

## 三井住友信託銀行

# 調査月報



### 時論

超金融緩和と規制強化がもたらすシャドールバンキングの拡大.....1

### 経済の動き

2015・2016年度の内外経済見通し

～長期化する主要国の緩和的金融環境～.....3

ギリシャ問題は信用危機から流動性危機へ.....11

長期金利反転下の株・債券の相関変化.....17

## 時論

### 超金融緩和と規制強化がもたらすシャドーバンキングの拡大

リーマン・ショック後、その主犯の一つと見なされたシャドーバンキングをターゲットとした規制が国際的に強化されてきた。

シャドーバンキングの定義には、各機関・識者によって違いがあるが、「通常の銀行システムの外にあるエンティティや活動を含む信用仲介のシステム(FSB:Financial Stability Board)」「信用仲介に従事するノンバンク金融仲介機関、主に長期資金の供給を行うエンティティ(IMF)」「満期変換、流動性変換などの金融仲介機能を有するが、中央銀行へのアクセスや国のシステムサポートが備わっていない貸出機関(米国財務省)」などとされ、具体的にはMMF、レポ、ヘッジファンド、投資ファンド、証券化のためのSPC、REITなどが該当する。

こうしたシャドーバンキングの国際的規制については、2011年11月のカンヌ・サミット以降、①銀行によるシャドーバンキングへの資金供給の制限、②MMFの資金流出防止策の策定、③MMF以外のシャドーバンキングに対する監督・規制措置の検討、④証券化商品の十分な情報開示と発行者への規律付け、⑤レポ・証券貸借取引における最低ヘアカット率(担保掛け目)の設定義務付けの5点について検討されており、2014年11月のブリズベン・サミットにて2015年末までのロードマップが承認されるなど、一定の道筋がつけられた感がある。

しかしその一方、FSBの「国際金融安定性報告書(Global Financial Stability Report)」によると、2012年末時点におけるシャドーバンキング経由の資金仲介は約71兆ドル、銀行経由のおおよそ半分に達し、足元でも拡大が続いており、金融システムを不安定化させるリスクファクターは銀行部門からシャドーバンキングへシフトしつつあると指摘、シャドーバンキングに対する監督・規制やデータ整備の必要性を訴えている。

確かに今日のグローバル金融状況を俯瞰すると、シャドーバンキングの拡大を後押しするものになっていると言える。

先進各国はリーマン・ショックを機に超金融緩和策を実施したものの、景気や物価の上昇には弾みがかかず、同政策は強化かつ長期化、金利は一部にマイナス水準さえ現出するほど低下した。このため、潤沢な流動性を抱える銀行や機関投資家は深刻な運用難に直面、先行き見通しが強硬化したり楽観的になったわけでもない中で、言わば止むに止まれずリスクテイクの姿勢を強めている。

その一方、自己資本の増強、過大なリスクテイクを抑制するためのレバレッジ比率規制の導入、米国ドット・フランク法による自己勘定トレーディングの制限など、国際金融規制改革によって銀行の収益機会是一段と狭められている。

こうした金融政策、運用環境、規制強化の組み合わせは、銀行や機関投資家が少しでも高いリターンを求めて規制の及ばない領域・スキームを追求するという「規制裁定」を活発化させ、シャドーバンキングをかえって増殖させるという皮肉な結果を招いている。

最近では、かつての証券化スキームやMMFに代わり、ファンド(含むREIT)がシャドーバンキングの拡

大を牽引しているように見える。投資ファンドの対象が不動産のほか、航空機・船舶ファイナンス、資源開発、インフラ整備など一段と広がりを見せていること、先進各国でREITに投資資金が流入し、REIT指数は株価を上回るピッチで上昇していること、投資ファンドが乱立気味となり、優良投資先の確保が難しくなっていることといった事象はその現れであろう。

シャドーバンキングは、市場経済のダイナミズムの発露という側面もあり、諸規制を受ける銀行部門では対応しきれない様々な資金需要や投資家の運用ニーズを満たしてきた点は評価できよう。しかし、金融システムの不安定化させるリスクファクターという観点から見ると、少なからぬ懸念を内包している。

第一に、シャドーバンキングはそのほとんどの形態において、投融資資産よりも期間が短く、流動性が低く、分散もさほど効いていないファンディングを行っているが、銀行のようなセーフティネットや中央銀行の最後の貸し手機能が具備されていない。

このため、銀行よりも高いリファイナンスリスク、流動性リスクを抱えており、信用収縮、そこまで事態が深刻化しない場合でも、金融引き締め局面における耐性が脆弱である。こうしたリスクが顕在化し、シャドーバンキングに対する出資投資家等からの“取り付け”が発生すると、彼らが保有する金融資産や不動産の投げ売り、ひいてはそれらの資産の価格急落を誘発する懸念がある。

第二に、シャドーバンキングと銀行部門との間のリスクは、昨今の規制強化の下でも遮断し切れていない。銀行によるファンドへの出資には制約が課せられたが、近年、投資ファンドが関与するパイアウト案件においてレバレッジが高まっていることに示されるように、銀行の資金供給によってシャドーバンキングのビジネスが支えられている面が強まっていると見られる。銀行システムにおけるシャドーバンキングの存在感、影響力は高まっており、上記のようなシャドーバンキングの脆弱性が顕在化した場合、銀行システムに波及し、その動揺が増幅される恐れがある。

今年から来年にかけては、先進各国の景気回復は持続しようが、米国・英国の利上げ時期は後ろ倒しとなっており、日本とユーロ圏では超金融緩和策の出口は展望できない。こうして現在の超金融緩和環境は大きく変わらないため、シャドーバンキングの脆弱性やリスクは露呈しないかもしれないが、その拡大と多様化、複雑化は続き、これを抑えんとする国際的な規制も強化されるというイタチゴッコが続くのはないか。

こうした状況にあつては、シャドーバンキングの拡大が、「ユーフォリア(熱狂的陶酔感)」を伴わない形のバブル生成の下地とならないか、彼らと接点・関係を築く際にはどのようなリスクが付随するか、すでにバブル的な価格上昇を見ている資産を積み上げることにならないか、政策当局・金融機関・投資家いずれにおいても慎重な検討が必要であろう。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@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・2016年度の内外経済見通し

## ～長期化する主要国の緩和的金融環境～

### <要旨>

ユーロ安の進展や原油価格の底打ちによってインフレ率が持ち直したユーロ圏では ECB の量的緩和縮小観測が出始め、世界的な金融緩和継続への期待は一旦後退した。もっとも、主要国の経済や物価の基調をみると、この先安定して改善することを確信できず、緩和的な金融環境は長期化するとみられる。

日本においても、消費の回復力や賃金の上昇率が緩慢なことから、日銀が予想する2015年度CPIコア上昇率0.8%を達成することは困難であり、緩和が縮小に向かうよりも追加緩和が行われる可能性の方が高い。

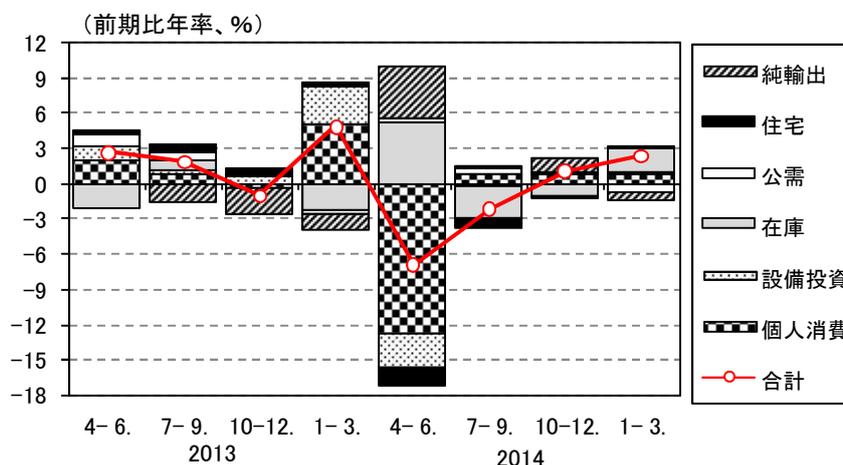
期待された賃金の伸びについては、今年度の春闘ベースアップ率0.67%から判断すると家計全体への波及は一定程度に留まろう。また、中国経済の減速が続くなかで、好調だった米国経済の回復ペースが鈍化するなど、外需環境もこれまでより下振れリスクが高まっている。したがって、2015年度の成長率は緩やかなものになり、成長率が大きく高まるのは、次回の消費税率引き上げによる駆け込み需要が見込まれる2016年度まで待つことになろう。

