、この先の米国経済がFRBの見通しに沿い回復が続くとの前提のもとで、①債券購入措置の規模縮小は今年後半より開始し、②失業率が7%を下回るとみられる2014年半ばに購入措置を終了する一との見方を示した。これにより米10年債レートは2011年8月以来の2.5%超まで上昇した。

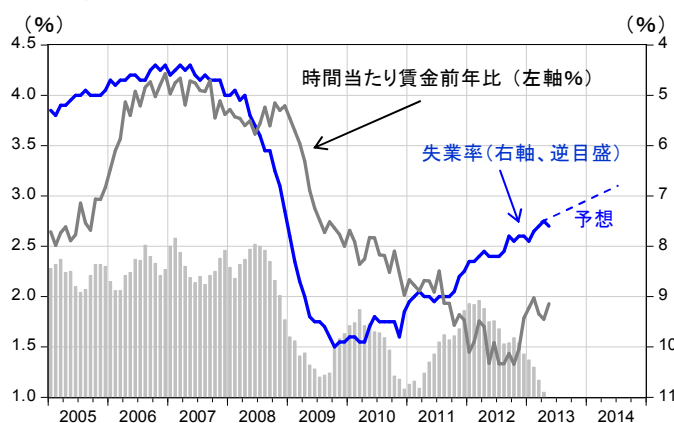
図表2 FOMCメンバーの経済見通し(2013年6月)

	(%)	
	2013	2014
成長率	2.3～2.6	3.0～3.5
前回3月	2.3～2.8	2.9～3.4
失業率	7.2～7.3	6.5～6.8
前回3月	7.3～7.5	6.7～7.0
コアインフレ率	1.2～1.3	1.5～1.8
前回3月	1.5～1.6	1.7～2.0

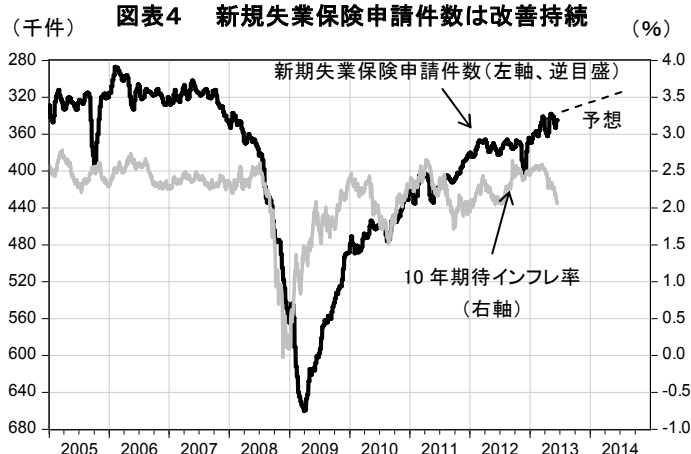
(資料)米国連邦準備理事会 連邦公開市場委員会資料(2013年6月)

FRBが目標とするインフレ率の安定と雇用拡大について足元の状況を確認すれば、コアインフレ率(個人消費デフレーター)については、輸入物価の下落もあって4月の前年同月比上昇率は前年比+1.0%と鈍化が続いている。もっとも、賃金上昇率は失業率の改善もあって前年比の伸びが底打ちし実質ベースでプラスに反転した結果、今のところ家計購買力の点から見てディスインフレを懸念する状況ではない(図表3)。最近の新規失業保険申請件数が改善基調にあることを踏まえると、失業率は2014年前半に7%を下回る可能性が高い(図表4)。これらはいずれも、FRBの見通しを支持した状況となっている。

図表3 コアインフレ指標の鈍化と賃金上昇率の回復



図表4 新規失業保険申請件数は改善持続



(資料)図表3、4ともFRB、セントルイス連銀、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

この結果、今後も米長期金利は上昇が続いていくとみられるが、過去の経験則に照らすと、上昇ピッチはここ1ヶ月の動きよりは緩やかなものに留まる可能性が高い。

理由の一つは、過去に大規模資産買入策が実施された後の長期金利の動きである。過去2回の債券購入措置(QE2とQE3)実施前後の長期金利の動きを見ると、実施前より導入を織り込み金利は低下し、実施後はむしろ一旦上昇に転じていた(前掲図表1)。今回も、金利上昇ピッチが急であることから、実施後さらに金利上昇が加速していくとは想定しづらい。

