

# 欧州マイナス金利の伝播と功罪

## <要旨>

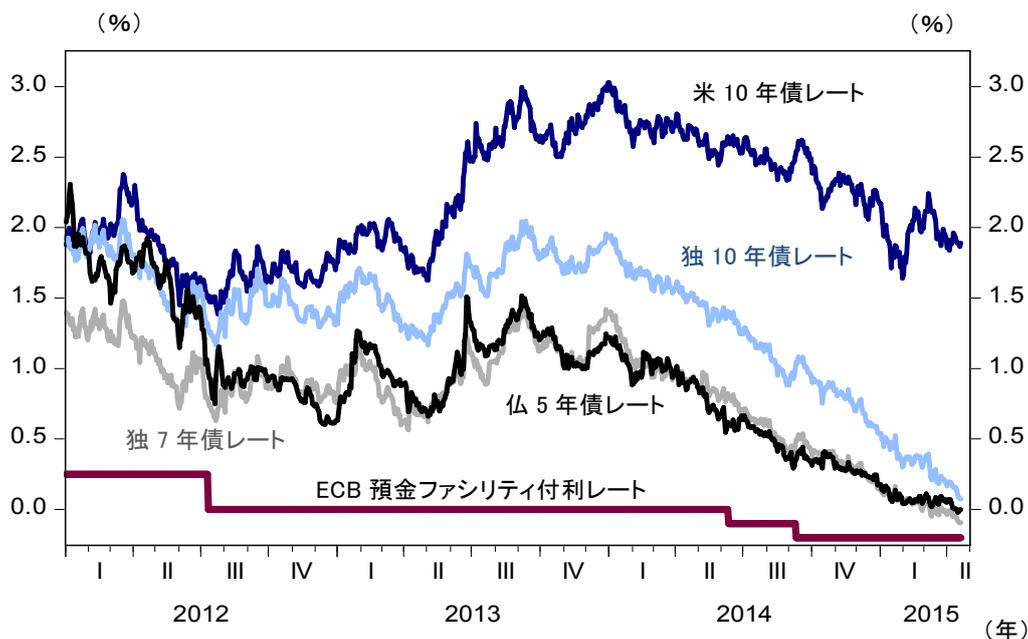
自国の通貨安誘導を目的とした欧州政策金利のマイナスへの引き下げは、欧州域内の金利低下や米国の長期国債レートの低下という形で、異例に低い金利水準の伝播をもたらした。かかる金利低下は、ユーロ安という当初の狙いや政府債務の利払い負担軽減につながる一方、各国財政の信用力が反映されるはずの国債金利差に歪みが生じている。こうした歪みは、ギリシャの財政破綻やユーロからの離脱可能性など大きなイベントが生じた場合の反動や通貨変動リスクの高まりという形で将来に「しわ寄せ」が生じやすいとの認識は必要だろう。

## 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

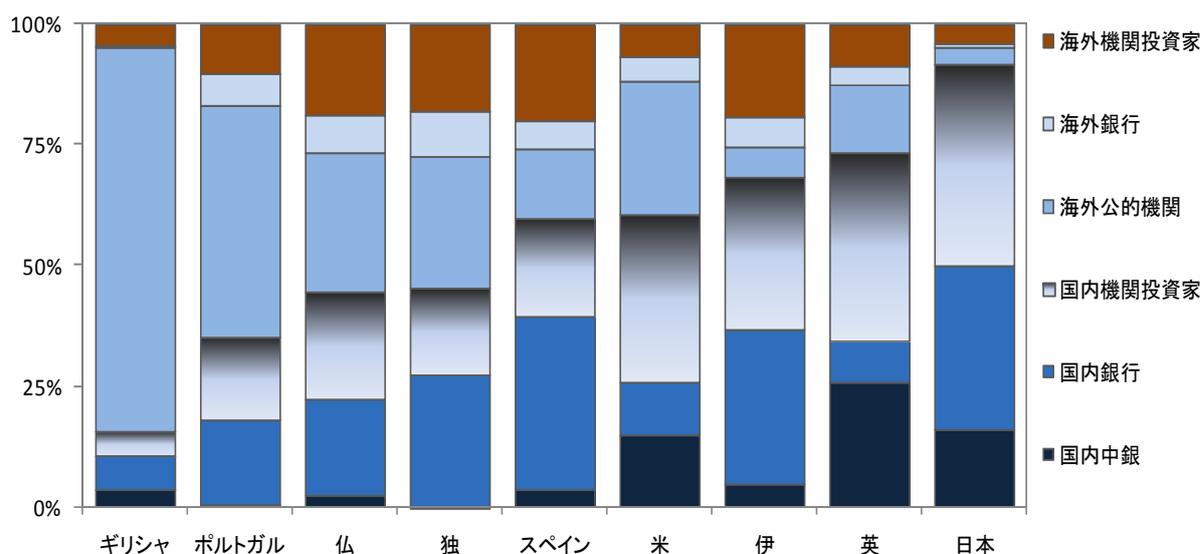
(10億ユーロ)