### 1. 1-3月期実質 GDP 成長率の評価

日本の1-3月期実質 GDP 成長率(1次速報値)は前期比年率+2.4%と2四半期連続のプラス成長となった(図表1)。個人消費は、雇用・所得環境の改善やエネルギー価格の下落によって、前期比+0.4%(年率換算+1.5%)と緩やかながら回復が続いている。設備投資は、好調な企業収益を背景に、同+0.4%(年率換算+1.4%)と4四半期ぶりに増加に転じた。輸出は増加が続いたが、内需の持ち直しによって輸入の伸びが高まったため純輸出はマイナスとなった。

国内民需は改善しているものの、そのペースは緩やかで、プラス寄与が最も大きい項目が在庫投資であったことを踏まえると、先行きを楽観視できる内容ではない。

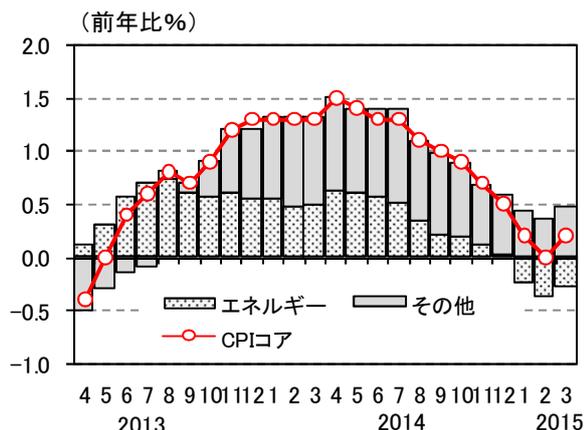
図表1 日本の実質 GDP



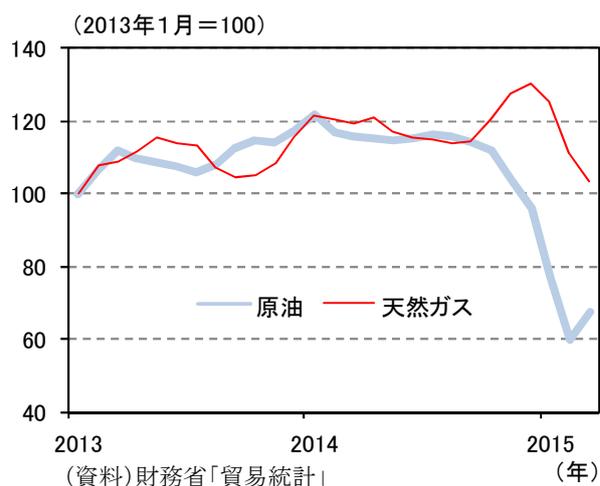
## 2. 国内経済環境と金融政策の見通し

全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、CPIコア)は2月に上昇率が0.0%まで落ちた後、3月には0.2%に持ち直した(図表2)。もともと、原油価格に連動して動く天然ガス価格が、ここに来て落ち始めているため、この先数カ月は電気代を通してCPIコアには低下圧力がかかり、夏場までに前年比マイナス圏入る可能性が高い(図表3)。

図表2 消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)



図表3 原油と天然ガスの輸入価格

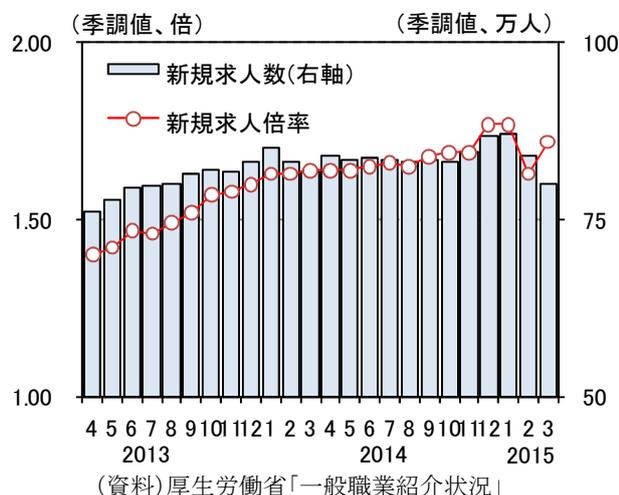


これまで堅調に推移していた雇用環境をみると、先行指標となる新規求人数がこのところ落ち込んでおり、失業率や有効求人倍率の改善ペースが鈍化する可能性がある(図表4)。

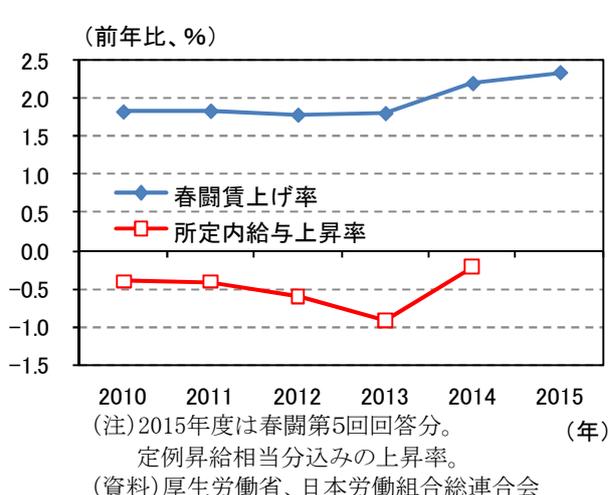
また、期待された賃金の上昇については、2015年度春闘のベースアップ率は0.67%と昨年度を上回ったが、昨年度0.38%のベースアップがありながらマクロでみた所定内給与の伸びが前年比マイナスに留まったことを考えると、今年度も所定内給与を押し上げる力は限られよう(図表5)。

日銀が目標とする2015年度CPIコア上昇率0.8%を達成するには、年度末に前年比2%近くまで上昇することが必要であるが、足元の物価動向や雇用・所得環境から判断すると達成は困難であり、今後の金融政策決定会合では追加緩和が検討されることになろう。

図表4 新規求人倍率と新規求人数



図表5 春闘賃上げ率と所定内給与上げ率



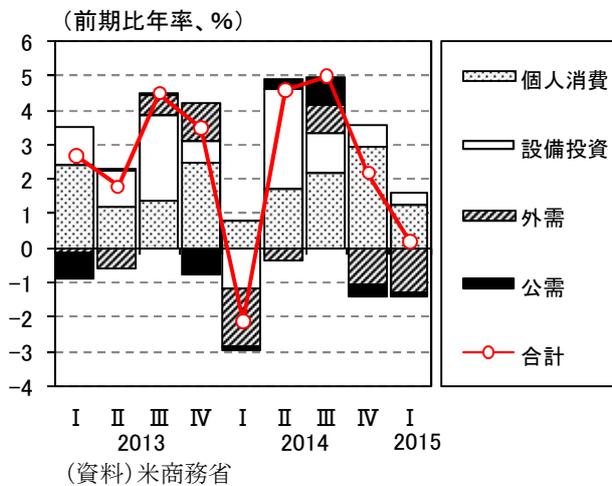
### 3. 海外経済環境と金融政策の見通し

#### (1) 米国の利上げ時期は年後半以降に後退

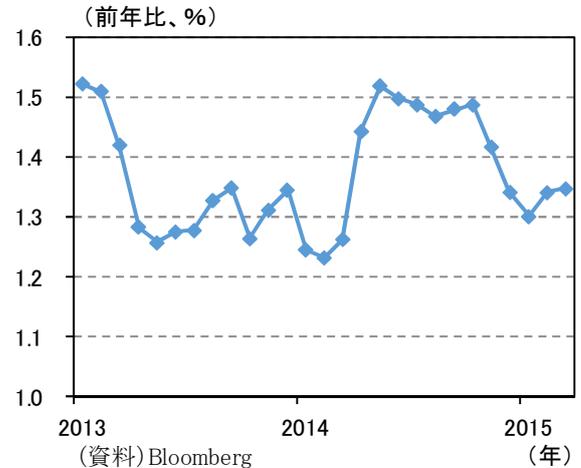
米国の1-3月期実質GDP成長率(速報値)は前期比年率+0.2%と大きく減速した(図表6)。原油価格の下落によってエネルギー関連投資が減少した他、ドル高の進展を背景に輸出が減少した。

