

2015. 5 No.37

三井住友信託銀行

調査月報



時論

財政再建における二つの処方箋.....1

経済の動き

2015年度の異次元緩和を巡る内外環境

～グローバル経済金融レビュー 2015年春～.....3

量的緩和で警戒されるドイツ住宅市場.....8

欧州マイナス金利の伝播と功罪.....15

時 論

財政再建における二つの処方箋

「もはや戦後ではない」。

今更説明をする必要もないが 1956 年(昭和 31 年)の経済白書の結語に使用された名言である。日本経済が敗戦のショックから立ち直り、先進国の仲間入りを果たしたことを宣言したものであるが、この経済白書の発行から約 60 年経過した現在の日本において、戦中、戦前の状態に回帰しつつあるものが 2 つある。

一つ目の回帰は日本の人口である。

国立社会保障・人口問題研究所の試算によれば、日本の総人口は 50 年後の 2065 年には太平洋戦争時と同程度の 8,000 万人台にまで減少する事が見込まれている。残念ながらこの数値はこの先出生率が上昇するという楽観的な前提を置いたとしても、さほど大きくは変わらない。加えて同じ総人口 8,000 万人でも 65 歳以上の人口比率を比較すると、戦時中の 5% 台から 2065 年には 40% 台まで上昇することもまた確実な状況である。

日本が人口減少社会・超高齢化社会に突入する事はもはや回避できない局面に入っている。

もう一つの回帰は日本の財政赤字である。

OECD によると日本の政府債務残高の GDP 比は 2015 年には 233.8% と G7 諸国においては飛びぬけて高い水準となっている。債務危機で欧州に激震を与えたギリシャですら最悪期においても 180% 程度で、200% を超えた国はアフリカなど一部新興国では見られたものの、先進国においては戦時中まで遡らなければ前例はないようである。正確なデータの入手は難しいものの、戦時中の政府債務残高の GDP 比は 200~300% に達していたと推測される。

政府の「中長期的な経済財政に関する試算」によると 2016~2023 年度に平均で名目 3.6%、実質 2.1% の成長率を維持できれば 2020 年度以降には財政収支が均衡に向かうとの試算がなされている。逆説的に考えると、これだけ楽観的な前提でも今後 10 年以上は政府債務が増加し続ける事を意味しており、財政赤字の対 GDP 比は戦時中を超え、歴史的にも未踏の領域に入る可能性すらある。

財政赤字の解消には大きく分けて二つの処方箋がある。

内科的な処方としては、増税・歳出削減による持続的な財政再建で、外科的な処方としては金融抑圧やインフレなどによる非連続的な債務調整である。

日本の戦後の財政再建は結果的には外科的な手法で実施されている。太平洋戦争が終戦を迎えた 1945 年の政府債務残高は約 2,000 億円で、その内訳は国債が約 1,400 億円、外債が約 9 億円、借入金が約 550 億円であった。GDP 比で 200% を超える財政赤字の解消過程においても国債は基本的に償還されており、デフォルトに陥ったのは外貨建て国債のみであった。ただし、国内においては預金封鎖と新円切り替え、そして最高税率が 90% にも設定された財産税の課税という荒療治が実施された。

しかし、1946 年の政府債務残高は 2,653 億円と前年の 1994 億円から増加し、その後も減少に転じる事はなく、経済白書が「もはや戦後ではない」と記した 1956 年には政府債務残高は 1 兆円に達している。一方、戦後のインフレの影響もあり名目の国民所得が急増したことから、戦後 10 年で政府債務は GDP 比 15% 程度にまで低下した。

こうした政策はあくまでも終戦後という特別な時代背景があったからこそ可能であった政策であり、現在の日本においては現実的ではない。また、急激なインフレを期待する事も、金融政策でインフレを引き起こすという、マジックのような政策に期待する事も難しく、必然的に内科的な手法での財政赤字への対処を行わざるを得ないという結論に到達する。

それでは、我々は未体験の規模に膨らんだ財政赤字に対して、この先どのように向き合えばよいのであろうか。規模は未体験の財政赤字であるが、この先の姿を想像することは意外なほどに容易である。

4 月 9 日に成立した平成 27 年度予算案は歳出規模 96.3 兆円で、国債費を除く歳出に対して社会保障費が 43.2%、地方交付税交付金が 21.3%とこの 2 項目で約 65%を占めている。この比率から見ても将来的に社会保障の大幅削減は避けて通れない道となっている。あわせて歳入における公債依存度が約 40%にまで上昇している中では、欧米で採用されているような、20%台の法人税と消費税という税体系の採用により、国民負担率における租税負担率を大幅に引き上げることも不可避な選択肢となる。

冒頭に取り上げた経済白書の結語は以下のように続いている。

もはや「戦後」ではない。我々はいまや異なった事態に当面しようとしている。

回復を通じての成長は終わった。今後の成長は近代化によって支えられる。そして近代化の進歩も速やかにしてかつ安定的な経済の成長によって初めて可能となるのである。

新しきものの摂取は常に抵抗を伴う。経済社会の遅れた部面は、一時的には近代化によってかえってその矛盾が激成されるごとくに感ずるかもしれない。しかし長期的には中小企業、労働、農業などの各部面が抱く諸矛盾は経済の発展によってのみ吸収される。近代化が国民経済の進むべき唯一の方向とするならば、その遂行に伴う負担は国民相互にその力に応じて分け合わねばならない。

経済白書(昭和 31 年) 結語より抜粋

財政再建は人口減少同様に既に回避できない局面まで進んでいるが、人口減少同様に突然発生した問題ではない。現実を目を向けて、この先に“当面しようとしている異なった事態”に対して、“その遂行に伴う負担は国民相互にその力に応じて分け合わなければならない”という認識を共有すべき時期に来ているのではないだろうか。

(業務調査チーム 寺坂 昭弘 : Terasaka_Akihiro@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。

2015年度の異次元緩和を巡る内外環境

～グローバル経済金融レビュー 2015年春～

<要旨>

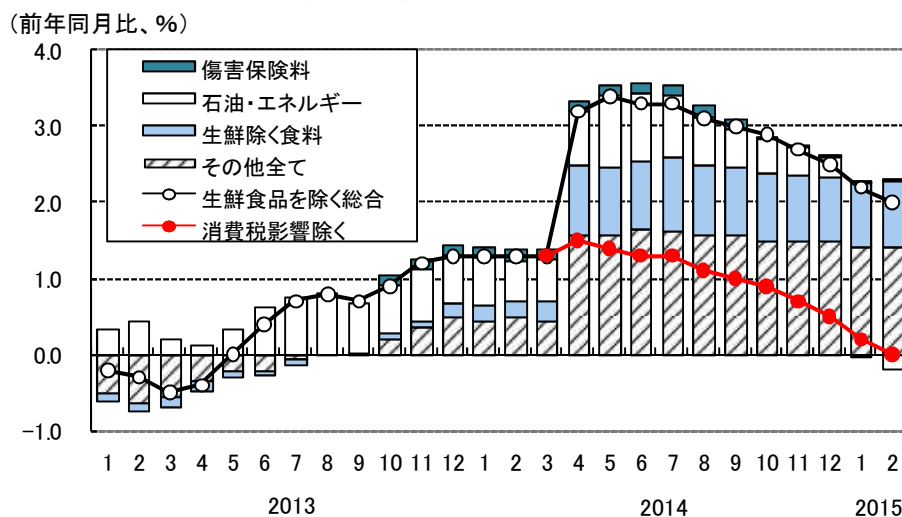
日銀が量的・質的金融緩和を導入して2年が経過したが、「2年で消費者物価上昇率+2%」という当初の目標は未達に終わった。日銀は今もなお「2年で+2%」という当初目標の基本的な枠組みを変えず、その達成が可能であるとの立場を崩していない。しかしこれまでの物価の動きや、現在の内外経済環境を見ると、物価上昇ペースは緩やかなものに留まって緩和の再拡大が行われる可能性が高く、またその後も円安と原油高という条件が揃わなければ、「2年で+2%」という目標枠組みの修正が必要となる。その際に、これまでの緩和策の効果に対する期待が剥落した場合には、円高・株安圧力が強まると見られ、これを日銀が市場とのコミュニケーションでどの程度軽減できるかが問われることとなる。

1. 未達に終わった当初の日銀物価目標

黒田総裁率いる日銀が2013年4月に「量的・質的金融緩和(通称:異次元緩和)」を導入してから、2年が経過した。「消費者物価の前年比上昇率2%の『物価安定の目標』を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」という日銀の強いコミットメントを前面に打ち出し、その手段として過去にない規模で資金を供給する政策であった。

しかし実際の物価上昇率は2014年4月に前年同月比+1.5%(消費税率引き上げの影響除くベース、以下同じ)まで上昇した後は鈍化し、2015年2月にはゼロに落ち込んでいる(図表1)。昨年10月には、消費税率引き上げ後の需要回復が鈍かったことと、原油価格下落が期待インフレ率の上昇を妨げるリスクが出てきたことを理由に、年間の資金供給量を80兆円に増やす異次元緩和の拡大も行われたが、物価上昇率鈍化に歯止めはかからなかった。

