

欧米長期金利水準の収斂の背景と展望

<要旨>

欧米の国債金利は、各国の経済成長率や財政状況が異なるにもかかわらず、金利水準の収斂が進んできた。この背景には成長率の趨勢的低下もあるが、グローバルで見た国債市場構造の変化も大きい。事実、2012年後半からの欧州金利低下の背景には自国の銀行による国債市場シェア拡大といった構造変化が見られた。言い換えれば、中央銀行の金融緩和を通じた銀行の国債購入が各国の信用格差を覆い隠してきたともいえる。

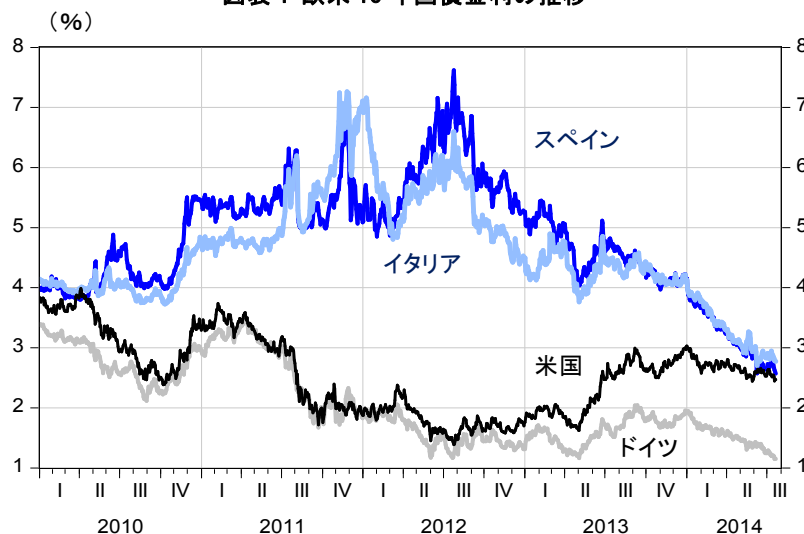
しかしながら、かかる不安定な状況(金融緩和による信用格差の封じ込め)は、地政学リスク等のイベント発生時には、常に「質への逃避」をもたらす。この結果、相対的に安全で流動性の高い資産(例えば米国債)は、ファンダメンタルズと比べ価格が上昇(金利は低下)しやすい地合いが続き、そうでない資産との格差が再び拡大する可能性があるだろう。

1. 欧米の長期金利水準の収斂

欧州ソブリン危機後、欧米長期金利の各国間格差は大きく拡大したが、2012年後半より金利格差が縮小し、表面的には金利水準の収斂が進んできた(図表1)。しかしながら、各国経済情勢や財政状況といったファンダメンタルズの点からみれば、必ずしも同質化が進んだわけではない。

確かに、各国の成長推移のみに着目すれば、2010年から2013年にかけての世界全体の景気減速に伴い、各国成長率は低下し、欧米各国の実質経済成長率はゼロ成長から2%の間へと収斂した。ただし、成長率のみならず政府債務規模の推移と組み合わせてみれば、印象は随分異なったものになる。金利格差の拡大と縮小が著しかった2010年から2013年の間、各国の成長率を縦軸に政府債務GDP比を横軸にとって年ベースの推移をプロットしてみると、イタリアやスペインといった南欧諸国と米国やドイツとの間には、今なお大きな乖離がみられる(次頁図表2)。