米連邦準備理事会(FRB)が最も注視しているPCEコア上昇率は、前年比1.4%と伸び悩んでおり、利上げをためらう一因になっている(図表7)。原油価格は持ち直したものの、ドル高の進展が輸入物価を押し下げることによって、インフレ率の低下圧力になっているとみられる。

図表6 米国の実質GDP



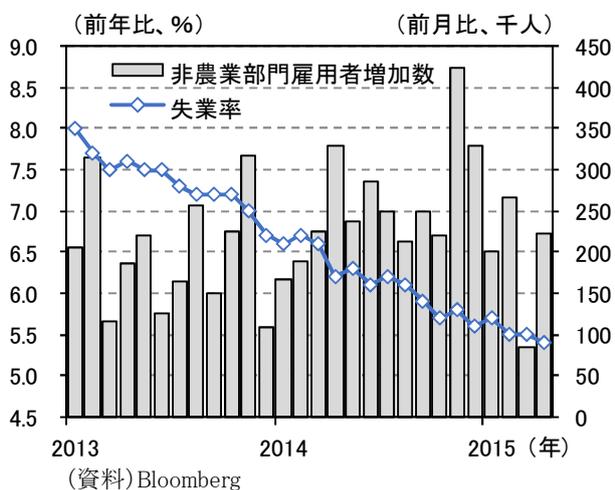
図表7 PCEコア上昇率



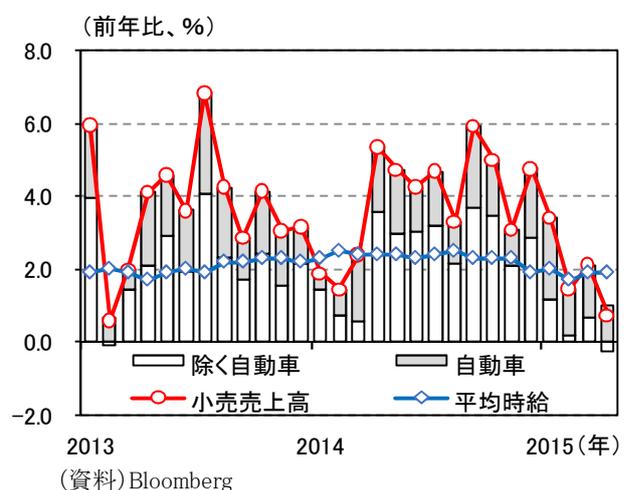
米国の失業率は改善が続いている(図表8)。2月に低調な結果であった非農業部門雇用者増加数は、3月は20万人を超え、雇用面の不安は後退した。もともと、平均時給は前年比2%を下回る水準で推移しており、物価の基調を押し上げるには力強さに欠ける(図表9)。

さらに、4月の小売売上高が伸びなかったことにより、4-6月の成長率も低調に終わる可能性が出てきた。既に市場が予想する米国の利上げ時期は年後半まで後退しているが、FRBは景気の下振れリスクを考慮し、利上げ後の政策金利引き上げペースも緩やかになるとみられる。

図表8 失業率と非農業部門雇用者数



図表9 平均時給と小売売上高

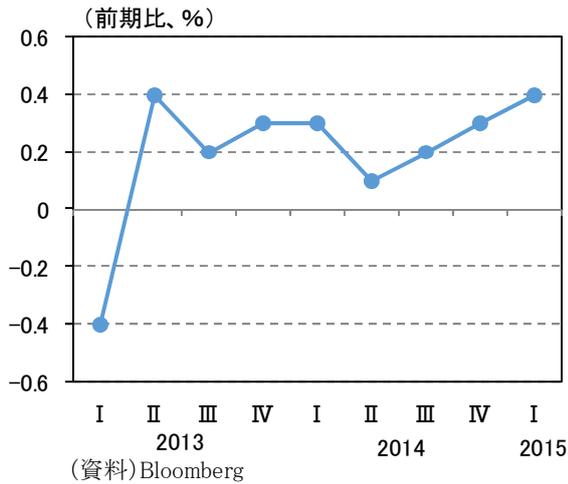


## (2)ユーロ圏の量的緩和は当面継続

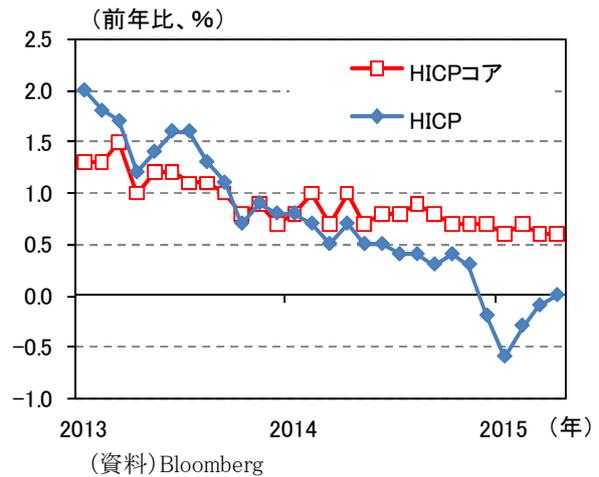
ユーロ圏の1-3月期実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.4%と伸びを高めた(図表10)。

また、欧州中央銀行(ECB)の量的緩和によるユーロ安の進展や原油価格の底打ちを背景にインフレ率が持ち直し、早期緩和縮小観測が出始めた(図表11)。ただし、食料・エネルギーを除くHICPコアは底を脱していないことから、通貨安効果は一巡すると再びインフレ率が低下する懸念がある。

図表10 ユーロ圏の実質GDP



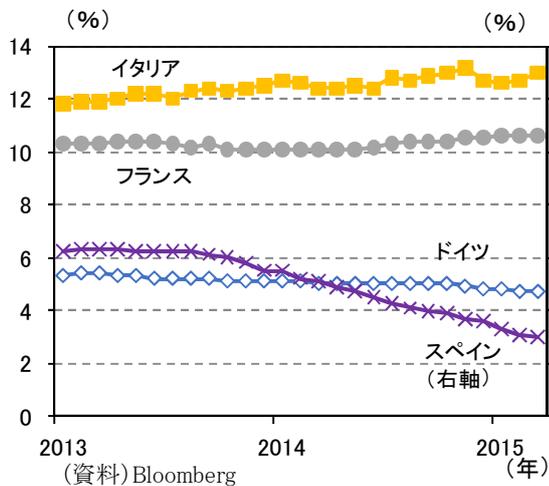
図表11 ユーロ圏の消費者物価指数



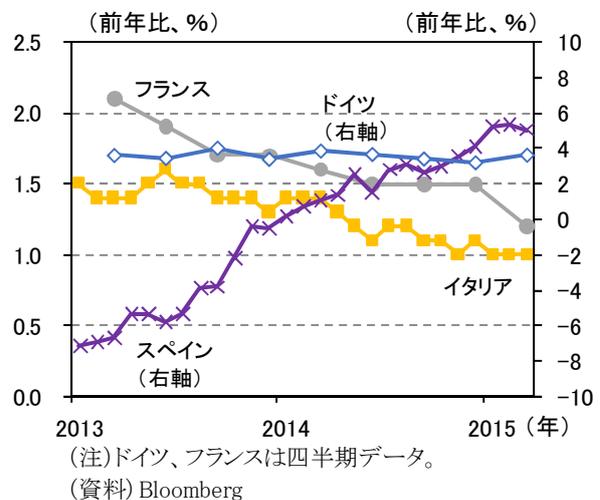
物価の基調を左右する、雇用環境にも不安が残っている。失業率をみると、ドイツやスペインでは改善が進んでいるが、フランスで高止まりしており、イタリアでは再び悪化に転じている(図表12)。さらに、各国の賃金動向をみてもドイツ以外は足元で弱含んでおり、改善の様子が確認できない(図表13)。