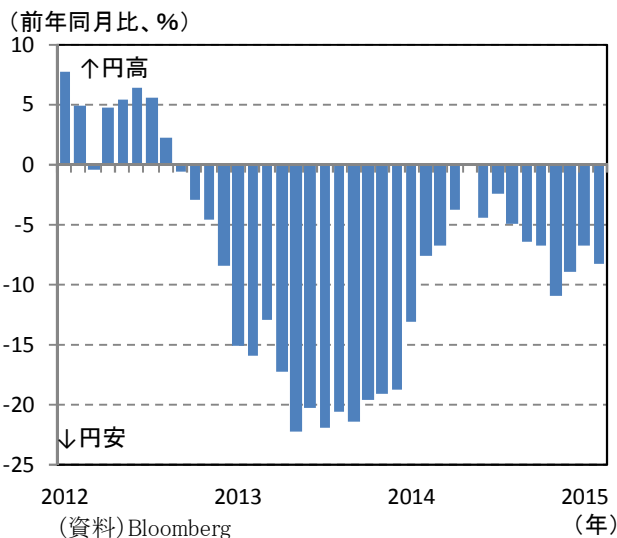
図表1 消費者物価上昇率の推移



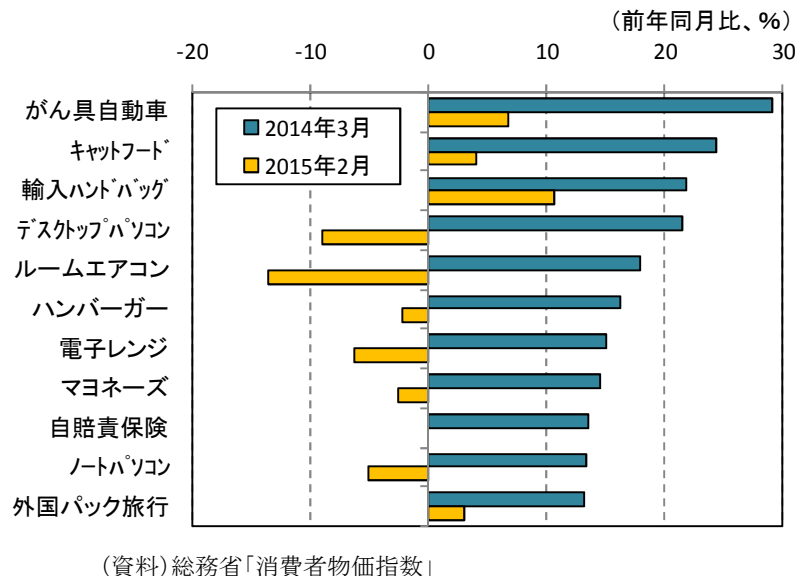
(資料)総務省「消費者物価指数」

2014年4月から上昇率が鈍化していった主な要因はエネルギー価格の低下と、円安による物価押し上げ効果剥落である。10月の異次元緩和拡大を挟んで、円ドルレートは1ドル＝105～110円から同120円前後まで円安に振れたが、前年同期比の円安進行率は10%弱に過ぎず、異次元緩和導入時の年間2割と比べるとかなり小さかった(図表2)。このため、2014年秋以降の物価押し上げ効果も限られ、エネルギー価格低下の影響を補うには及ばなかった。品目別に見ても、2014年3月に円安の影響で高い上昇率になっていた品目は、2015年2月には消費税率引き上げの影響を受けているにもかかわらず、悉くプラス幅が縮小、あるいは耐久消費財を中心に前年比マイナスに落ち込んでいる(図表3)。もともと物価の基調はさほど強いものではなく、+1.5%まで高まったのは円安という一時的要因によるところが大きかったという整理が妥当だろう。

図表2 円レート前年同月比の推移



図表3 2014年3月に上昇率高かった品目

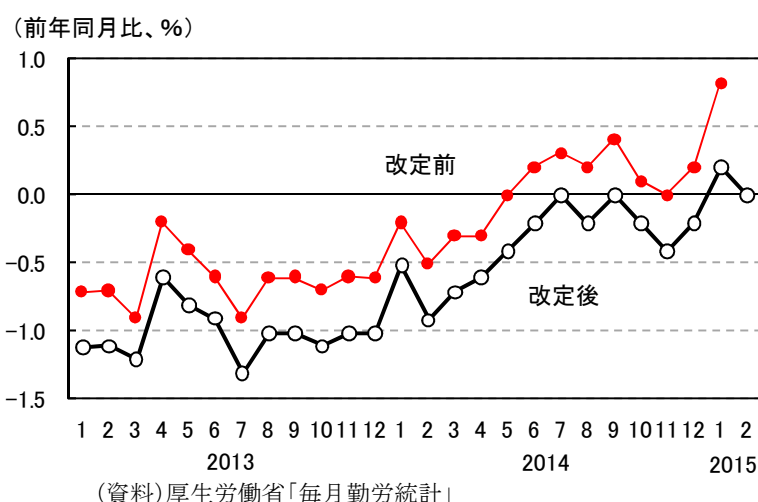


2. 2015年度の消費者物価見通し

それでも日銀は、当初の「2年程度で+2%」という物価目標の基本的な枠組みを変更しておらず、これが達成可能という立場も崩していない。+2%達成の具体的な時期は、展望レポートでの記述を徐々に変えて目標達成期間の範囲を広げ、現在は「2015年度を中心とする期間」として、2016年度初めまでを視野に入れている。そして物価上昇率については、原油価格の緩やかな上昇を前提に「2015年度を中心とする期間」、すなわちあと1年程度で+2%に達する可能性が高い、としている。その際に重要な役割を果たすのが賃金であり、総裁記者会見などでは今年春闘でのベースアップ率が+0.7%程度と昨年の+0.4%弱から上昇し、こういった賃金情勢の改善が物価を押し上げていくという見方を示している。

しかし、国内の賃金を調査する厚生労働省「毎月勤労統計」における2014年の一人当たり基本給伸び率は、4月に行われた統計改定によって+0.4%から▲0.4%に下方修正された(次頁図表4)。これは、2014年春闘でのベースアップが全労働者の平均賃金に及ぼす影響は小さかったことを示すものであろう。今年のベースアップ率が高まったとはいえ、+0.7%程度では+2%の物価上昇率を安定させるほど平均賃金上昇ペースが速まる可能性は低い。夏場までのCPIコア上昇率が、昨年同期に高水準だったエネルギー価格低下の影響でマイナス圏に突入する中、2016年度初めまでの+2%達成は難しいという見方が強まっていくと考えられる。

図表4 賃金統計改定前後の一人当たり基本給伸び率



3. 考え得る日銀の対応と異次元緩和を巡る為替環境

当部は、この先の物価上昇率がなかなか高まらないという見方を前提として、2015年度前半にも異次元緩和の再拡大が行われると見込んでいる。

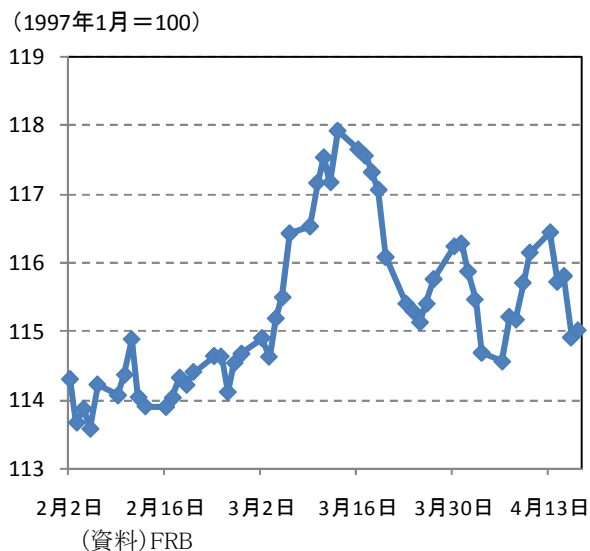
これに対して金融市場が過去と同様の反応を示せば、円安が進む。円安に加えて原油価格が上昇に転じ、2015年度末から2016年度にかけてCPIコア上昇率が+1%を超える程度まで高まれば、日銀は「+2%の達成が視野に入った」として、国債買入額減少を模索し始める余地が生まれよう。

このような日銀目標達成を前提とした「平穏な異次元緩和出口」のシナリオは、円安と原油価格上昇という条件が揃う以外には考えにくい。では、日銀金融政策のシナリオに大きく影響する為替の動きをどう見ればよいか。日本では金融緩和が強化され、米国は利上げに近づくというファンダメンタルズも前提とすると、2015年度は円安が続くというのが基本的な見方になるが、逆に円高をもたらす為替市場の不安定要因も複数の経済圏に存在する。具体的には、以下の通りである。

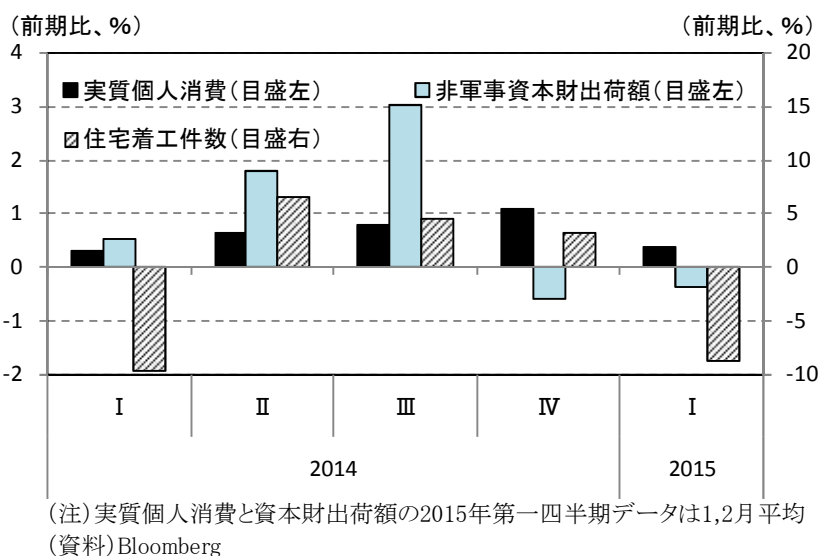
(1) 米国のドル高容認姿勢の持続性

米国が他国より利上げに近いというファンダメンタルズ面のドル高環境は変わっていないが、3月FOMC声明文で米国景気判断の下方修正要因に輸出鈍化が採り上げられるなど、米国政策当局のドル高警戒感が出始めていることは、日銀緩和拡大の円安効果を弱める。実際、前回FOMCが開催された3月半ば辺りを境に、米ドル実効レートは一旦ピークアウトしている(次頁図表5)。また、寒波という一時的要因の影響もあるとはいえ、1-3月期の米国成長率が低くなると見られることもドル高円安反転のきっかけとなり得よう(次頁図表6)。