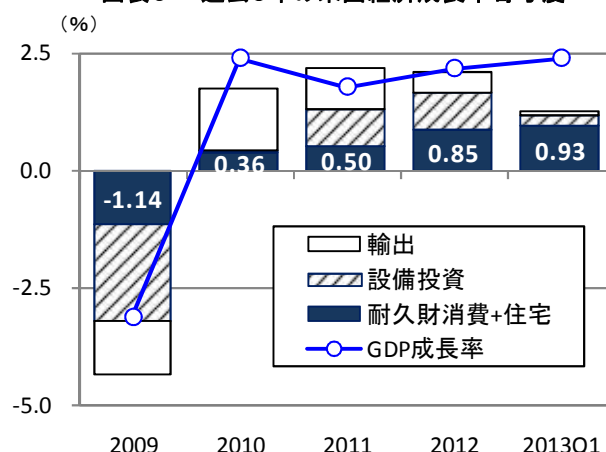
他方、実体経済に目を転じれば、米国経済の回復は他先進国に比べ持続性が高いとはいえ、短期的にみれば、製造業全般に見られる生産減速で雇用増加ピッチが先行き弱まる可能性が高い(図表5)。これまで米国経済の成長を牽引してきたのは、耐久財消費や住宅投資など主に家計部門であり、輸出や設備投資など企業部門の需要はむしろ鈍化している(図表6)。

仮に世界経済の減速に伴い年後半もこうした状況が続けば、FRB が想定する姿に届かない可能性が高まり、上昇した長期金利が期待変化で一旦押し戻される場面が見られるかもしれない。

図表5 生産伸び率と民間部門雇用増減



図表6 過去5年の米国経済成長率寄与度

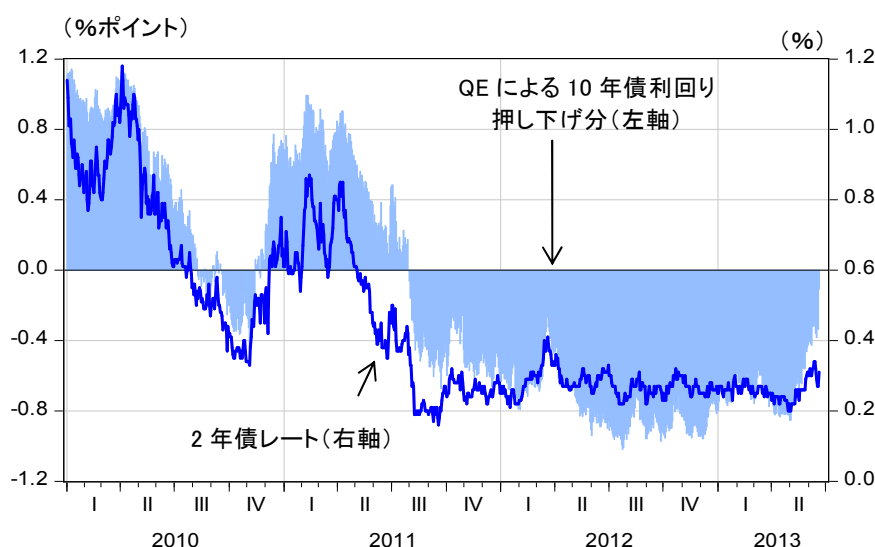


(資料) 図表5, 6とも FRB、セントルイス連銀より三井住友信託銀行調査部作成

ただし、これまで米 10 年債レートを異例に低く抑えてきた要因が FRB による米国債購入であるとすれば、これが徐々に解除されることによる上昇余地は概ね 0.4～0.5%ポイント、年末の水準としては 2.5～3.0%が一つの目安になろう。過去の米 10 年債レート低下のうち、FRB の債券購入による低下分を取り出してみると、QE 3実施後の規模は 0.8～1%ポイントに達していたが、債券購入規模減額期待に伴う金利上昇で、残りは 0.4～0.5%ポイントと試算されるためである(図表7)。