この先、雇用・所得環境が改善することで、物価が基調的に上昇しなければ、ECBは量的緩和縮小に向かうことはないだろう。

図表12 ユーロ圏の主要国失業率



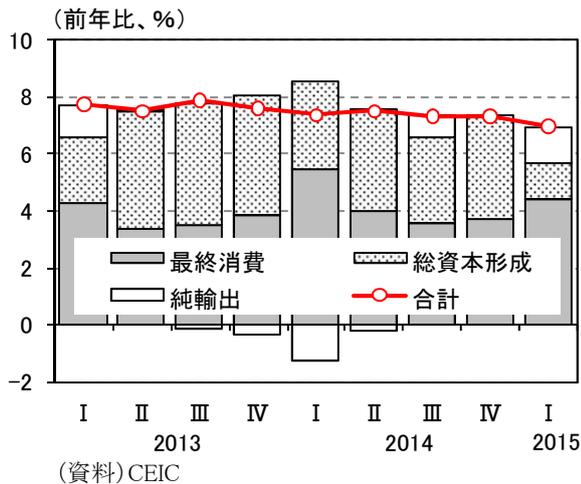
図表13 ユーロ圏の主要国賃金上昇率



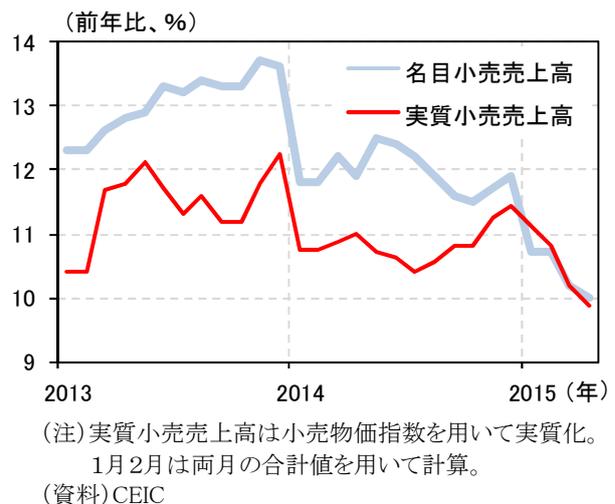
### (3)減速が続く中国経済

中国経済は、不動産投資の減少を主因として減速が続いている(図表 14)。中国人民銀行が、景気刺激策として2014年後半から立て続けに預金・貸出基準金利や預金準備率を引き下げたこともあり、足元では住宅価格の下落には歯止めがかかりつつある。ただし、このところ個人消費の伸びも鈍化しており、日本の最大輸出先としての観点からも中国の内需下振れリスクが警戒される(図表 15)。

図表 14 中国の実質 GDP



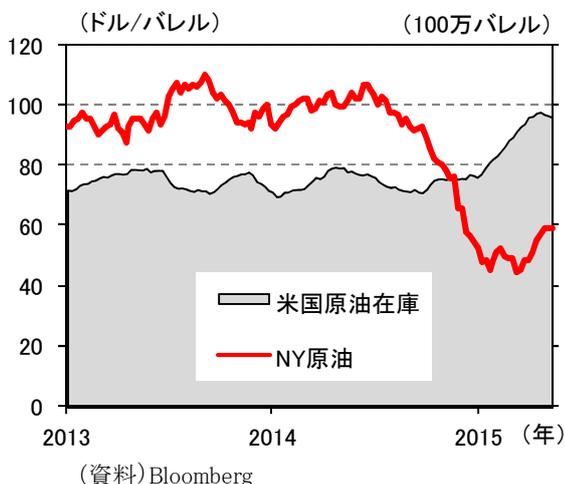
図表 15 中国の小売売上高



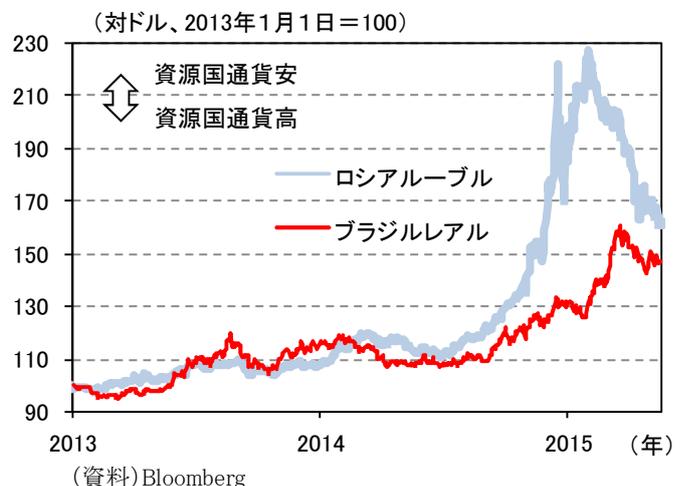
## 4. 原油価格と金融市場

2014年後半からの原油価格の下落は世界的なインフレ率の低下を招き、各国で金融緩和が進展するきっかけとなったが、足元で原油価格は持ち直しつつある(図表 16)。そして、原油価格の底打ちがユーロ圏のインフレ率改善をもたらしたことにより、世界的な金融緩和継続への期待は一旦後退した。また、これまでの原油価格の下落によって、経済・財政の悪化が懸念される資源国に向けられた警戒感は、このところ若干和らいでいる(図表 17)。

図表 16 原油価格と米国原油在庫



図表 17 ルーブル/ドル、リアル/ドルレート



## (1) 長期金利の見通し

世界的な金融緩和の進展を背景に低下基調で推移していた日米欧の長期金利は、4月末から上昇に転じた(図表18)。

欧州の長期金利は、ECBの量的緩和開始によって大きく低下した後、足元のインフレ率の改善による量的緩和縮小観測の浮上によって大きく上昇に転じており、欧州の長期金利及び金融政策期待の動きに、日米の長期金利も追随するように動いた。

ユーロ安の進展や原油価格の持ち直しによって、この先もユーロ圏のインフレ率が改善することで、欧州では長期金利が上昇する可能性がある。もっとも、ユーロ安効果一巡後にインフレ率が縮小すると、量的緩和長期化の予想が広がることで長期金利に再び下押し圧力がかかろう。

日本の10年国債利回りは欧州の長期金利につられて一旦上昇した後、足元では0.3%～0.4%程度で推移している。この先CPIコア上昇率が前年比マイナス圏に突入し、今年度後半に持ち直す力も弱いとすると、異次元緩和の縮小は早くも2016年度後半となる。したがって、10年国債利回りは当面0.5%を下回る低水準で推移すると予想される。