図表5 米ドル実効レート推移



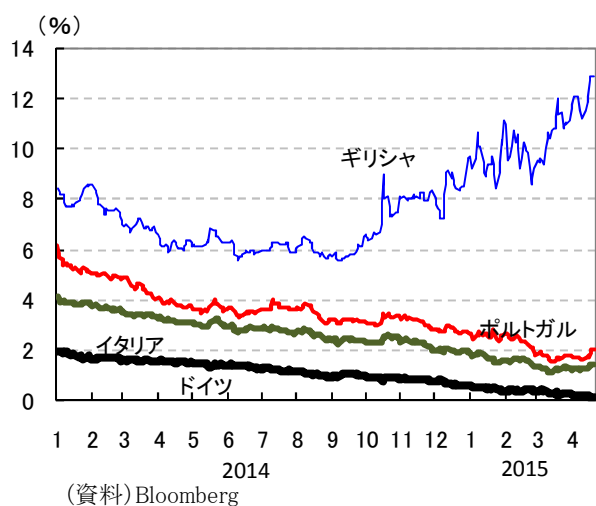
図表6 米国のGDP需要項目関連月次指標



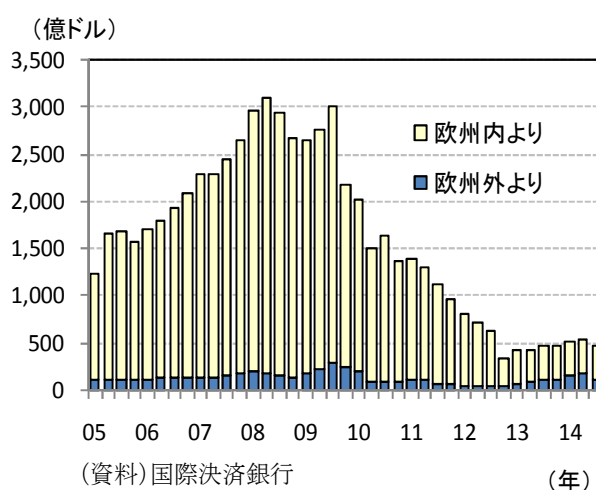
(2) ユーロ圏に存在する為替市場不安定要因

ユーロ圏では、政府債務問題再燃のリスクが為替市場不安定化要因の一つである。ギリシャの10年債利回りは昨年半ばから上昇し、3月半ばからは10%を超えている(図表7)。2011年に欧州債務問題が急拡大した時と比べると、ギリシャ向けの他国からの与信はかなり減少している上に、欧州安定メカニズム(ESM)や欧州中央銀行による国債買入れプログラム(OMT)といったセーフティネットが整備されたこともあって、一国の情勢悪化が他国に連鎖するリスクは小さくなっている(図表8)。ただそれ故にギリシャのユーロ離脱を容認する可能性もかつてよりも高くなっている。最終的に離脱した場合はもちろん、離脱に至らなくとも、その間の情勢変化によっては国際金融市場の緊張が高まり、ユーロ安円高要因となる可能性がある。

図表7 ユーロ圏の10年国債利回り



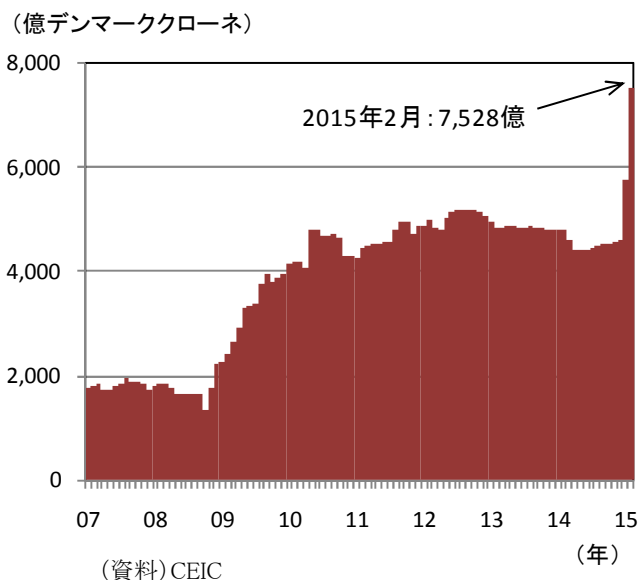
図表8 ギリシャ向けの対外与信残高



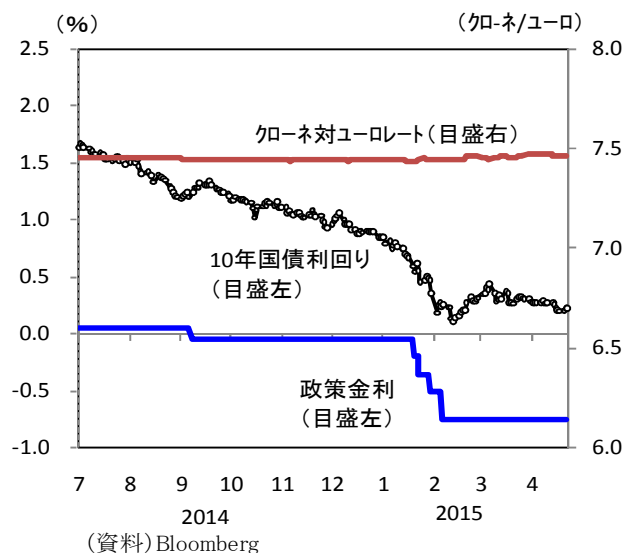
また、スイス国立銀行の対ユーロレート上限撤廃と同様に、これまで固定してきた為替レートが変更されて為替市場の急変動を招く可能性もある。これに当てはまるのが、2015年に入ってから外貨準備高が急増しているデンマークである。同国は自国通貨の対ユーロレートを一定範囲内に保っている(1ユーロ=7.46クローネ±2.25%)。ECBの量的緩和採用に前後して、自国通貨の上昇圧力を緩和するために度重なる利下げに踏み切り、現在政策金利を▲0.75%まで引き下げて

いるが、それでも対ユーロでの自国通貨上昇を止めきれず大量のユーロ買い介入を余儀なくされているものと見られる(図表9、10)。この先も外貨準備の増加が続けば、1月のスイス同様、ユーロ安による中央銀行バランスシート毀損のリスクを警戒して、為替政策が変更される可能性がある。こういったユーロ安の副作用も、為替市場の攪乱要因となる可能性がある。

図表9 デンマークの外貨準備高



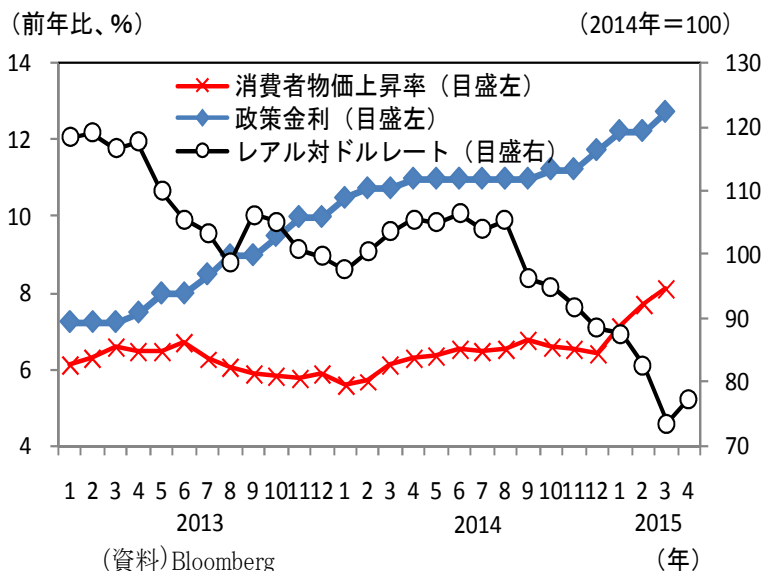
図表10 デンマーククローネレートと主要金利



(3) 新興国・資源国に存在する為替市場不安定要因

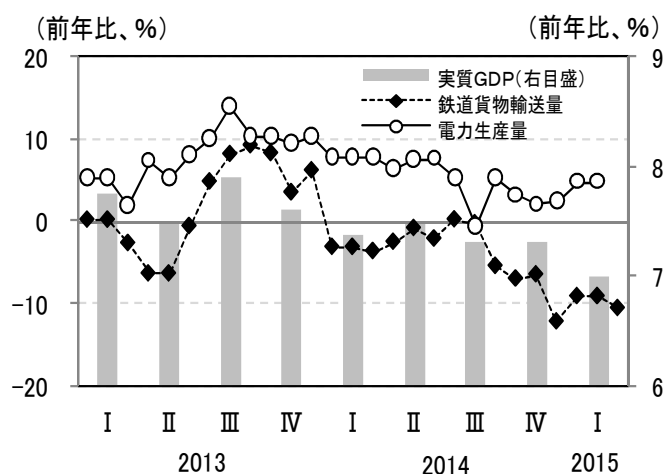
そして市場リスクオフと円高のきっかけは、新興国・資源国にもある。その筆頭がブラジルであり、IMFの4月経済見通しにおける2015年成長率予想が▲1.0%と、1月の+0.3%からマイナスにまで下方修正されるなど厳しい状況にある。レアル安は3月末を境に一旦歯止めがかかっているが、インフレ高進が続く中で利上げを余儀なくされている上に、ソブリン格付維持のための財政緊縮が景気の足を引っ張っている(図表11)。更には、石油公社ペトロbrasの汚職問題が政治への信認にも影響するなど、ソブリン格下げから通貨安・インフレ高進という悪循環に陥ることも考えられる。ブラジルの情勢悪化をきっかけに、他の新興国・資源国通貨に対する見方が厳しくなって国際金融市場がリスクオフに転じる可能性がある。

図表11 ブラジルの通貨レート・インフレ率・政策金利



なおブラジルの環境は、中国の経済動向にも左右されよう。中国の1-3月期成長率は前年同期比+7.0%と、10-12月期の+7.3%から6年ぶりの低成長に鈍化した。この動き自体は政府目標と同じ成長率への鈍化であり特段のサプライズではないが、鉄道貨物輸送量が前年比マイナスに転落するなど、実態は成長率以上に厳しい可能性もある(図表12)。中国景気減速の深化と長期化は、原油も含めた資源価格を押し下げる要因となるため、この先の中国景気減速が深化あるいは長期化するとの観測が強まれば、ブラジルが益々厳しい環境に晒され、新興国発のリスクオフ局面を招く可能性が高くなるだろう。