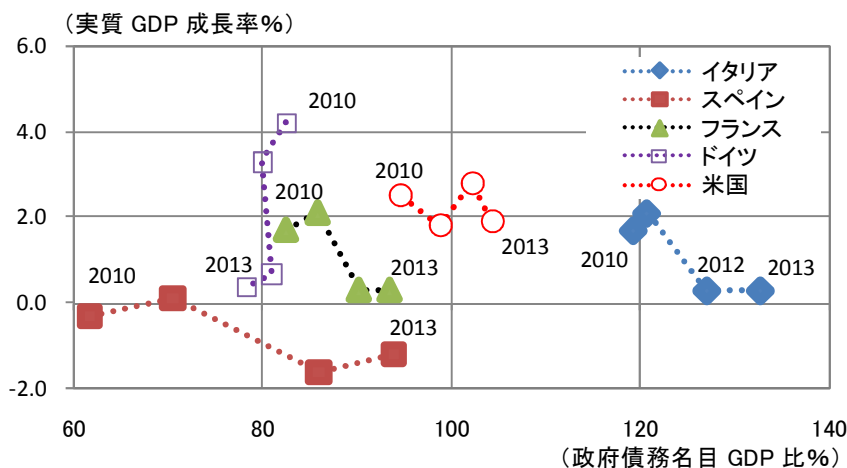
図表1 欧米10年国債金利の推移



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

例えば、米国は成長率が2%前後で安定し、ドイツでは政府債務規模が名目GDP比8割を割るまで改善している。対して、債務規模が名目GDP比130%を超えるイタリアや債務の増加が著しいスペインでは、成長率の低下と政府債務の悪化が同時に進行している(図表2)。これを見ると、欧米各国の金利水準の収斂は、必ずしも成長率や債務規模といったファンダメンタルズのみを背景としたものではなく、むしろ収斂をもたらした別の大きな要因が働いている可能性が考えられる。

図表2 各国成長率(縦軸)と政府債務規模(横軸)の推移

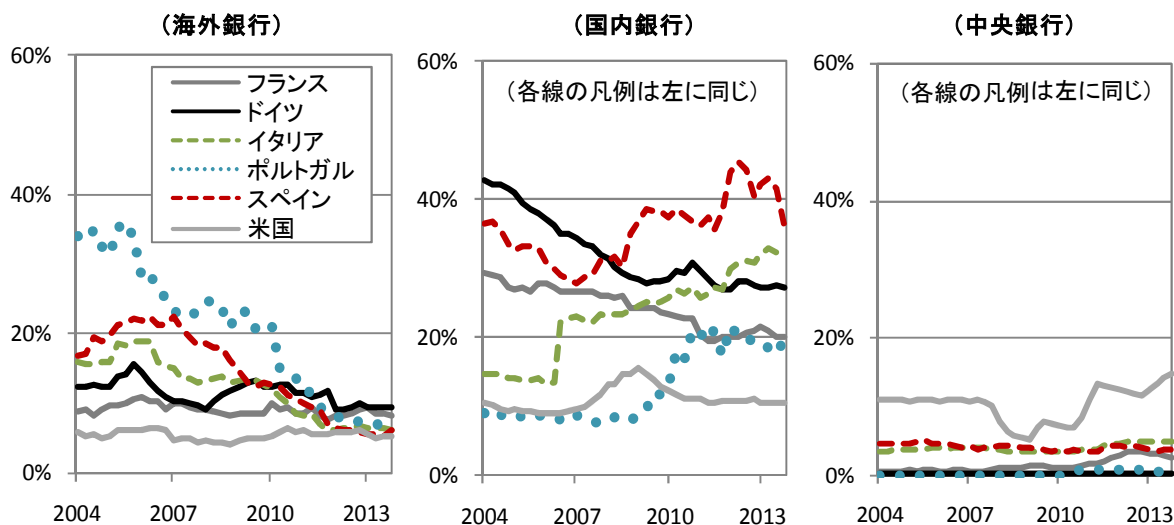


(資料)ECB、イタリア中銀データより三井住友信託銀行調査部作成

2. 先進国に共通する国内銀行の国債保有シェア拡大

金利収斂をもたらした共通要因の候補のひとつが、各国中央銀行による金融緩和とグローバルで見た国債市場構造の変化であろう。より具体的には、国内銀行の国債市場におけるシェア拡大といった構造変化にある。2004年から2013年末にかけて、スペインやイタリアでは海外銀行の国債保有割合が2割超から1割まで低下したのと対照的に、国内銀行による保有割合は2割から4割にまで上昇した(図表3)。