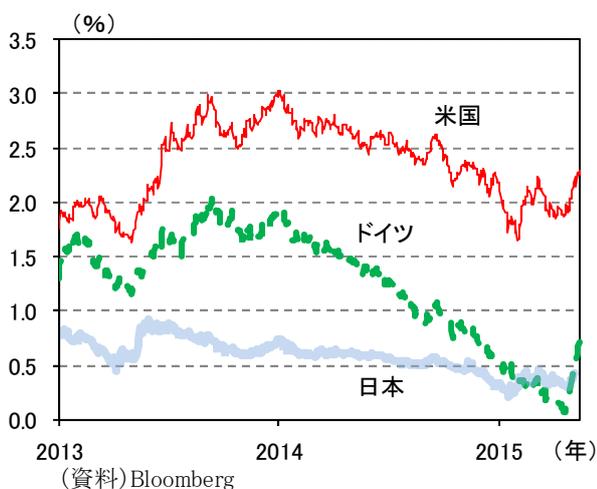
## (2) 為替の見通し

ドル円レートは、このところ120円前後の水準で推移している(図表19)。この先、米国は利上げに向かう一方で、日本はCPIコア上昇率の鈍化による金融緩和長期化と、日米で金融政策の方向性の違いは明確であることから、ドル円レートは円安方向に推移するだろう。

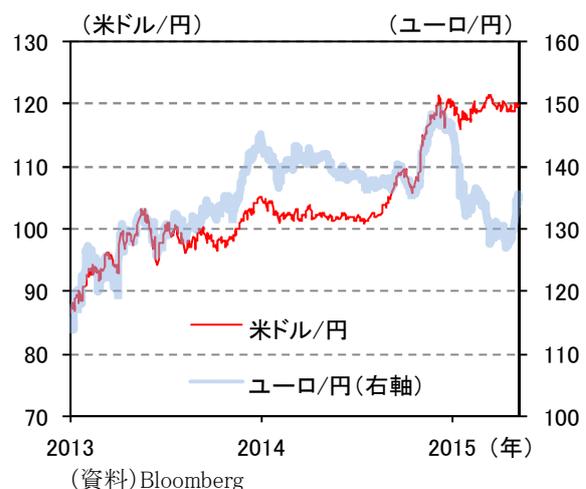
ただし、足元の水準は、FRBの利上げや日銀の追加緩和期待を一部織り込んでいると考えられ、FRBの利上げ時期が2016年まで後ずれした場合や、日銀の追加緩和が実施されない場合は、一時的に円高方向に動くことも想定される。

ユーロ円レートは、ECBの量的緩和決定によってユーロ安に動いたが、その後量的緩和縮小観測が浮上した4月末にユーロ高に転じた。日欧の金融政策は当面緩和方向で一致しているため、日銀の追加緩和がない場合は、この先横ばい圏内で推移しよう。

図表18 日米独10年国債利回り



図表19 ドル円、ユーロ円レート



### (3) 金融市場のリスク要因

前頁でみたように、原油価格の底打ちは、ユーロ圏のインフレ率改善を通して ECB の量的緩和縮小観測に繋がり、世界的に長期金利が上昇するきっかけとなった。

これまでのように原油価格の上値が抑えられた状態であれば世界的な金融緩和は継続されるとみられるが、この先原油価格が急上昇することがあれば、主要国の金融緩和が縮小・引き締め方向に向かうと市場が予想し、再び長期金利が大きく上昇することになる。したがって、金融市場をみる上で、主要国のファンダメンタルズのみならず、原油価格及び原油生産国の生産動向にも注意が必要である。

## 5. まとめ～この先の経済・金融環境の見通し

ユーロ安の進展や原油価格の持ち直しによってインフレ率が持ち直したユーロ圏では ECB の量的緩和縮小観測が出始め、世界的な金利低下基調は一旦後退した。ただし、ユーロ圏の経済や物価の基調を見ると力強い回復を確信できず、ユーロ安効果が一巡するとインフレ率が再び鈍化するリスクがある。また、米国は成長率が減速し、インフレ率の伸びも弱いことから、利上げ時期は年後半に後ずれし、利上げ後の金利引き上げペースも緩やかになるとみられる。

日本においても、マクロでみた消費の回復力や賃金の上昇率が緩慢なことから日銀が予想する2015年度 CPI コア上昇率 0.8%を達成することは困難であり、緩和が縮小に向かうよりも追加緩和が行われる可能性の方が高い。

期待された賃金の伸びについては、今年度の春闘ベースアップ率 0.67%から判断すると家計全体への波及は一定程度に留まろう。また、中国経済の減速が続くなかで、好調だった米国経済の回復ペースが鈍化するなど、外需環境もこれまでより下振れリスクが高まっている。したがって、2015年度の成長率は緩やかなものになり、成長率が大きく高まるのは、次回の消費税引き上げ前に駆け込み需要が見込まれる2016年度まで待つことになる。

(経済調査チーム 登地 孝行 : Toji\_Takayuki@smtb.jp)

総括表 2015・2016年度の内外経済見通し  
(作成日：2015年5月22日)

	2015年度		2016年度		2015上	2015下	2016上	2016下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2000年基準>								
国内総支出	532.7	1.5	542.5	1.8	0.9 1.3	0.8 1.7	0.9 1.7	1.1 2.0
民間最終消費	310.7	1.1	315.0	1.4	0.5 1.2	0.5 1.0	0.5 1.0	1.3 1.8
民間住宅投資	13.5	2.1	14.4	6.6	2.9 -0.1	1.2 4.2	3.6 4.9	4.4 8.3
民間設備投資	72.7	2.1	75.3	3.6	1.2 1.2	1.6 2.9	1.7 3.2	2.2 4.0
民間在庫品増加(実額)	-1.9	寄与度 -0.1	-2.1	寄与度 -0.1	-1.8	-2.0	-2.0	-2.3
政府最終消費	103.3	0.6	104.0	0.6	0.3 0.7	0.3 0.6	0.3 0.6	0.3 0.6
公的固定資本形成	22.1	-3.1	21.9	-0.8	-2.5 -2.5	-1.0 -3.5	-0.1 -1.1	-0.4 -0.5
財貨・サービス輸出	99.0	7.8	104.1	5.1	3.8 9.1	2.5 6.5	2.5 4.9	2.7 5.4
財貨・サービス輸入	85.9	6.5	89.8	4.6	3.7 7.1	2.1 6.0	1.7 3.7	3.6 5.5
内需寄与度	1.4	民需 1.4	1.8	民需 1.7				
外需寄与度	0.1	公需 -0.1	0.1	公需 0.1				
<名目>								
国内総支出	502.3	2.5	514.2	2.4	1.5 2.8	0.8 2.3	1.1 1.9	1.7 2.9
GDPデフレーター	94.3	1.1	94.8	0.5	1.6	0.6	0.2	0.8
企業物価 * (10年=100)	105.2	0.0	106.9	1.6	-0.6	0.6	0.6	3.2
輸出物価 * (10年=100)	116.0	4.3	119.4	2.9	3.5	5.1	5.1	-7.4
輸入物価 * (10年=100)	120.1	-4.1	122.6	2.1	-6.4	-1.7	-1.7	0.4
消費者物価 * (10年=100)	103.6	0.3	105.0	1.4	0.1	0.6	1.3	1.4
鉱工業生産 * (10年=100)	101.7	3.2	105.8	4.1	2.8	3.7	3.6	4.5
失業率 (%)	3.4	-0.2	3.2	-0.1	3.4	3.3	3.3	3.2
雇用者数 *(万人)	5,619	0.0	5,622	0.0	0.2	0.2	-0.1	0.2
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.7	-	0.7	-	0.7	0.7	0.6	0.7
新設住宅着工戸数(万戸)	91.4	3.8	97.1	6.3	92.7	89.5	98.4	95.2
貿易収支 (10億円)	373	-	-6	-	707	-334	412	-418
輸出 *(10億円)	84,448	11.7	90,725	7.4	11.6	11.7	9.8	5.3
輸入 *(10億円)	84,076	2.3	90,731	7.9	-2.4	6.9	10.7	5.4
第一次所得収支 (10億円)	19,013	-	19,103	-	9,565	9,448	4,811	4,741
経常収支 (10億円)	15,061	-	15,303	-	7,990	7,070	7,947	7,356
マネーサプライ *(M2,兆円)	913.3	3.5	945.0	3.5	3.5	3.5	3.5	3.4
ドル/円レート (円、期中平均)	125.0	-	127.9	-	122.6	127.4	128.1	127.7
輸入原油価格 (ドル/バレル)	66.3	-	73.5	-	63.5	69.1	72.5	74.5
米国実質GDP(10億ドル)	16,484	2.5	16,984	3.0	1.4	3.0	3.1	2.9