図表12 中国の主要経済指標



(注) 電力消費量と鉄道貨物輸送量の1月2月は両月の合計値

(資料) CEIC

このような要因が顕在化することで円安が進まなければ、2016年度初めになっても+2%達成は視野に入らず、「2年で2%」という当初目標の枠組みを修正する可能性が生じる。その際には、2年という期限、+2%という上昇率目標のどちらかを修正しても、これまで異次元緩和の効果に対する期待で進んだ円安・株高の流れを反転させる可能性がある。この時に日銀は、市場とのコミュニケーションを円滑に行うなどで、どの程度反動を抑えられるかが問われることになるだろう。

(経済調査チーム 花田 普: Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

量的緩和で警戒されるドイツ住宅市場

<要旨>

世界的に金融緩和政策が拡大される中で、資産価格、とりわけ住宅価格の上昇が注目される。なぜなら、住宅資金は主要先進国における銀行貸出残高の約1/4を占めており、住宅市場の過熱とその後の急後退のパターンは、システミックな金融危機に先行して起きる傾向があるからである。

住宅価格の上昇が顕著な欧州諸国の動向をみると、英国では2013年に住宅価格が急速に上昇したが、住宅投資抑制策によって価格上昇に歯止めがかけられた。一方、ドイツの住宅価格は、海外資金の流入も手伝って2010年から持続的に上昇し、ECBの政策金利の引き下げや量的緩和を背景に足元では価格上昇が加速している。

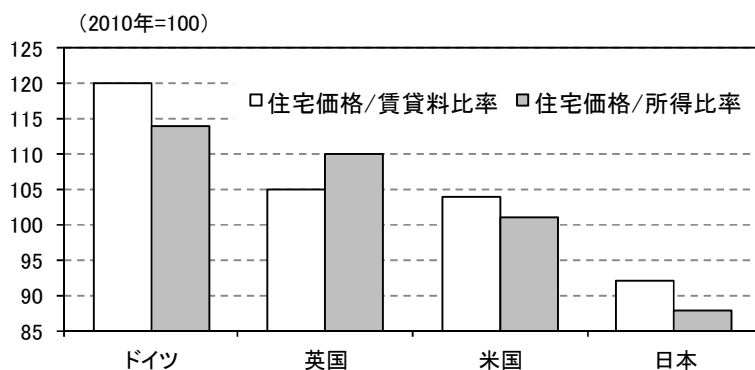
ECBの量的緩和は、ユーロ圏全体のデフレリスク払拭を目的としており、ドイツの住宅市場に対する配慮から直ぐに政策が変更されることはない。したがって、この先も投機的な資金を含む資金流入によってドイツの住宅価格は上昇しやすい地合が続くため、将来ECBが金融引き締めに向かう局面での価格下落リスクには警戒を要しよう。

1. 警戒感が高まるドイツ住宅市場

世界的に中央銀行による政策金利の引き下げや量的緩和政策が実施される中で、資産価格、とりわけ住宅価格の上昇が注目される。なぜなら、住宅資金は主要先進国における銀行貸出残高の約1/4を占めており、国際通貨基金(IMF)の調査によると、住宅市場の過熱とその後の急後退のパターンは、近年における50のシステミックな金融危機のうち、2/3以上で先行して起きているからである。

そこで世界の住宅市場の動きをみると、欧州では2010年以降に賃貸料や所得の増加ペースを大きく上回る住宅価格の上昇が続き、過熱感が出始めている(図表1)。英国では住宅価格の急上昇を抑えるために住宅投資抑制策が採られたが、欧州諸国にはドイツのように英国以上に住宅価格が上昇している国もあり、欧州中央銀行(ECB)の量的緩和によって、この先住宅市場がさらに過熱する可能性がある。そこで本稿では、ドイツと英国の住宅市場の動向を分析し、欧州住宅価格の上昇要因とこの先の見通しを推察する。

図表1 住宅価格/賃貸料比率と住宅価格/所得比率(2010年=100)



(注) 市場住宅価格を年間家計所得、年間賃貸料で除して指数化したもの。

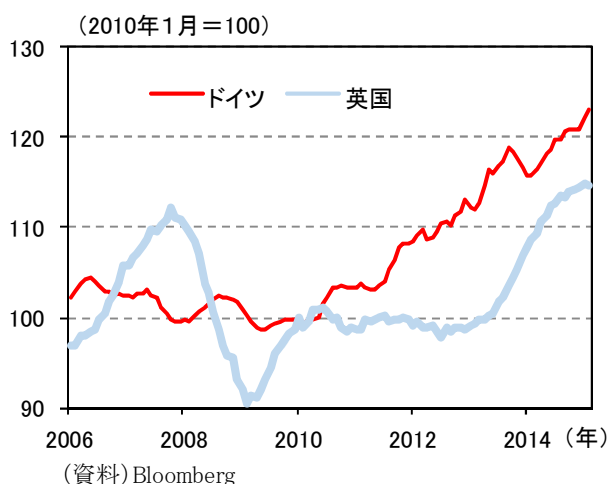
ドイツ、英国は2014年4Q。米国、日本は2014年3Qの時点の指数。

(資料) OECD

2. 英国と異なるドイツ住宅価格の上昇要因

ドイツと英国の住宅価格の推移を比較すると、両者共に2010年以降上昇しているが、その動き方は異なっている(図表2)。ドイツは2010年以降一貫して上昇しているが、英国は2013年の住宅購入支援策(HTB)の導入以降に急速に上昇し始めた。英国では住宅価格の急速な上昇を抑えるために2014年から住宅投資抑制策が採られ、足元では価格の上昇ペースが和らいできている(図表3)。一方で、ドイツではECBの政策金利引き下げやQEを背景に、2013年後半に一旦下落した住宅価格が再び上昇し始めた。

図表2 住宅価格



図表3 英国の住宅取得促進策と住宅投資抑制策

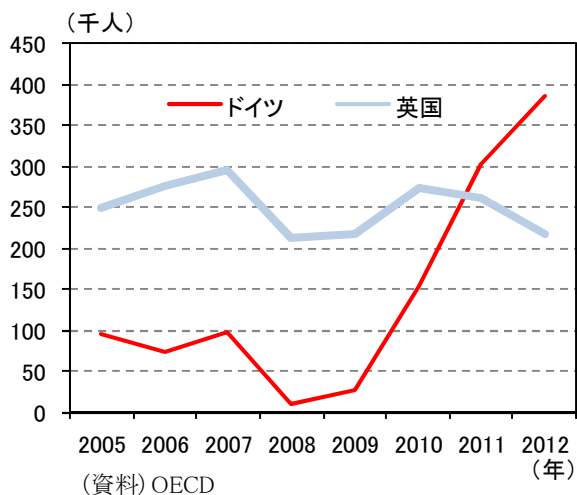
時期	政策
2013年4月	住宅購入支援策(HTB)導入
2014年1月	銀行貸出促進策(FLS)終了
2014年10月	住宅ローン規制。新規貸出の85%について、借り手の所得の4.5倍以内となるよう規制
2014年12月	住宅取得にかかる印紙税の累進課税化

(資料) BOE

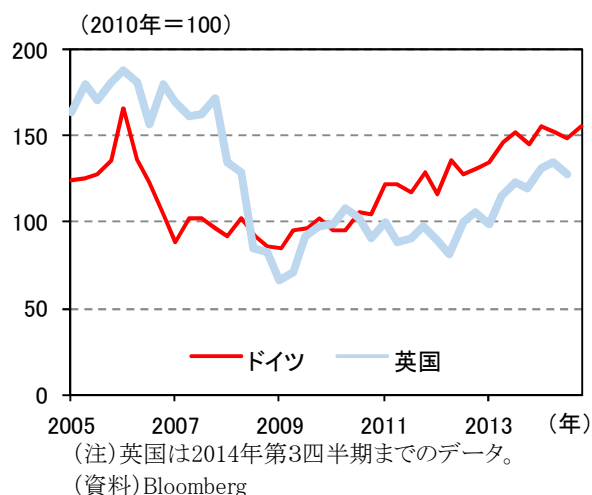
ドイツと英国では、双方ともリーマンショック以降に住宅価格が上昇したが、ドイツの方が持続的に上昇していた。ここからはドイツの住宅価格が英国と比べて大きく上昇した要因を考察する。

住宅市場の実需の増減要因として両国の人口動態をみると、ドイツは日本同様に人口減少基調が続いており、住宅市場にとってはネガティブな要因である。しかし移民の純流入数をみると、ドイツへの純流入数がリーマンショック以降に増加を続けて英国を逆転しており、移民を加味した人口増加が住宅価格を上昇させたとも考えられる(図表4)。一方、住宅供給の動きをみると、ドイツは英国に比べて住宅供給が増加しており、供給面はドイツの住宅価格の方が大きく上昇する要因にはならない(図表5)。