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

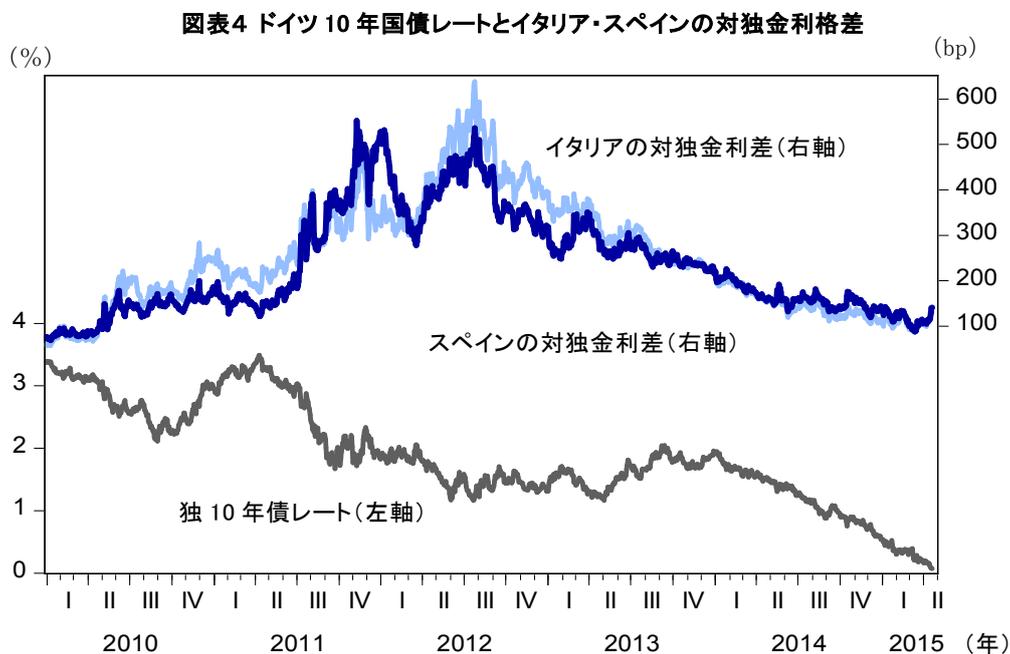


(資料) IMF 「Sovereign Investor Base Dataset」より三井住友信託銀行調査部作成

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

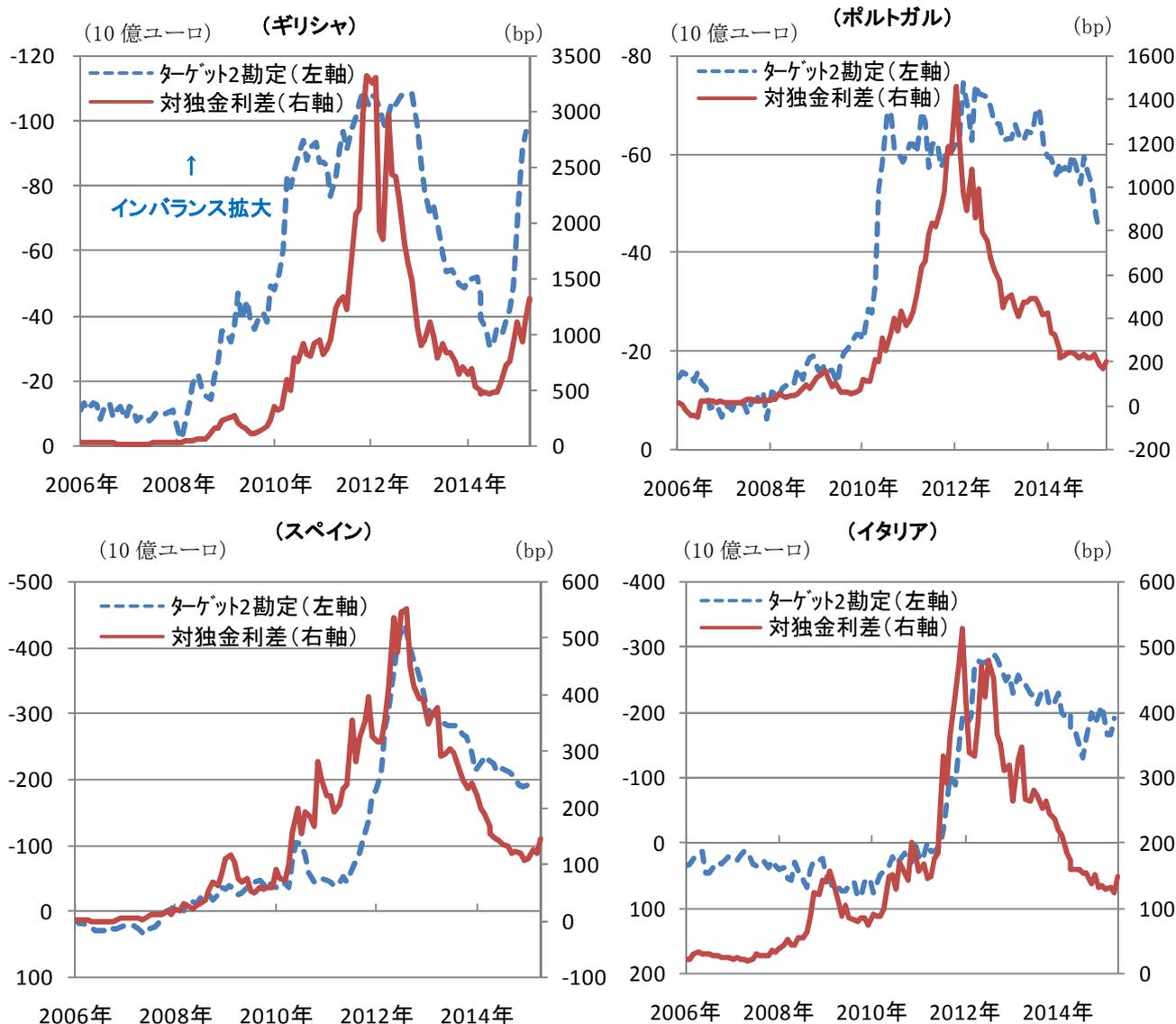