従って今後は、こうした上昇余地を目安として、実体経済の回復ピッチとFRBが示した金融緩和措置解除の条件との距離を測りつつ、振れを伴う形で米国長期金利は上昇していこう。

図表7 債券購入措置(QE)による米 10 年債レート押し下げ幅



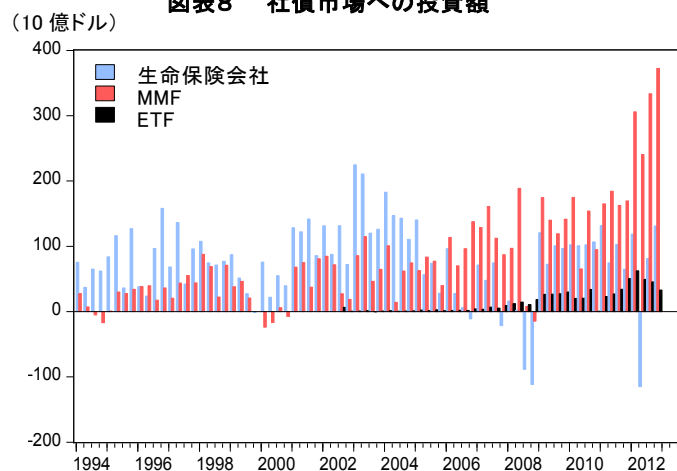
(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

(注) QEによる金利低下幅は、10 年債の期間リスクプレミアムのマイナス部分と想定

金利上昇を前提にすると、この先注意すべきは、金利上昇の影響を受ける市場、とりわけ社債市場への影響が挙げられる。投機的等級のクレジットスプレッド(ここでは米5年債との利回り差)は2000年半ば水準近くまで縮小していたが、背景には、比較的足の速い資金の流入が続いていることがある。過去のスプレッド縮小局面の買い手は生命保険など長期資金が主役であったが、最近は投信(MMF)やETFなど、短期資金が主役となっている点がこれまでと異なる(図表8)。

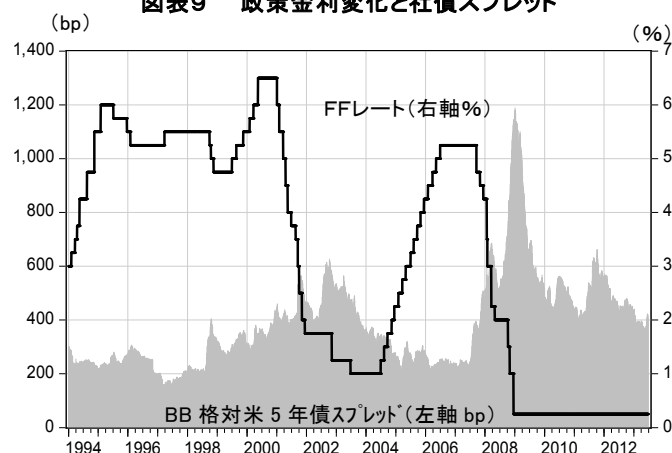
かつて政策金利の利上げが直ちに社債スプレッド拡大につながったわけではないが、異例なほどの低金利政策が数年続き、資金流入の中心が短期資金になったという変化を踏まえれば、過去の経験が通用しない可能性がある。金融緩和解除前の「地ならし」程度のアナウンスで資金の流れが大きく変化し、これまでの構図が逆回転することで、投機的等級の特定ゾーンではスプレッド縮小から拡大へと拍車がかかり、社債価格が下落するリスクには十分留意すべきだろう(図表9)。