図表3 各国国債市場の金融機関による保有シェアの推移

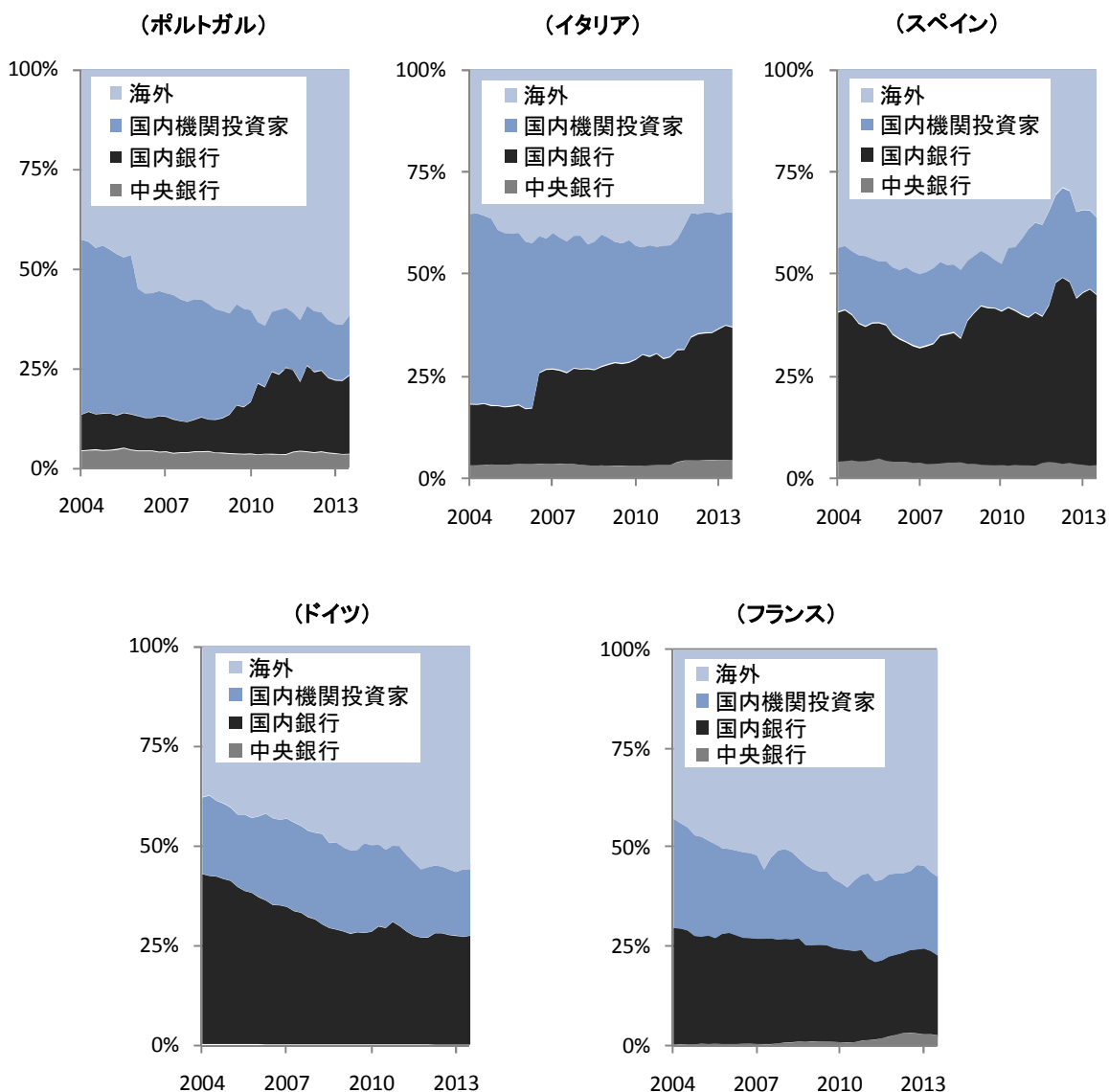


(資料)IMF データより三井住友信託銀行調査部作成

イタリアやスペインで自国銀行による国債保有シェアが上昇した背景には、ソブリン危機後の2011年末から2012年にかけて欧州中央銀行(ECB)によって導入された、民間銀行向けの低利の長期資金供給オペ(LTRO)がある。民間銀行は、このECBから調達した低金利の長期資金を用いて金利が高い自国国債の購入を進めた。見方を変えれば、民間銀行はECBの代わりに自国国債を購入し、かかる間接的な債券購入措置により長期金利の低下が図られたことになる。