事実、スペインやイタリアの10年国債レートとより安全なドイツ10年債レートとの金利差は、昨年後半から縮小が著しい(図表4)。ドイツ10年債レートが大幅に低下する局面とは、これまで質への逃避によるものが多く、周縁国との金利差はむしろ拡大するのが普通であった。ところが最近では、周縁国の国債も買われ金利低下が同時進行している。



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



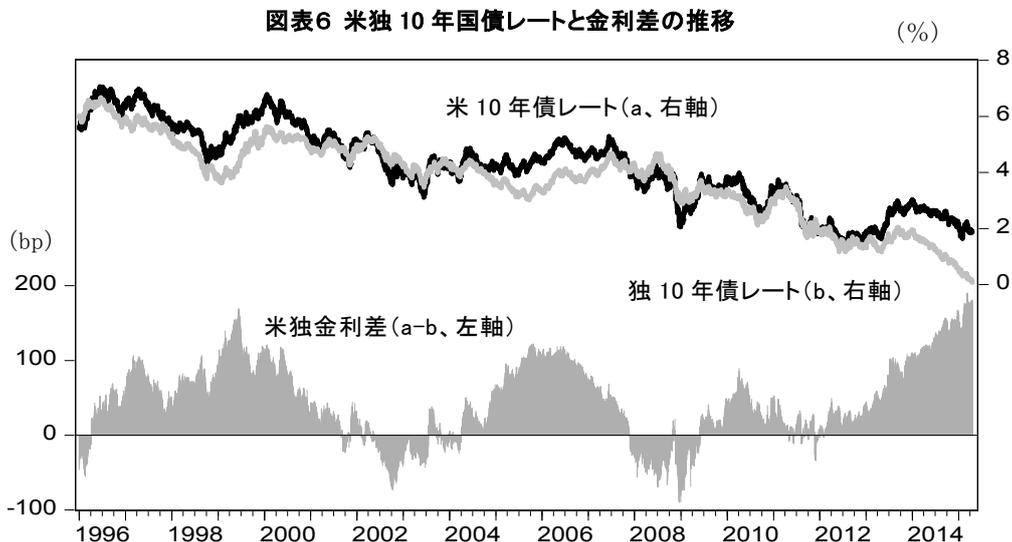
(資料) Bloomberg, Euro Crisis Monitor より三井住友信託銀行調査部作成