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

\*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

(期間平均値)

	4-6	7-9	10-12	2016/1-3	4-6	7-9	10-12	2017/1-3
コールレート(無担保・翌日)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	0.41	0.40	0.39	0.40	0.41	0.42	0.44	0.47
ドル/円レート	121.2	124.1	127.1	127.7	128.0	128.2	128.0	127.5

# ギリシャ問題は信用危機から流動性危機へ

## ＜要旨＞

ギリシャ政府の債務不履行(デフォルト)懸念は銀行の預金流出を招き、銀行はユーロ圏の通常の資金供給手段から締め出されつつあり緊急流動性支援(ELA)に資金繰りを依存している。棚上げされている第二次金融支援の残額 72 億ユーロだけでは8月の債務償還を賄えず、さらなる追加支援策を早急にまとめデフォルト懸念を払拭して預金流出に歯止めをかけることが望まれる。

現時点では周辺国に悪影響は見られないが、万一デフォルトとなれば不確実性やリスクオフの動きが高まりユーロ安や長期金利急上昇、短期資金市場の機能不全等の悪影響が一時的にせよ周辺国に波及する懸念がある。

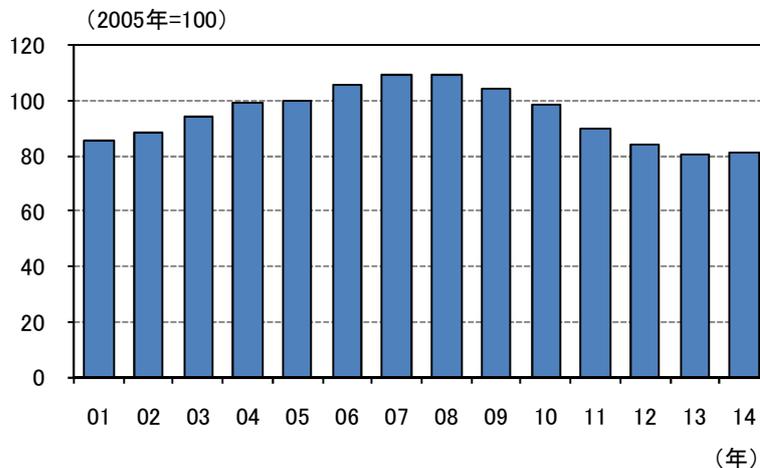
支援協議がまとまり8月の債務償還を乗り切ってもそれでギリシャの債務問題が終わるわけではなく、国債市場復帰を果たすまでは支援を巡るギリシャ政府とEU・IMF 等との間の不協和音から資金繰り不安が今後も起こり得ると覚悟する必要があるだろう。

2009 年末にギリシャの財政数値改ざんが発覚してから 6 年が経過した。その間に 2010 年の第一次金融支援、2012 年の債務再編と第二次金融支援を経たが、ギリシャの債務問題は未だ収束しない。ギリシャ債務問題は信用リスクから流動性(資金繰り)リスクに焦点が移りつつある。その経緯と現状を再整理し、今後の展望について考察する。

## 1. ユーロ離脱有無を問わず構造改革は必要

ギリシャ経済は実質ベースで見ると 2007 年のピーク時の4分の3まで縮小し、同国の 21 世紀初頭は「失われた 15 年」になりつつある(図表1)。

図表1 ギリシャの実質 GDP

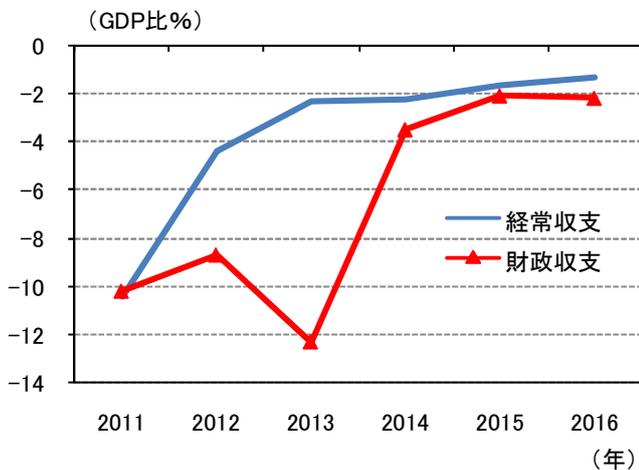


(資料)Eurostat、CEIC

金融支援の条件として課された年金削減や労働市場改革などの緊縮策に対するギリシャ国民の反発は自然だが、同国の資金繰りは海外の公的支援に依存しており、好むと好まざるとにかかわらず構造改革は続けざるを得ない。何故なら財政収支と経常収支の「双子の赤字」の資金フローの状況では名目 GDP の 1.8 倍の政府債務(ストック)を国内で消化することは不可能であるにもかかわらず、海外投資家向け国債の市場発行が出来ない状況にあるからである(図表2・3)。

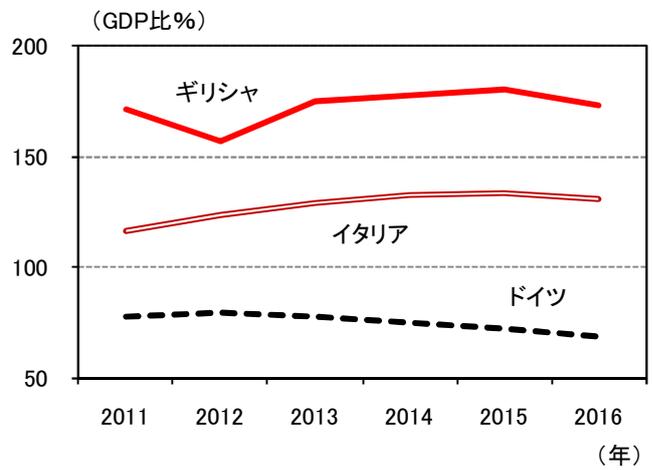
欧州委員会の春季経済予測では 2015 年のギリシャの財政赤字は名目 GDP 比▲2.1%であり 2013 年の▲12%からは大きく改善したものの、資金繰り不安が経済の足枷となり税収が落ち込み財政赤字が予測よりも拡大する可能性もある。実際に 2015 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は▲0.2%(季調済前期比)で2期連続のマイナス成長となり、ユーロ圏全体としては経済が回復基調にある中でギリシャ経済の落ち込みが目立つ。

図表2 財政収支・経常収支の実績・予測



(資料) 欧州委員会経済予測(2015年春季)

図表3 政府債務残高の実績・予測



(資料) 欧州委員会経済予測(2015年春季)

また、ギリシャの旅行収支を見る限り観光需要は健在であるが、万ユーロ離脱となり経済の混乱から治安がさらに悪化すれば、数少ない強みである観光収入すら失いかねない等、同国にとって離脱のコストははかり知れない。ギリシャのユーロ離脱を意味する「Grexit」なる造語もあるが、ギリシャ国民の大半は緊縮策には反発しつつもユーロ残留を望んでいるとされる。しかし同国政府は、国民に対して構造改革の苦労はユーロ圏内でするのが建設的との説得をせず、逆に EU・IMF 等の関係諸機関に対して選挙公約を盾に年金削減や労働市場改革の履行を拒んでおり、関係諸機関との協議がまとまる目途がたたないまま第二次金融支援期限の 2015 年6月末が迫りつつある。