図表8 社債市場への投資額



(資料)米国連邦準備制度「Flow of Funds」より
三井住友信託銀行調査部作成

図表9 政策金利変化と社債スプレッド



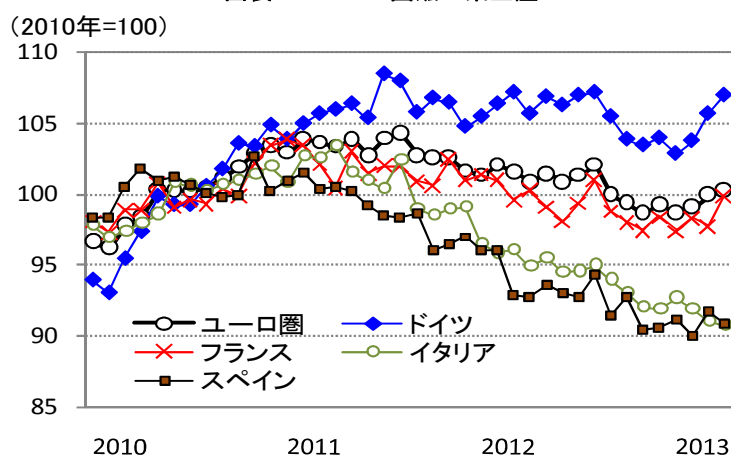
(資料)Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

(2) 欧州 ～ 米国とともに長期金利に上昇

他方、欧州についても米国金利上昇の影響が今後懸念される。

ユーロ圏失業率は12.2%と過去最悪水準を更新した。全体が悪化しているだけでなく、ドイツが5.4%と過去最低水準にある一方でスペインは25%を超えるという国家間格差にも変化はない。鉱工業生産の動きを見ても、独仏が増加しているのに対してイタリア・スペインは減少が続いており、家計部門のみならず企業部門でも格差が鮮明になっている(図表10)。

図表10 ユーロ圏鉱工業生産



(資料)Eurostat

反面、各国で共通しているのが固定資産投資（設備投資以外に公共投資と住宅含む）の弱さである。ユーロ圏 GDP の内訳を見ると、ドイツでさえもここ1年半の投資減少が顕著である（図表 11）。企業部門の先行きに対する慎重な見方を示しており、また周縁国では資金面での制約から設備投資が減少している面も強いと考えられる。

図表 11 ユーロ圏実質 GDP 変化

(2011年7-9月期=100)

	実質GDP				
		個人消費	政府消費	固定資産投資	輸出
ユーロ圏	98.5	97.9	99.4	92.6	101.5
フランス	99.7	99.5	102.2	97.3	102.0
ドイツ	100.2	100.7	101.2	95.2	100.9
イタリア	95.9	93.9	97.4	87.2	100.6
オランダ	98.2	98.1	99.0	87.9	105.1
ポルトガル	94.3	91.2	93.7	79.4	102.4
スペイン	97.1	95.6	94.6	85.8	101.9