図表4 移民純流入数

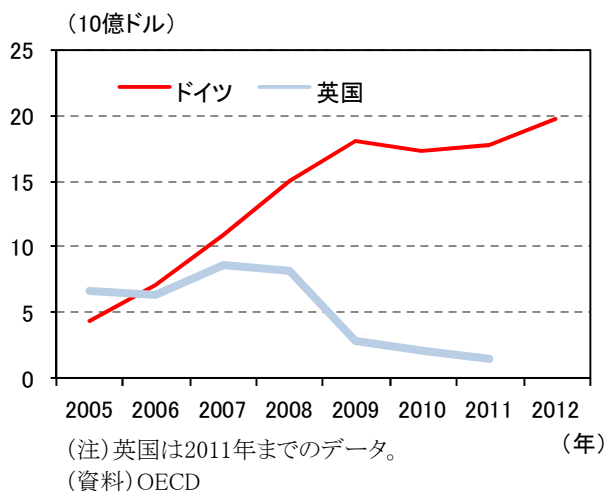


図表5 住宅着工許可件数

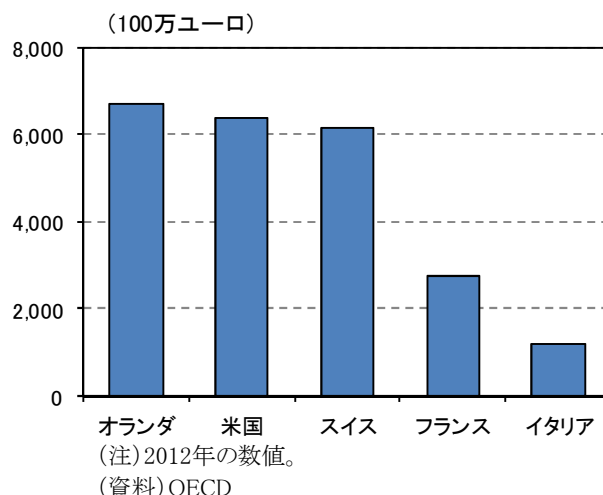


もっとも、ドイツの住宅価格上昇要因として年数十万人程度の移民流入だけでは十分な説明にはならないだろう。そこで、国内実需以外の価格上昇要因として、海外からの資金流入が考えられる。実際に、外国資本によるドイツの不動産取得額は増加を続けており、英国と比べても圧倒的に大きい(図表6)。ドイツに対する直接投資額の投資元は、欧州圏内の国が大半を占めており、ECBによる政策金利の引き下げや量的緩和によって欧州圏内からの投資はさらに加速するとみられる(図表7)。

図表6 外国資本の不動産取得額

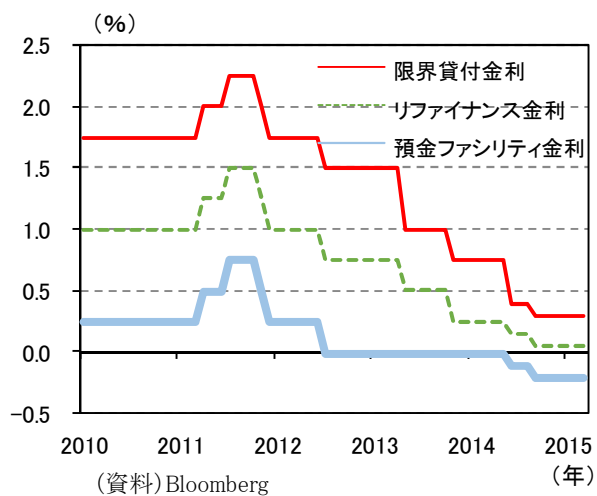


図表7 ドイツ向け直接投資額上位5カ国

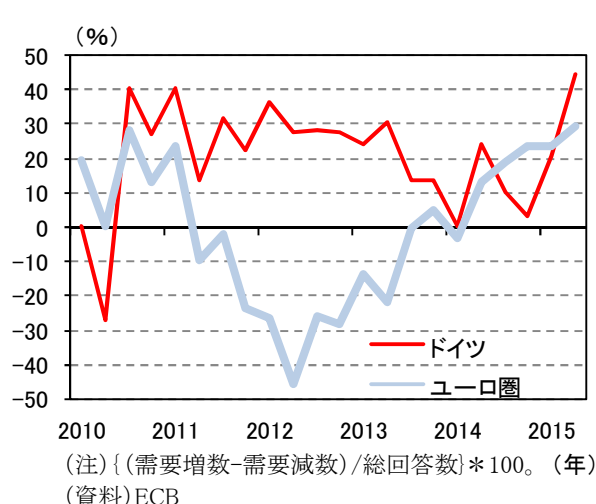


ECBは景気刺激策として2011年後半から政策金利を段階的に低下させ、2014年には銀行がECBに預ける準備預金の超過額に対する預金ファシリティ金利がマイナスに突入した(図表8)。結果として、2010年からの債務危機で低下していたユーロ圏の住宅資金需要は2012年から改善しており、ECBの量的緩和決定以降にはドイツで伸びが加速している(図表9)。

図表8 ECBの政策金利



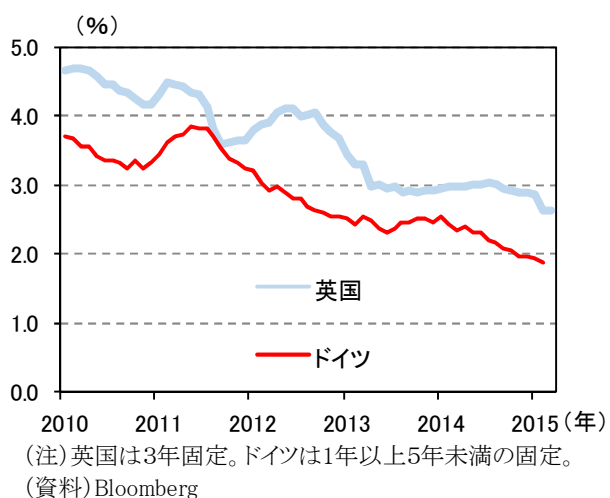
図表9 住宅資金向けの貸出資金需要



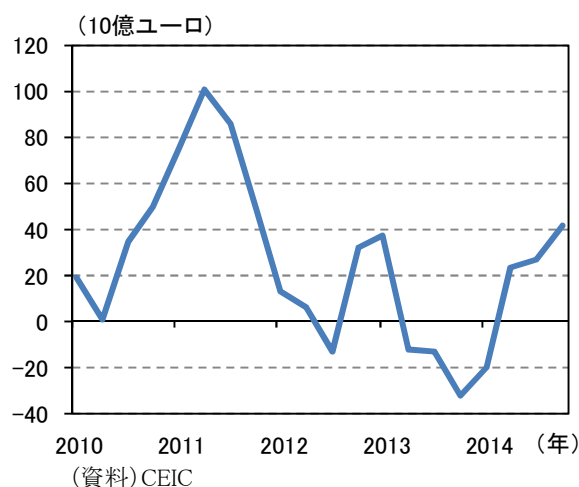
ECBの政策金利引き下げや量的緩和に伴う貸出金利の低下は、前頁でみたユーロ圏からの資金流入の増加要因としてのみならず、利払い費の抑制による家計負担減少の経路を通じて住宅価格を上昇させよう。ただし、貸出金利は2010年以降に英国含め世界的に下落しているため、英国以上に住宅価格が上昇したドイツでは、金利の下落による実需の増加以外に住宅価格を持ち上げた要因、すなわち投機・逃避資金の流入があったと推察できる(図表10)。

ドイツへの資金流入の1つである証券投資額の動きを見ても、欧州圏からの証券投資は2013年を除いて増加している(図表11)。2010年・2011年の資金流入は南欧諸国の債務危機による逃避的な資金流入、2014年以降はECBの預金ファシリティ金利マイナス化、量的緩和決定を背景とした投機的な資金流入があったと考えられる。

図表10 住宅ローン貸出金利



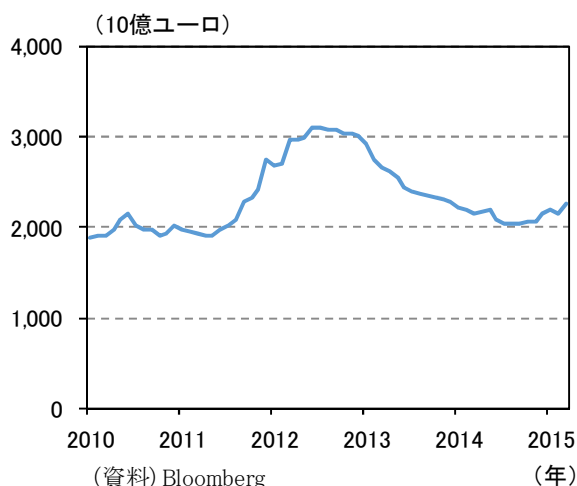
図表11 欧州圏からドイツへの証券投資流入額



ECBの量的緩和決定以降にユーロ圏のインフレ率は底を打ったが、現状の水準は▲0.1%でECBの2%未満かつ2%に近い水準という目標からは遠く、量的緩和がすぐに縮小に向かう可能性は低い。この先もドイツの住宅価格は上昇しやすい地合いが続くだろう(次頁図表12、13)。

一般に、資本流入によって資産価格が上昇した場合、英国のような自国通貨を持って独自で金融政策を行う国であれば、通貨高が進むことで自動的にブレーキがかかるか、金融引き締め等で政策的にブレーキをかけるなどの対応がとられる。しかし、ドイツの場合は、ユーロが統一通貨であるためドイツへの資本流入だけでは通貨高に進まず、自国の都合で金融引き締めを行うことができないため、資産価格の上昇に歯止めがかかりにくい。ドイツはユーロ安による輸出の増加といった統一通貨の恩恵を享受している一方で、異例な金融緩和の効果が一極に集中しやすいというリスクも抱えている。

図表 12 ECB のバランスシート



図表 13 消費者物価指数(HICP)



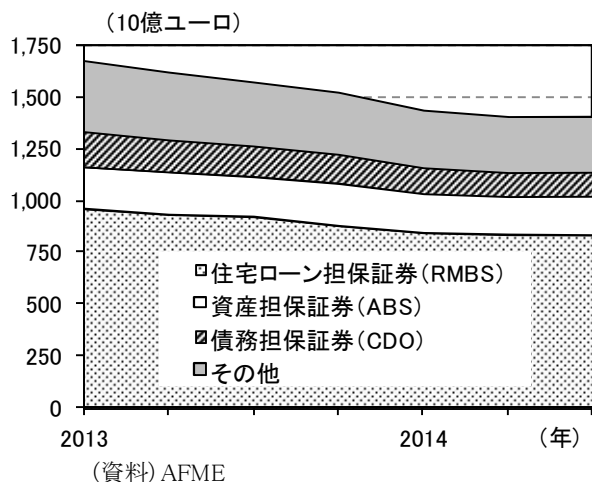
3. 住宅ローンの証券化状況と海外への波及経路

2008年のリーマンショックは、金融機関等が貸し出した住宅ローン債権を裏付けとする住宅ローン担保証券(RMBS)や RMBS を加工した二次・三次証券化商品である債務担保証券(CDO)によって、本来の住宅ローン債権のリスクが見えにくくなり、さらに証券化商品が世界中で保有されたことで危機が世界中広がったが、リーマンショック後は米国のみならず欧州でも証券化市場の縮小が続いている(図表 14)。