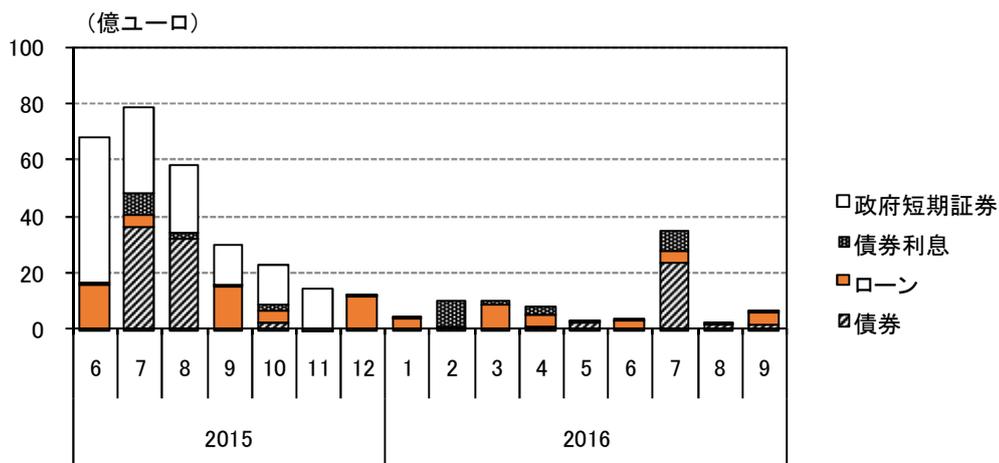
## 2. 資金繰り不安は夏場も続く

ギリシャ政府の資金繰りを巡り現在問題となっているのは、第二次金融支援の分割実行の最終分 72 億ユーロの実行可否であるが、資金繰り不安はそれだけでは収束しない。ギリシャ政府の資金繰り不安はギリシャ国内銀行の預金流出を招き、政府(ソブリン)の資金繰り不安と銀行の資金繰り不安の負の連鎖を引き起こしており、国内銀行はユーロ圏の通常の資金供給オペレーション

から締め出されつつある。ギリシャ政府の長期債務(ローン、債券)と短期債務(政府短期証券)各々の資金繰り状況、そして短期債務(政府短期証券)の借換えと密接に関連する国内銀行の資金繰り状況について次にみていく。

第一に長期債務(ローン、債券)であるが、2015年6～7月に65億ユーロ、8月に34億ユーロの元利償還が予定されており、第二次金融支援の最終分72億ユーロだけでは8月分の償還資金を捻出出来ないと見られる(図表4)。各種報道によれば、ギリシャ政府は5月半ばのIMFローン返済資金をIMFの特別引出権(SDR)取り崩しにて捻出したり、地方政府の予備資金を中銀に移管する法的措置をとる等、資金確保に向けあらゆる手段をとっているようである。しかし、SDRは一月以内には補填しなければならず、また地方政府の多くは予備資金の拠出に反発し中銀移管も順調ではなく、これらに公務員給与や年金等の国内支払いの存在を重ね合わせれば政府の資金繰りに余裕はないものと推定される。72億ユーロの支援実行後に速やかに追加支援の協議がまとまらなければ7月末から8月上旬にかけて再びギリシャ政府の資金繰り不安が市場の注目を浴びることとなる。なお、2012年の債務再編を経て償還期限が近い債務はIMF等の公的部門が主たる保有者であるが、一部は民間が保有しておりその中には7月に償還を迎える円建サムライ債もある。

図表4 ギリシャの債務償還スケジュール



(資料) Bloomberg (2015年5月18日時点)

第二に短期債務(政府短期証券)であるが、主たる保有者とみられるギリシャ国内銀行では預金流出が加速しており、2015年6～8月に予定される106億ユーロの借換えがスムーズに進むかどうかはギリシャ国内銀行に対する緊急流動性支援(ELA)の継続と増額を欧州中銀(ECB)が今後も認めるか次第である。ELAとは、支払い能力のある銀行が一時的な流動性の問題に直面している時に、ECB承認の下で当該國中銀のリスク負担にて実施する中銀貸出である。

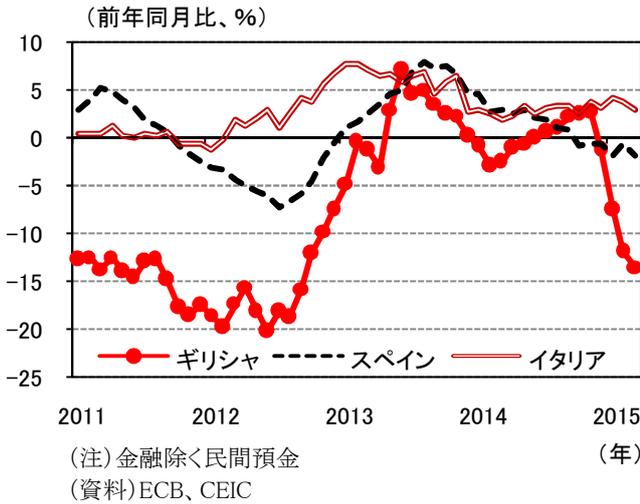
まずギリシャ国内銀行の資金繰り状況をみると、2015年3月末の民間預金残高は2014年末から213億ユーロ(14%)減少し、ギリシャ中銀への資金調達依存度が急上昇している。銀行の資金繰りも逼迫しており政府短期証券の借換えに応じるのは容易ではない(次頁図表5、6)。

次に中銀貸出の中身をみると、2015年に入り通常の資金供給オペレーション(リファイナンスングオペレーション)からELAにシフトしている。このシフトは2015年2月にECBがリファイナンス

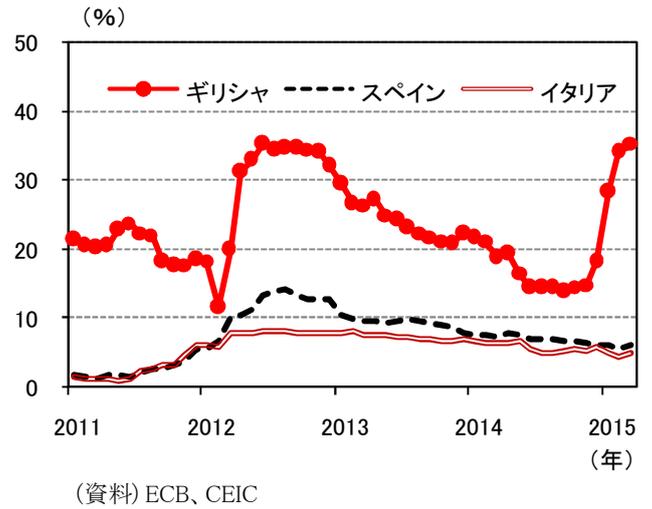
グオペレーションの適格担保要件におけるギリシャ国債の例外措置を停止し、ギリシャ国内銀行がユーロ圏の通常の資金供給オペレーションの枠組みから事実上締め出されつつあることを表している(図表7)。

なお、ギリシャ中銀の国内銀行向け資金供給が急増するに連れて、ユーロ決済システムの各国中銀間貸借勘定(ターゲット2勘定)に対するギリシャ中銀のネット債務も急増している(図表8)。