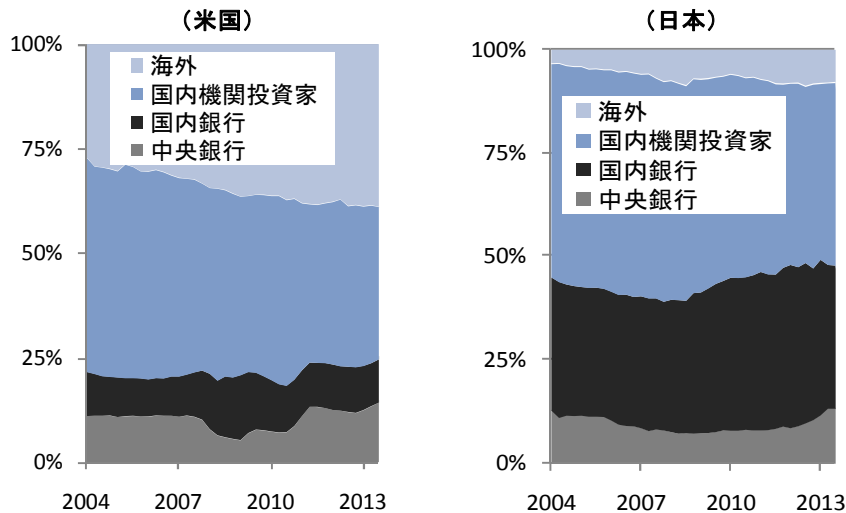
こうした金融緩和の結果、各国の国債市場構造はここ10年の間に大きく変わることになった。やや乱暴にまとめると、欧米の国債市場構造は以下3つのグループに分かれよう。第一のグループは、国内銀行による市場シェアが拡大した南欧諸国。第二は、対照的に海外投資家のシェアが拡大したドイツやフランスといったグループ。第三は、中央銀行である連邦準備制度(FED)による債券購入措置(QE)のなかで、海外勢と中央銀行のシェア上昇がみられた米国である(図表4)。

図表4 各国国債市場の保有主体シェアの推移



(資料)IMF データより三井住友信託銀行調査部作成

図表4(続き) 各国国債市場の保有主体シェアの推移



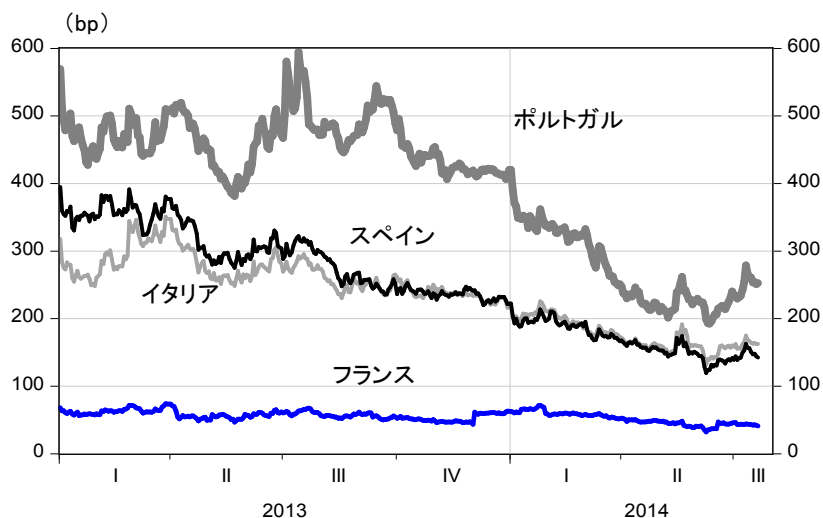
(資料)IMF データより三井住友信託銀行調査部作成

ところで日本はどうだろうか。米国や欧州との比較で見れば中央銀行も国内銀行も国債保有割合が高まっているという特徴がみられる。こうしてみると、中央銀行による金融緩和と銀行による国債購入が、ファンダメンタルズからすれば拡大し易い各国金利格差を覆い隠してきたともいえる。

3. 金利収斂の背後にある悪循環のリスク

しかしながら、金利収斂の背後にある不安定な状況(金融緩和による信用格差の封じ込め)は、地政学リスクを含んだイベント発生時には、たちまち格差の拡大をもたらす可能性がある。事実、ポルトガルの大手行バンコ・エスピリト・サント(BES)の財務健全性懸念から南欧諸国の株価が下落し、安全資産である米独の国債に資金が逃避した結果、ドイツ国債との金利差が一時拡大する事象も見られた(図表5)。このことは、欧州において政府と銀行部門の信用リスクが相互に悪化していく悪循環の構造が残っていることを改めて浮き彫りにしたといえるだろう。