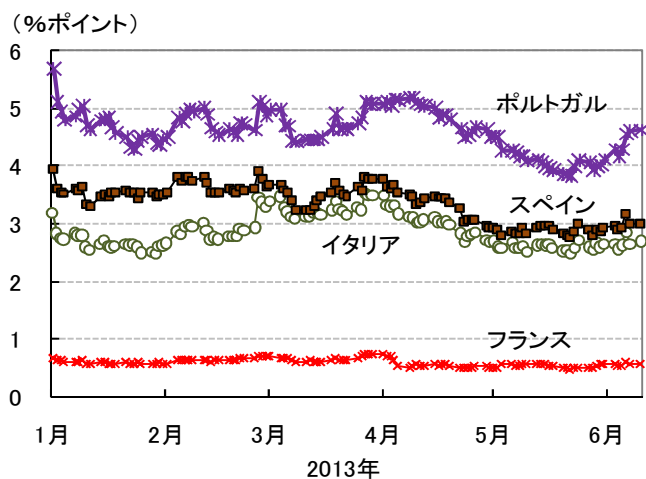
(資料) Eurostat

(注) 固定資産投資は設備投資の他、公共投資と住宅投資も含む

金融市場に目を向けると、米国 10 年債レートが2%を上回った5月下旬から、ユーロ圏国債利回りが中核国・周縁国を問わず上昇に転じた。ドイツとの国債利回り格差はさほど拡大しておらず、3月前後にキプロス救済問題が一時的に金融市場の緊張を高めた際の水準よりもなお低いことから、今のところ財政状況に起因する金利上昇と見る必要はない（図表 12）。しかし、金利上昇は ECB による金融緩和効果を相殺する他、従来から借入金利の高止まりに直面していた周縁国中堅中小企業の経営に打撃となって、景気への追加的な下押し圧力となる可能性がある。更には、経済状態の悪化が著しい周縁国のリスクに再び焦点が当たる恐れも残る。

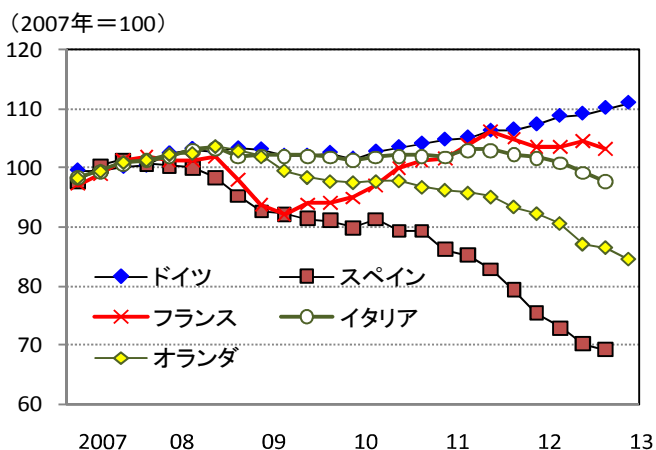
失業率上昇に示される所得環境悪化に加え、中核国の一角をなすオランダ含む多くの国で住宅価格下落が進むなど家計部門の信用状況も悪化しており、民間銀行の経営環境は依然として厳しい（図表 13）。2013 年 EU 政治面でのキーポイントとされた銀行同盟の議論も必ずしも順調に進んでいるわけではない中で、金融部門の状況悪化によって欧州債務問題が再び緊張の度合いを高める可能性が残る点は、常に念頭に置く必要があるだろう。

図表 12 ドイツとの国債利回り格差(10年)



(資料) Bloomberg

図表 13 ユーロ圏主要国の住宅価格指数



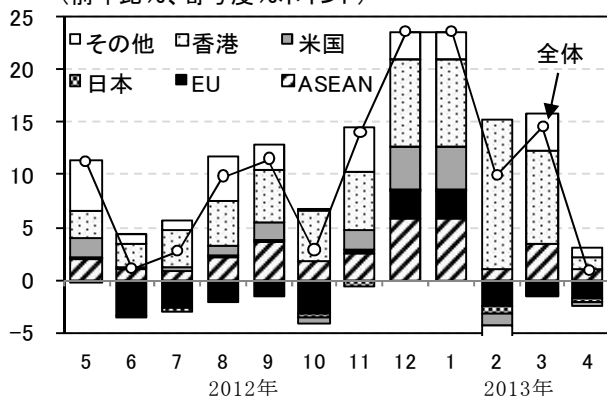
(資料) 欧州中央銀行

(3) アジア新興国 ～ QE3縮小観測の影響が一アジア新興国に波及

欧州経済が振るわない中、中国景気の動きも依然として弱い。製造業 PMI 指数(HSBC)は6月に48.3と景況感の境目となる50を2ヵ月連続で下回った他、4月まで堅調な伸び率を維持していた輸出は、5月になると水増しが問題視された香港向け輸出の寄与度が一気に剥落し、伸び率が前年同月比+1.0%とゼロ近傍まで低下した。輸出の実態は、大幅に減っているわけではないものの弱いと見るべきであろう(図表14)。固定資産投資伸び率も2013年に入ってから低下傾向が続いており、政策当局による景気刺激策が打ち出される気配もない(図表15)。