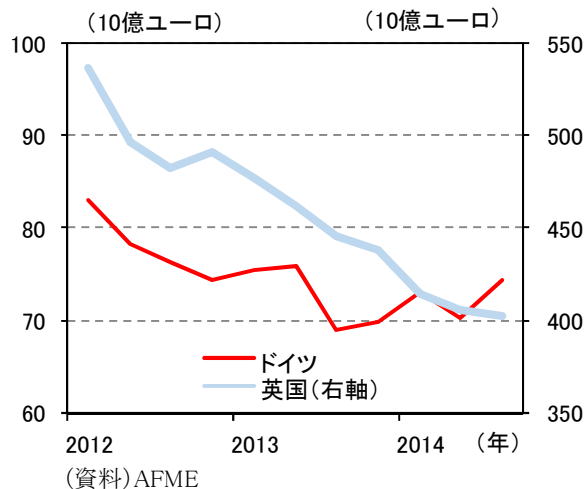
ただし、足元では証券化市場の縮小も落ち着き、絶対額は英国に比べて少ないもののドイツでは 2014 年に底を打ったようにみえる(図表 15)。より市場規模の大きい英国の住宅価格下落の方がリスク伝播の影響も大きく広がりやすいとみられるが、英国は欧州金融市場の中心であるため、ドイツの住宅ローン含む資産を担保とした証券化商品が英国の市場にカウントされている可能性もあろう。

米国に比べると市場が小さいためにリーマンショックのような世界的に大規模な金融危機に発展する可能性は低いものの、ドイツの不動産価格が急落した場合は、直接投資を行った海外資本のみならず、貸出や証券化商品を通して他国にも一部影響が及ぶことになろう。

図表 14 欧州の種類別証券化市場規模

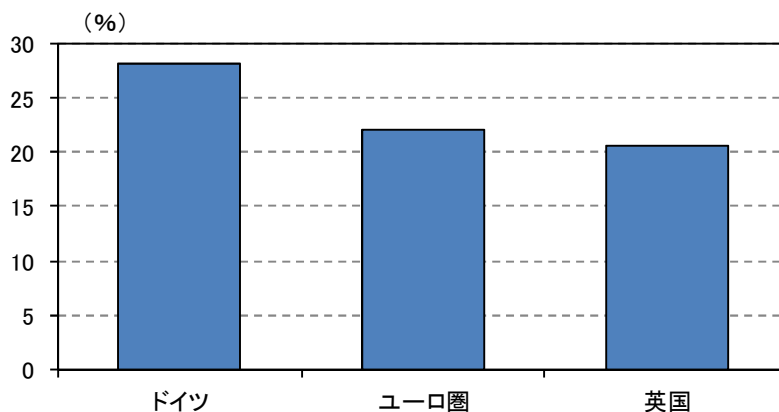


図表 15 ドイツと英国の証券化市場規模



4. まとめ～この先の見通し

図表 16 住宅保有コスト/可処分所得比率



(注) 2013年のデータ。

(資料) Eurostat

以上見てきたように、2013 年から住宅価格が急速に上昇した英国では、住宅投資抑制策によって住宅市場の過熱を抑えた一方、ドイツの住宅価格は海外資金の流入も手伝って 2010 年以降持続的に上昇し、ECB の政策金利の引き下げや量的緩和を背景に足元で価格上昇が加速している。

ドイツの住宅ローン返済含む住宅保有コストは他の欧州諸国に比べて高くなっており、さらなる価格上昇による家計負担の増加が懸念される(図表 16)。しかしながら、ECB の量的緩和は、ユーロ圏全体のデフレリスク払拭を目的としており、ドイツの住宅市場に対する配慮から直ぐに政策が変更されることはない。したがって、この先も投機的な資金を含む資金流入によってドイツの住宅価格は上昇しやすい地合が続くため、将来 ECB が金融引き締めに向かう局面での価格下落リスクには警戒を要しよう。

(経済調査チーム 登地 孝行 : Toji_Takayuki@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。

欧州マイナス金利の伝播と功罪

<要旨>

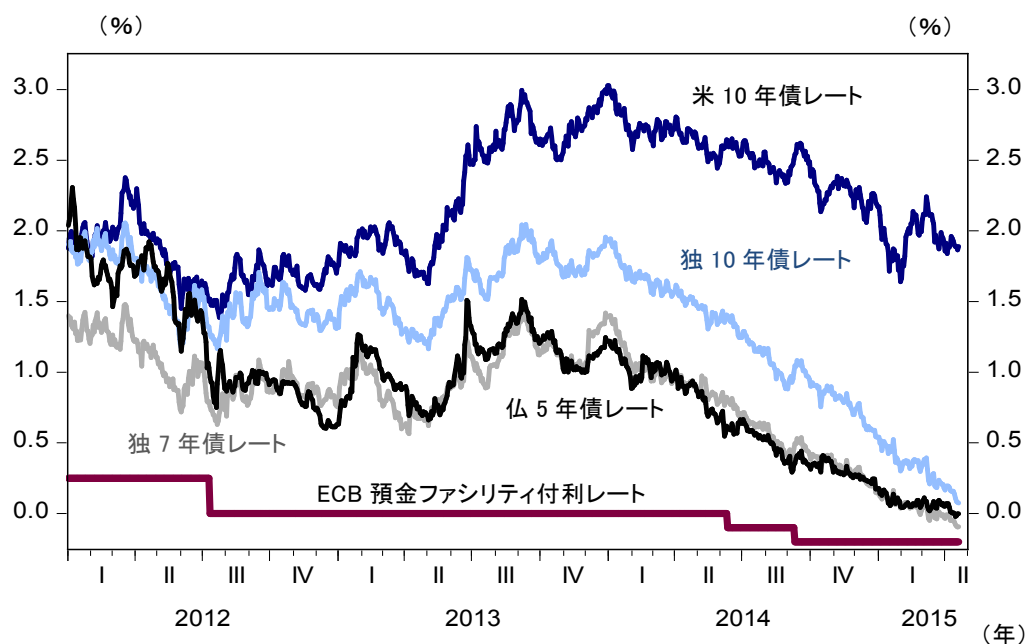
自国の通貨安誘導を目的とした欧州政策金利のマイナスへの引き下げは、欧州域内の金利低下や米国の長期国債レートの低下という形で、異例に低い金利水準の伝播をもたらした。かかる金利低下は、ユーロ安という当初の狙いや政府債務の利払い負担軽減につながる一方、各国財政の信用力が反映されるはずの国債金利差に歪みが生じている。こうした歪みは、ギリシャの財政破綻やユーロからの離脱可能性など大きなイベントが生じた場合の反動や通貨変動リスクの高まりという形で将来に「しわ寄せ」が生じやすいとの認識は必要だろう。

1. 中期ゾーンにまで拡散するマイナス金利

昨年後半以降のグローバル金融市場で新たに生じた異例な現象のひとつは、日欧の金融緩和の強化を契機に中長期ゾーンの国債利回りまでもがマイナスとなったことにある。とりわけ、昨年秋以降に欧州で導入されたマイナスの政策金利（銀行が ECB に預ける準備預金の超過額に対する預金ファシリティ金利）や欧州中央銀行（ECB）による国債買い入れにより、ドイツの 7 年国債レートやフランスの 5 年国債レートまでもマイナス領域に突入した（図表 1）。

政策金利のマイナスへの引き下げは、もともとは自国の通貨安誘導を目的とし、国内景気の浮揚とデフレリスクからの脱却を狙ったものであった。しかし、これを契機に中長期ゾーンの国債レートまでもマイナスが広がったことは、自国のみならずグローバル金融市場への影響を整理する必要があるだろう。

図表 1 政策金利と独仏中期ゾーンの金利マイナス化



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

中期ゾーンに拡散した国債のマイナスレートにより想起されるのは内外投資家への影響とこれに付随したマネーフローの変化の可能性にある。既発国債に絞ったラフな試算によれば、欧州各国の国債市場におけるマイナスレート領域の割合は5割前後にまで及ぶ(図表2のシャドウ部分)。他国への伝播や影響を考える場合、誰がこうした国債を保有しているのかという点も重要となる。生命保険などの機関投資家にとれば、自国国債利回りの低下は運用利回りの著しい低下となるので、利回りの高い他国国債の保有を増やす誘因が働く。他方、国内銀行にとれば売却後の運用難もあり、安全資産としてカウントされる国債は銀行のバランスシートのリスクウェイトを抑える規制上の意味から直ちには売りにくい。また、日本のように国債が主に国内で保有されているのであれば他国への伝播は限定的となる一方、海外投資家の保有が多い場合には、より高い利回りを求めて資産のシフトがグローバルな規模で生じやすい。