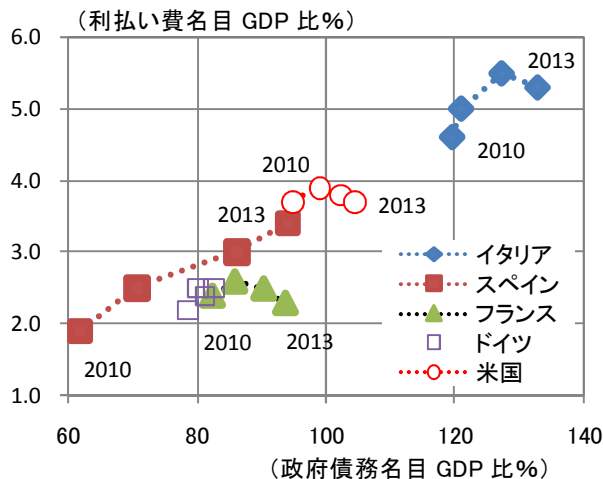
図表5 欧州各国 10年債のドイツ 10年国債との金利差



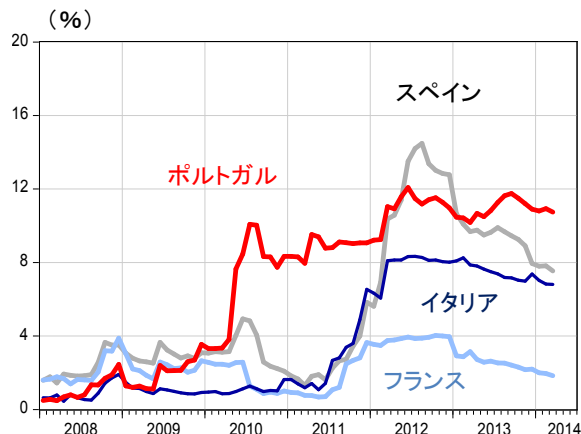
(資料)Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成、100bp は1%ポイントを示す。

というのも、南欧諸国では債務増大に伴い GDP 比の利払い費も増えているのみならず(図表6)、銀行部門全体で見れば、ECB からの資金調達割合が 10%前後と平時に比べ高く、ピークからは改善してきたとはいえ信用状況に直結する資金調達基盤はなお脆弱である(図表7)。

図表6 各国政府債務規模と利払い費



図表7 各国銀行の ECB 調達依存度



(資料) 図表6、7共に ECB、各国中銀データから三井住友信託銀行調査部作成

こうしてみると、ECB により今年 9 月と 12 月に導入が予定されている、貸出増を企図した銀行向け長期の低利資金供給オペ(TLTRO)は、従前の LTRO よりも更に低利(0.25%)での調達が可能であり、一時的には国債購入を妨げないことから、銀行の調達環境改善と国債金利の低下を通じて、ソブリンリスクが銀行部門に波及するのを防ぐ副次的な狙いもあろう。ただし、これとても、民間銀行を通じた間接的な国債購入による金利低下は、銀行とソブリンの間の悪循環を根本的に断ち切ることはならない。TLTRO は経済が改善し貸出が増えるまでの時間稼ぎに過ぎず、ECB による国債直接購入に追い込まれる可能性もあるだろう。

4. まとめと今後の展望

以上見てきたように、欧米の国債金利水準はここ数年、金利差拡大から一転して収斂が進んできた。この背景には各国成長率の趨勢的低下もあるが、中央銀行による金融緩和と銀行による国債購入が各国間の信用状況やファンダメンタルズ格差を覆い隠してきたともいえる。

しかしながら、各国に共通する不安定な状況(金融緩和による信用状況格差と危機再燃の封じ込め)が続いている限り、地政学リスクを含むイベント発生時には必ず「質への逃避」をもたらすことになる。この結果、相対的に安全で流動性高い資産(例えば米国債やドイツ国債)は、ファンダメンタルズと比べ価格が上昇(金利は低下)しやすい地合いが残り、そうでない資産(例えば南欧諸国の国債)との金利格差が再び拡大する可能性を念頭に置く必要があるだろう。

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫 : Kimura_Toshio@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。