図表14 中国からの輸出金額伸び率

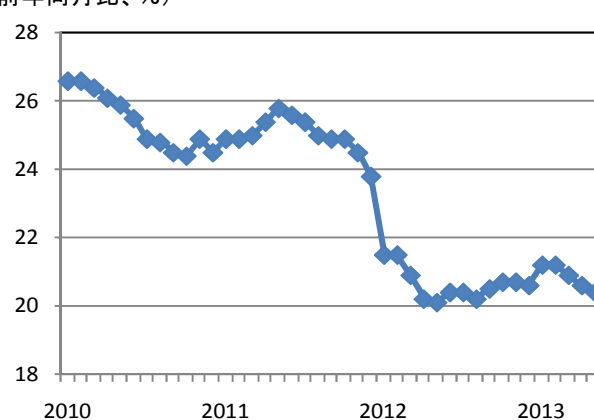
(前年比%、寄与度%ポイント)



(注)1月と2月は両月の合計値を用いて計算。
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表15 中国固定資産投資伸び率

(前年同月比、%)



(資料)CEIC

この状況で、5月下旬以降、中国インターバンク市場における銀行間取引金利が急上昇し、6月下旬に至るまで高止まりしている(図表16)。政策当局による意図した金融引き締めなのかどうか、高水準の金利がいつまで続くのかなど、現時点では明らかでない点が多いものの、この状態が続く場合は、更なる景気の下振れ要因となる。

図表16 中国インターバンク市場金利
(SHIBOR 翌日物)の推移



(資料)Bloomberg

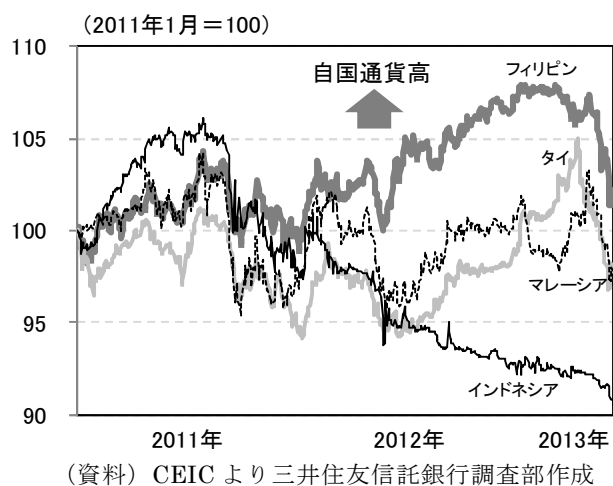
中国以外のアジア新興国でも、米国でQE3規模縮小観測が強まったのとほぼ同時に ASEAN 諸国の通貨が急落するなど、金融市場に大きな変化が出ている。

これまで先進国で金融緩和強化の流れが続く中、少しでも高い利回りを求めて新興国に多くの資金が向かっていたが、米国金利上昇で資金が逆流、すなわち新興国から流出するという見方が

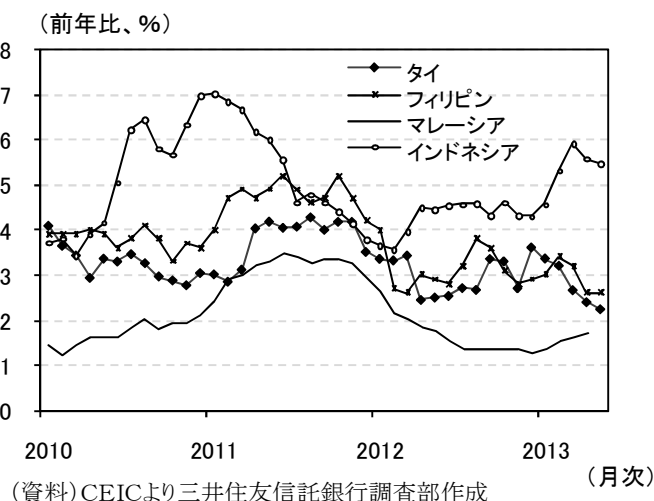
強まったことが背景にあると見られる(図表 17)。米国で社債利回りが上昇したのと同様の反応が、ややリスクが高い新興国向け投資においても起こったものと見る事ができよう。