図表2 欧州主要国の既発国債残高

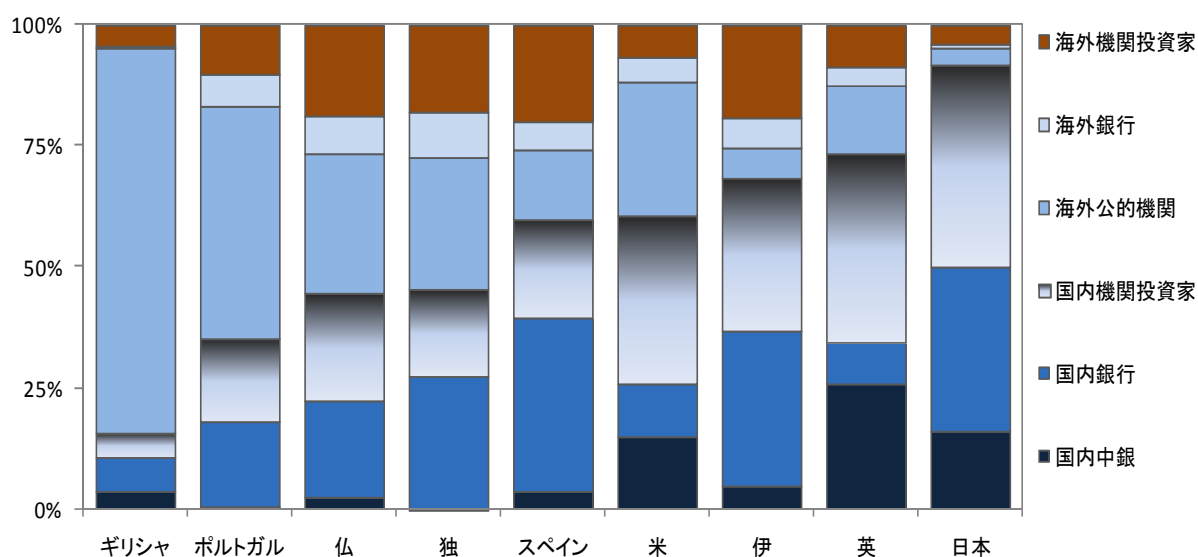
(10 億ユーロ)

満期	ドイツ	オーストリア	フランス	ベルギー	フィンランド	イタリア	スペイン	ポルトガル
2年～5年	279	61	373	84	21	482	203	33
5年超～7年	132	29	168	33	17	243	79	18
7年超～10年	176	35	230	60	15	208	119	18
10年超～15年	51	15	127	32	11	137	69	4
15年超～30年	126	22	141	49	4	187	66	10
計	764	162	1,039	258	68	1,257	536	83

(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

残念ながら、マイナスレートが付いた国債の保有者を年限別に識別集計することは難しいが、各国国債の大まかな保有構造は国際通貨基金(IMF)が集計公表しているデータで把握することができる。図表3は、欧米主要国の2013年時点の国債保有主体を、公的機関や金融機関を含む海外投資家の保有割合が高い順に左から並べてみたものである。

図表3 欧州主要国の国債保有者の割合

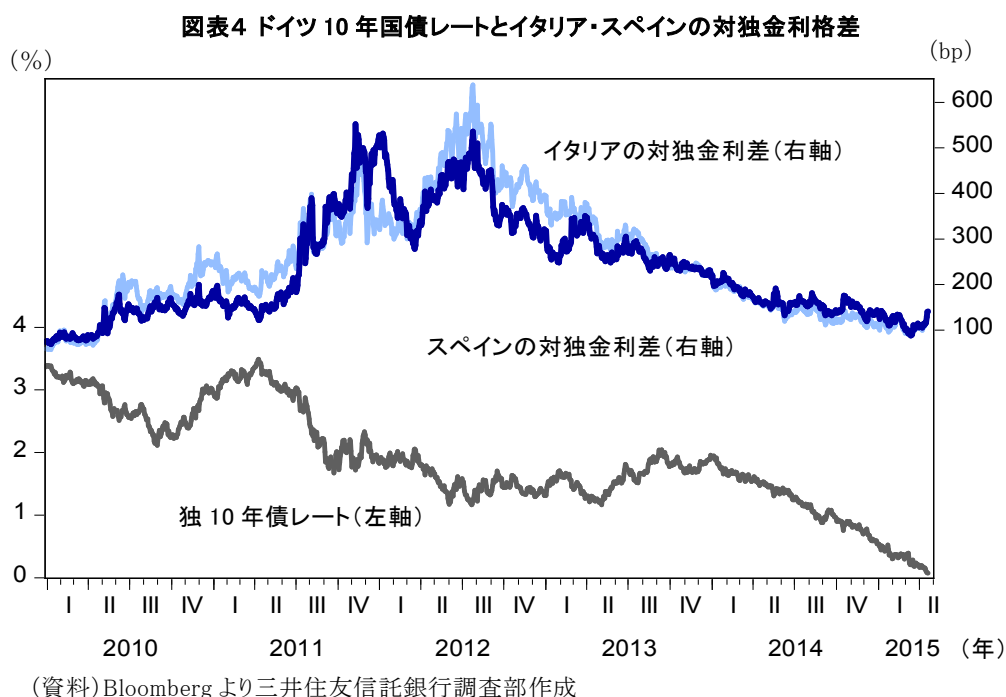


(資料) IMF 「Sovereign Investor Base Dataset」より三井住友信託銀行調査部作成

これを見ると、国によって保有者の構成が大きく異なる。例えば、中期ゾーンの金利マイナス化が進んだドイツ、フランスといったコア諸国では、国債の過半数が海外経済主体により保有され、内外機関投資家の割合も高い。ポルトガル、スペイン、イタリアといった南欧諸国も海外投資家が多く保有している。周縁国の金利水準はコア諸国に比べプラス領域にあるため、金利収入や将来の債券高を求めて、かかる南欧諸国への国債投資が増える誘因が働きやすい。

2. 過去と異なる欧州ソプリンスプレッドの低下

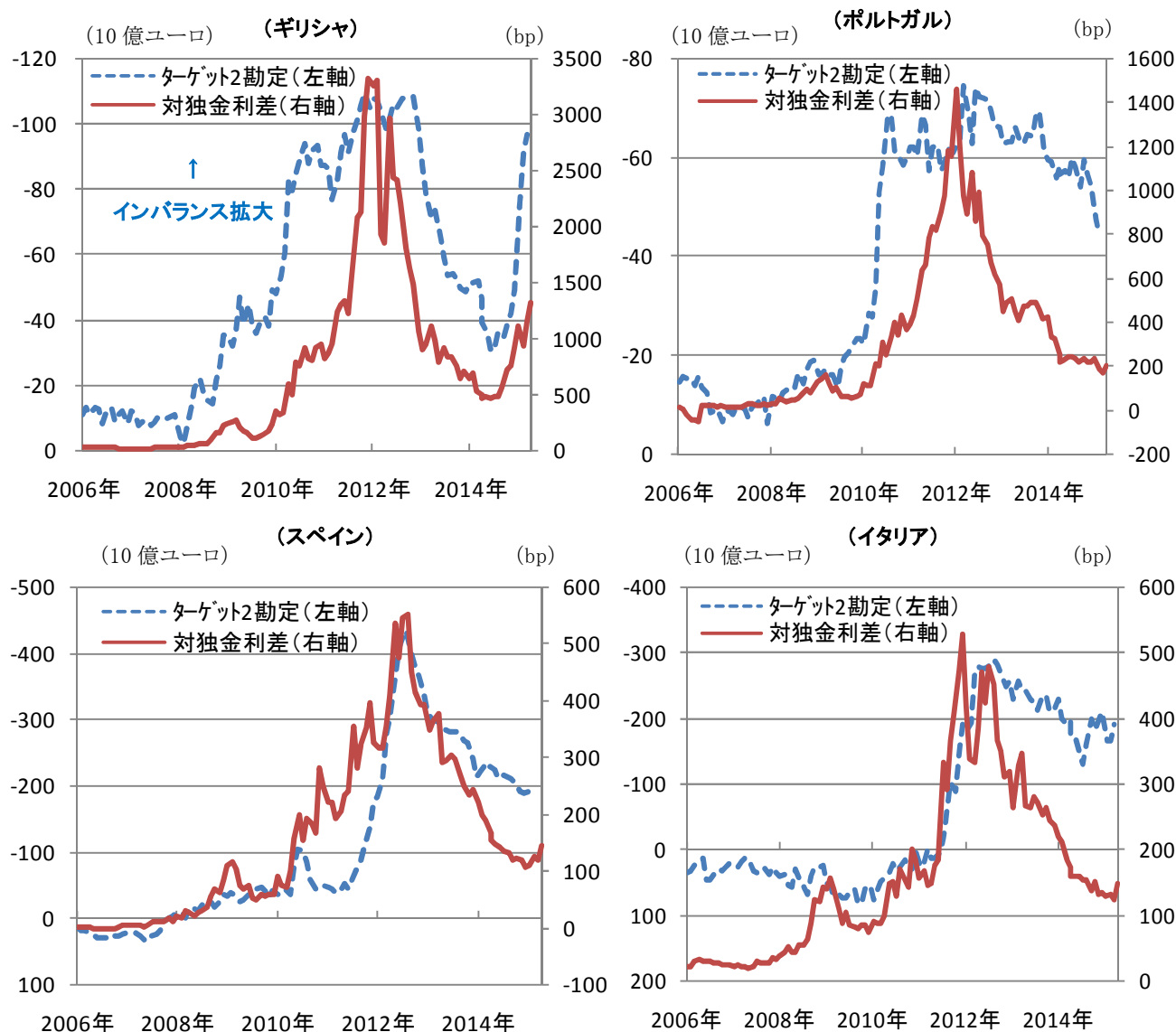
事実、スペインやイタリアの 10 年国債レートとより安全なドイツ 10 年債レートとの金利差は、昨年後半から縮小が著しい(図表4)。ドイツ 10 年債レートが大幅に低下する局面とは、これまで質への逃避によるものが多く、周縁国との金利差はむしろ拡大するのが普通であった。ところが最近では、周縁国の国債も買われ金利低下が同時進行している。



かかるドイツ国債レートとの格差縮小が、その国の信用度の改善を反映したものかどうかを、ユーロ決済システムのうち各国中銀間の貸し借り勘定(ターゲット2勘定)のインバランス(不均衡)の多寡から判断すると、必ずしも改善が進んでいるとは言えない。なお、ターゲット2勘定のインバランスとは、その国に対する民間資本による貸し手不在を各国中銀が肩代わりする金額であり、国の対外信用度の指標のひとつでもある。