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。

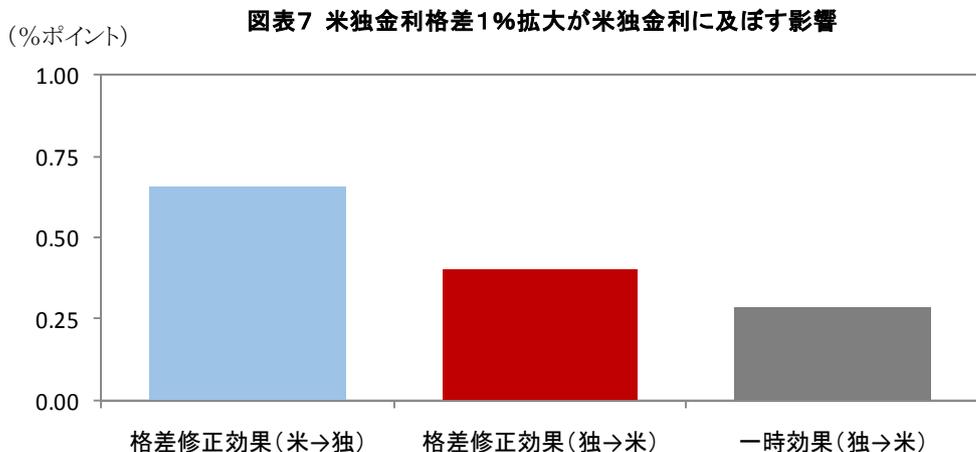
### 3. 米国長期金利低下への波及

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)。



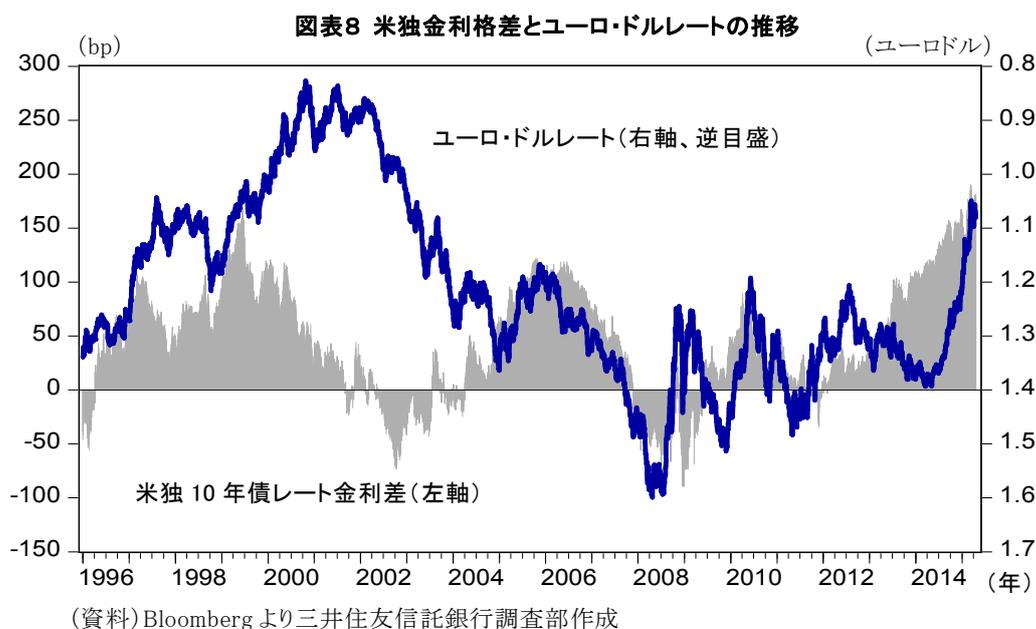
(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

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。