かかる環境下で、特に景気への悪影響が懸念されるのが、6月半ばに政策金利が 5.75%から 6.0%に引き上げられたインドネシアである。利上げの目的は、同国のインフレ率が直近で前年同月比+5.5%と目標レンジ(3.5~5.5%)の上限で推移する中で、近く予定しているガソリンへの補助金削減によるインフレ圧力を抑えることと、経常赤字のために進む通貨下落からくる輸入インフレを緩和することであるが、当然ながら利上げは景気にブレーキをかける要因となる。中国経済の減速が長引いていることも、資源価格抑制を通じてインドネシアの景気に対するマイナス材料となる。ここに利上げとガソリンへの補助金削減によるエネルギーコスト上昇が加わるため、この先景気悪化のスピードが急激に速まる恐れがある。インドネシアはASEAN加盟国内で最大の経済規模を有することに加えて、ASEAN 諸国は経済活動全体に占める域内貿易のシェアが高いため、一国の経済情勢悪化が貿易ルートを通じて域内での悪循環を引き起こしやすくなっているだけに、周辺国に対する悪影響も懸念される(図表 18)。

図表 17 ASEAN の対ドル通貨レート(日次)



図表 18 ASEAN の消費者物価上昇率



更に、通貨安によるインフレ圧力を抑えるための利上げは、同じく経常赤字であるために通貨レートが下落しているインドなど他の新興国にも広がり、景気に対する下押し圧力がかかる範囲が拡大するリスクが出ている。既に述べたように、米国のファンダメンタルズから見て米国債利回りの急上昇が続く可能性は低いと考えているが、米国社債利回りの上昇などをきっかけに、新興国のリスクに対する警戒心が過度に強まった場合、急激な資金流出や金融市場の混乱、そして実体経済の悪化を引き起こす可能性がある。こういったリスクは、経常赤字体質故の通貨下落がインフレを招きやすい新興国を中心に注視しておく必要があろう。

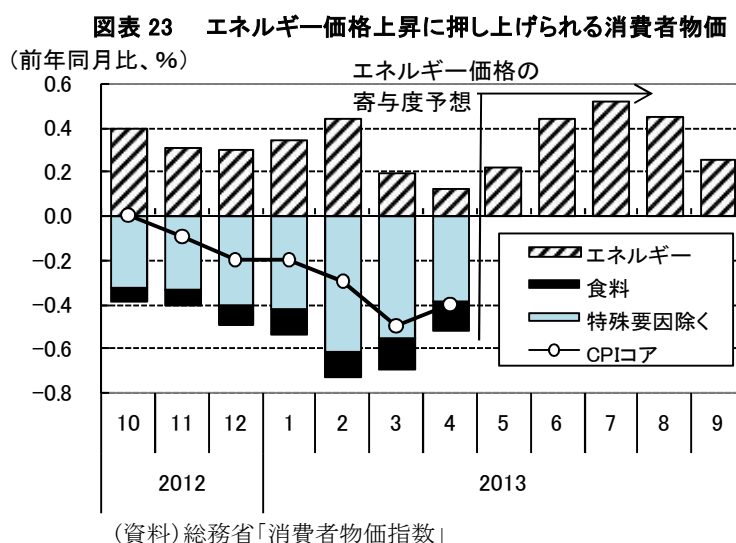
2. 国内金融市場の現状と先行き

国内金融市場に目を転じれば、量的・質的金融緩和の採用後、4月と5月に長期金利が不安定な動きをする局面があったのに続き、5月下旬以降、為替・株価の変動も急激に拡大した。

円ドルレートは5月半ばの1ドル=102~103 円前後の水準から6月半ばに同 90 円台前半まで円高が進み、この期間内に日経平均株価は 15,000 円台から 12,000 円台まで下落した。量的・質