分かりやすいギリシャを例にとれば、貿易赤字や財政赤字により対外不均衡があっても、その分を対外の民間銀行を通じたギリシャ国債購入や資本投資を通じて貸し手がいれば、各国中銀間のインバランスは生じない。しかしながら、国の信用度が低く貸し手不在の場合は、決済上のインバランスは他國中銀が肩代わりすることになる。他國中銀(具体的にはドイツ)からのターゲット2勘定を通じた資金供給は 2014 年後半以降再び拡大し、足許ではギリシャの破綻リスク上昇によりドイツ国債との金利差も再び 10%ポイント(1000bp)を超えて急拡大している(次頁図表5)。

図表5 各国のターゲット2勘定インバランスと対独金利差



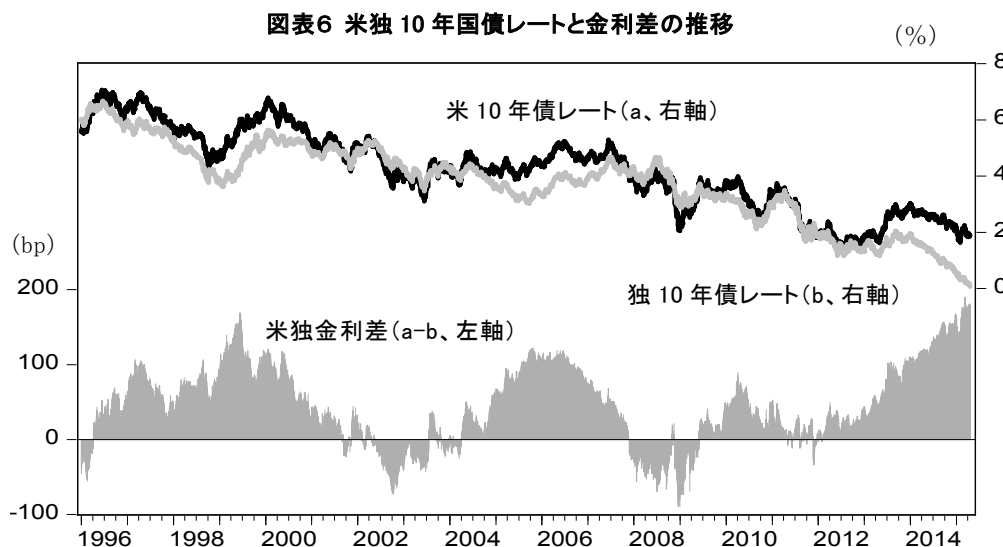
(資料) Bloomberg, Euro Crisis Monitor より三井住友信託銀行調査部作成

これに対し、ギリシャを除く南欧諸国の推移はどうか。ポルトガルのインバランス拡大は止まったとはいえ、その規模は 2007 年以前の平時に比べてまだ高い水準にあるなかで、ドイツ国債との金利差は一時の 1400bp(14%ポイント)から 200bp 割れに改善している(図表5)。イタリアでも同様であり、インバランス改善よりも対独金利差の縮小ペースが速い。つまり、ギリシャなど一部の極端な国を除いて、周縁国の国債レート低下に伴うドイツ国債レートとの金利差縮小は、見方を変えれば国の信用力を映す警戒信号としての価値を失いつつあるとも言える。

確かに国債金利の低下は政府債務の金利負担を和らげ、これが財政ポジション改善に寄与する面はある。こうした金利低下は、欧州中央銀行(ECB)による国債買い入れも加わり、ドイツやフランスなど安全性が相対的に高い国債の中期ゾーンのマイナス金利により追い風を受けている。こうしたメリットは否定できないものの、実体から乖離した価格形成はどこかで修正を余儀なくされる点には留意すべきだろう。

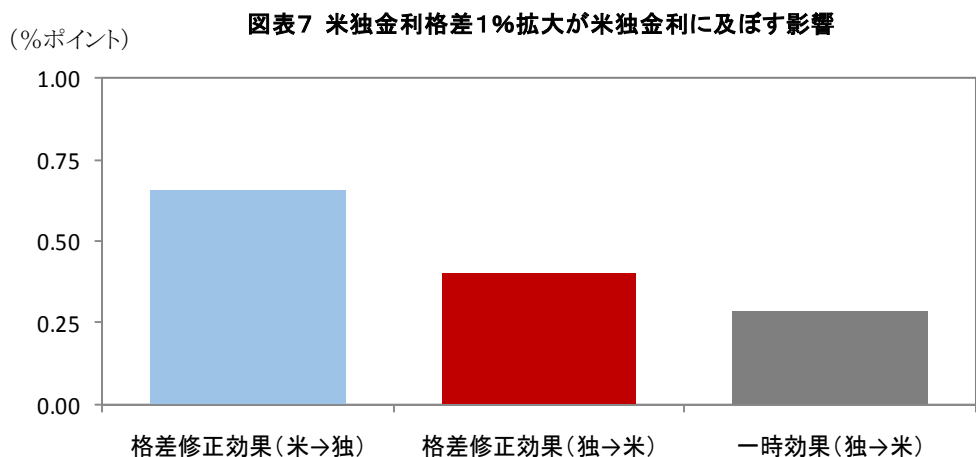
3. 米国長期金利低下への波及

欧州で拡散するマイナス金利、とりわけドイツ国債金利の低下は、米国長期金利水準にも少なからず影響を及ぼしている可能性がある。過去において米独 10 年債レートは格差が拡大すると、いずれかの時点で金利差拡大が止まり、修正に向かう力が働いてきた(図表6)。



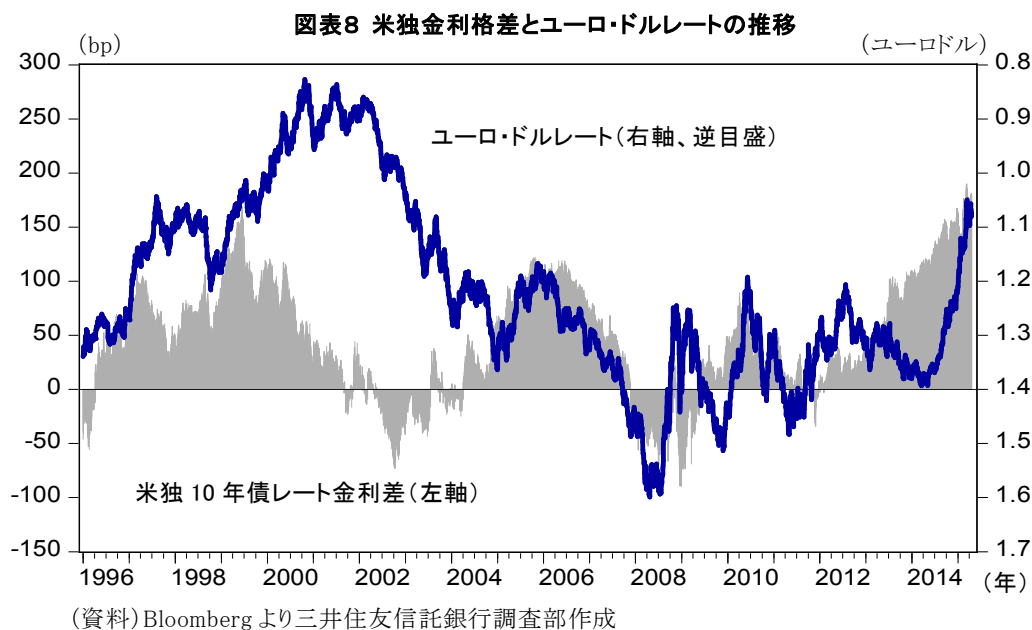
(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

どの程度の修正が働くのかを、計量的な手法を使って大まかに試算してみると、米独 10 年債レートが1%ポイント開くと、時間をかけ米 10 年債レートには 0.4%ポイント、独 10 年債レートには 0.6%ポイントという割合で格差を埋める力が働く(図表7)。また、独金利1%ポイントの変化は一時的にはあるが、0.25%ポイント強の力で米 10 年債レートに影響を及ぼす。欧州金利が米国金利に影響を及ぼす経路は、これまであまり見られなかったが、マイナス領域に突入した異例に低い金利水準は、高い利回りを求めたイールドハント的なマネーフローを通じて米国長期金利に影響を及ぼしている可能性がある。米独金利差は昨年一年間でおおよそ 0.6%ポイント、年初からは 0.4%ポイント、計1%ポイント開いているので、試算が示す相応の規模で米 10 年債レートに低下圧力がかかっていることを意味する。



(資料) VECM(多変量誤差修正モデル)を用いた三井住友信託銀行調査部による試算結果

なお、2国間の金利格差は2国間の為替レートの変動を通じて調整される。図表8は、米独10年債レート格差とユーロ・ドルレートの推移を並べている。米独金利差の拡大は、ドル高・ユーロ安をもたらすという傾向は直近まで顕著に当てはまる。この意味で、自国の通貨安誘導という当初の目的は達成されている。しかしながら、過去まで推移をさかのぼれば、先にみた通り米独金利格差拡大はいずれ格差を埋める力が働きピークアウトする。為替レートもまた、金利差拡大のピークに遅れてユーロ安が修正されていたことが読み取れる。通貨誘導は長くは続かず、金利格差大きいほど、その後の修正規模もまた大きくなることを示している。



4. まとめ

グローバル金融市場で新たに生じた異例な現象のひとつに、政策金利のマイナスへの引き下げを契機に中長期ゾーンの国債利回りにもマイナス水準が観察されていることがあった。もともとは自国の通貨安誘導を狙いとしたものであるが、欧州域内や米国の長期国債レートの低下という形で、マイナス金利の伝播が生じている。長期金利の低下そのものは、政府債務の金利負担を減らす意味でメリットがある一方で、異例な水準への低下は、各国財政の信用力を反映されるはずの価格発見機能に歪みが生じている恐れがある。また、自国の通貨安誘導という当初の目的はユーロ安という形で達成されている一方で、過去の経験から言えば、通貨誘導は長くは続かず、金利格差が大きいほど、その後の修正規模もまた大きくなる。

こうした歪みは、ギリシャの財政破綻やユーロからの離脱可能性など、大きなイベントが生じた場合の反動や通貨変動リスクの高まりという形で将来に「しわ寄せ」が生じやすいとの認識は必要だろう。

(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。