的金融緩和は、経済主体の期待に働きかけることを重視した枠組みであるが、政策当局が市場の期待を完全にコントロール出来ないことを、改めて示す動きであったと言えるだろう。今後についても、国内金利、為替、株価の振れが大きい状態は、当面続くと見る。向こう2～3か月間は、米国のQE3規模縮小のペースに対する期待の変化が米国のみならず日本の長期金利を変動させる要因となろう。

かかる海外要因に加えて国内では、エネルギー価格が前年同時期よりも高水準にあるため、目先の消費者物価上昇率が押し上げられて一時的にプラスに転じる可能性が高く、これも政策期待を通じて長期金利の変動要因となり得る(図表 23)。量的・質的金融緩和政策の採用後、国債の流動性が低下して長期金利が振れやすくなっているだけに、平時では小さな材料でも急激な反応が生じる可能性がある。



ある程度の時間が経過し、米国景気が安定した回復基調に乗るとともにQE3解除のプロセスが金融市場で共有されていけば、国内金利、為替、国内株価の振れを落ち着かせる要因となり、円ドルレートはトレンドとして円安が進み、国内長期金利と株価も緩やかに上がっていくと見られる。

その一方で、日銀の金融政策という国内要因は、金融市場を不安定化させる材料として残ることになる。日銀は「2年で消費者物価上昇率+2%」という目標を掲げ、そのための必要な措置として過去に例のない規模での資金供給を始めているが、現時点ではこの目標の達成は難しいと見られる。今回のように、中央銀行が明確な期限と具体的な数値を伴った、しかしそれ故に達成が難しいことが明らかな目標を掲げた例は過去にないと言ってよい。このため「本当にこの目標は達成できるのか」「達成が難しいとすれば日銀はどういう追加策を、いつどの程度の規模で打ち出してくるのか」といった点に関する市場の期待が振れやすい状況は当面続き、これが金融市場の不安定要因として残るために、結果として振れが大きい状態は続くだろう。

以上を総括すると、国内外双方の金融市場は、過去に例のない、それ故に過去の経験則が直ちに通用しない、極めて不安定な局面に入った可能性が高い。実体経済と乖離した「期待変化」に依存した不安定な金融市場の動きが実体経済に悪影響を及ぼし、その結果、さらにファンダメンタルズから乖離した金融指標が再び不安定な動きとなりやすい点に留意する必要がある。

図表 23 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2013			見通し総括
			4-6	7-9	10-12	
実質経済 成長率	日本	前期比年率 %	+ 2.2	+ 2.5	+ 2.6	公共投資と駆け込み需要で高い成長率続くが、輸出と設備投資の増加を伴う「安定した回復」は年度後半から
	米国		+ 2.0	+ 2.4	+ 2.7	企業の設備投資回復が明確になる秋以降、成長率は2%台後半に
	欧州		▲ 1.0	▲ 0.5	+ 0.6	景気底打ちのきっかけは外需回復以外になく、マイナス成長脱するまでになお時間要する
	中国	前年同期比 %	+ 7.5	+ 7.7	+ 7.8	2013年の経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率は7%台のままで推移
金融市場	日本 10年債利回り	%	0.45～0.93	0.70～0.90	0.85～1.15	年後半は米国長期金利とともに若干上昇するが、日銀の施策に対する不確実性から振れの大きい展開
	米国 10年債利回り		1.63～2.40	2.25～2.75	2.50～3.00	しばらく上昇ペース緩慢、製造業部門が減速した状態を脱する秋以降に3%が視野に
	円ドル レート	円/ドル	93.0～ 103.2	95.0～ 100.0	97.0～ 104.0	年後半の米国成長加速を背景に円安トレンドだが、日銀の施策に対する不確実性から振れの大きい展開
	ユーロドル レート	ユーロ/ドル	1.28～1.34	1.26～1.33	1.23～1.30	振れの大きい展開ながら、年後半からの米国成長加速によりトレンドはドル高

(資料) 三井住友信託銀行調査部マクロ経済調査グループ作成

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp
 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
 黨 貞明 : To_Sadaaki@smtb.jp
 鹿庭 雄介 : Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。