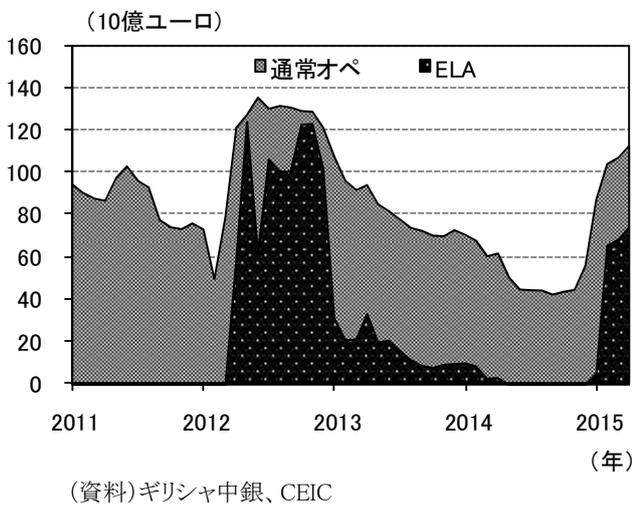
図表5 預金残高



図表6 中銀調達依存度



図表7 ギリシャ中銀による資金供給



図表8 ギリシャ中銀のターゲット2勘定債務



長期債務と短期債務相互の関係は次のようにまとめられる。仮に支援協議がまとまらずギリシャ政府の長期債務が債務不履行(デフォルト)に陥れば、短期債務(政府短期証券)を担保としたELAも継続出来なくなり銀行危機が連鎖し、預金封鎖・資本規制等の措置が取られよう。逆に、支援協議の途上でECBがELAの担保要件を厳格化し短期債務(政府短期証券)が先にデフォルトする可能性は低いと見るが、預金流出がさらに加速すればELAではカバー出来ない事態もあり得ることから、早急に支援協議をまとめ長期債務償還の目途を立て資金繰り不安を払拭し、預金流

出に歯止めをかけることが望まれる。

ギリシャは2012年にも国内銀行の資金繰りをELAに依存する事態を経験したが、ECBは担保に代えてギリシャ政府の保証にてELA実施を認めたとされる。しかしながら今回のELAは有担保とみられ、預金流出の規模に応じて無制限にELAを増額することは出来ないと考えられる。支援協議が長期化し預金流出がさらに加速すれば、銀行デフォルトが先に発生し政府のデフォルトに繋がるという逆方向の負の連鎖もあり得る点は注意が必要である。

### 3. 今後の展望

今後の展望を考える上では、仮にギリシャが債務不履行(デフォルト)に陥った時の周辺国への影響をどう見積もるかも関係してくる。一国の「個別リスク」とユーロ圏の「システミックリスク」が同時発生の際は「システミックリスク」への対応が優先し、「個別リスク」の単独発生時とはEU・IMF等の関係諸機関の対応策が異なることがあり得るからである。

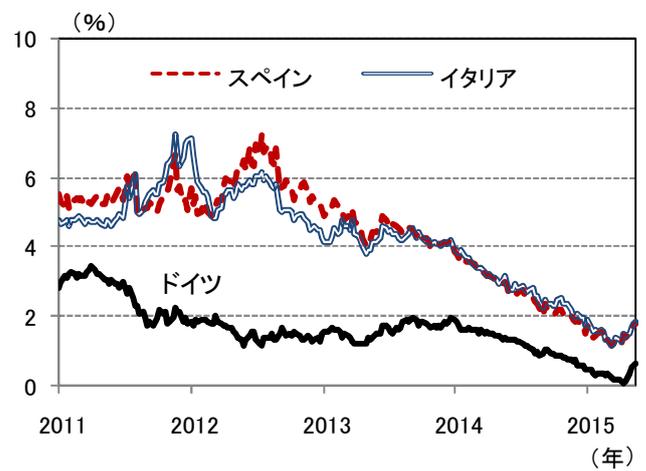
周辺国の中で財政に不安を抱えているイタリア・スペイン(ユーロ圏GDP第3・4位)をみると、現時点では悪影響の顕在化は見られない。具体的にはギリシャの銀行の資金繰りが逼迫しているのに対してイタリア・スペインの銀行預金動向や中銀調達依存度からは資金繰り逼迫の兆しは認められず(前掲図表5、6)、またギリシャの長期金利は2014年末と比較して2ポイント強上昇し11%を超える水準にあるのに対してイタリア・スペインの長期金利は最近の日米欧の長期金利上昇の流れを受け4月下旬を底に上昇しているものの2014年末比ではほぼ横ばいである(図表9、10)。

図表9 ギリシャ10年債利回り



(資料) Bloomberg

図表10 各国10年債利回り



(資料) Bloomberg

この背景としては2011～12年のユーロ債務危機時と異なり、①欧州安定メカニズム(ESM)やECBによる国債買い切りオペ(OMT)等の危機管理策が整備されたこと、②ECBの量的緩和策による国債購入(ギリシャ国債は対象外)が長期金利抑制、銀行資金繰り緩和に寄与していると考えられること、③2015年第1四半期の実質GDP成長率がギリシャの▲0.2%に対してイタリアは+0.3%、スペインは+0.9%(季調済前期比)と経済が回復基調にあることがあげられよう。

ギリシャ向け追加支援協議がまとまれば周辺国への波及はこのまま回避されよう。しかし、ギリシ

がデフォルトに陥れば、明示的な政府債務の処理に加えて図表8でみたターゲット2勘定のギリシャ中銀債務の処理問題も出ること、ユーロ圏各国の財政負担を巡り不確実性やリスクオフの動きが高まり、ユーロ安や一部諸国の長期金利急上昇、そして短期資金市場の機能不全等の悪影響が一時的にせよ顕在化する懸念もある。

係るユーロ圏の「システミックリスク」顕在化の懸念に対して EU・IMF 等の関係諸機関が、ユーロ債務危機時に構築された ESM や OMT 等の危機管理策にて早期に対応可能と考えるならば、ギリシャのデフォルトは現実的選択肢となり得るのではないかと。つまり関係諸機関はギリシャのデフォルト回避を目指すものの、ギリシャの債務問題という「個別リスク」に対してギリシャ政府が年金削減や労働市場改革等の争点で最後まで譲歩しなければデフォルトもやむなしという立場で、周辺国の銀行預金動向や長期金利の動きも注視しつつぎりぎりの判断をしていくこととなる。

今回、第二次金融支援の最終分 72 億ユーロと、さらなる追加支援の協議がまとまり夏場の債務償還を乗り切ったとしても、それでギリシャ債務問題が終わるわけではない。ギリシャが国債市場復帰を果たし支援を「卒業」するまでは、支援を巡るギリシャ政府と関係諸機関の不協和音に起因する資金繰り不安が今後も起こり得ると覚悟する必要があるだろう。

(経済調査チーム 吉内 拓 : Yoshiuchi\_Taku@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。

# 長期金利反転下の株・債券の相関変化

## <要旨>

欧米長期金利の反転上昇は異例に低い水準からの修正局面とも受け取れるが、この間、国債と株価の相関関係にも変化が生じている。米国とドイツを例にとれば、長期金利と株価変化は均せばプラスの相関であったものから、無相関もしくはマイナスへと相関が低下した。かかる変化は、長期金利の推移のうち期間リスクプレミアムが上昇していることも一因とみられ、株価よりも債券の振る舞いに原因があるように見える。この見方が正しければ、低すぎるリスクプレミアムの水準が正常化するまで、長期金利と株価の相関関係も元に戻らず不安定となる可能性が高い。

## 1. 欧米長期金利の異例に低い水準からの修正

長期金利は株式や社債など他の金融資産価格に影響を及ぼし、投資リターンを評価する軸のひとつであるため、その振る舞いは極めて重要である。各国中央銀行による量的緩和拡大や欧州中央銀行(ECB)によるマイナス金利導入を契機に進んだ長期金利の異例なほどの低下と最近の急反転は、長い目で見ても特徴的な動きとなっている(図表1)。

例えば、米国、ドイツ、イタリア、スペイン4ヶ国の10年債レート推移を比較すると、2010年時点で概ね3~4%に収斂していた金利水準からの「二極化とその後の格差縮小」に続いて、2014年以降は「米独間の金利格差拡大」、そして最近では「異例に低い水準からの反転」、という特徴が読み取れる。過去1ヶ月の金利上昇は、ドイツ10年債レートのマイナス近傍からの反転、政府債務リスクが相対的に高いイタリア、スペインの10年債レートが米10年債レートを下回る逆転現象の解消傾向など異例な状況からの修正局面にあるとも受け取れる。

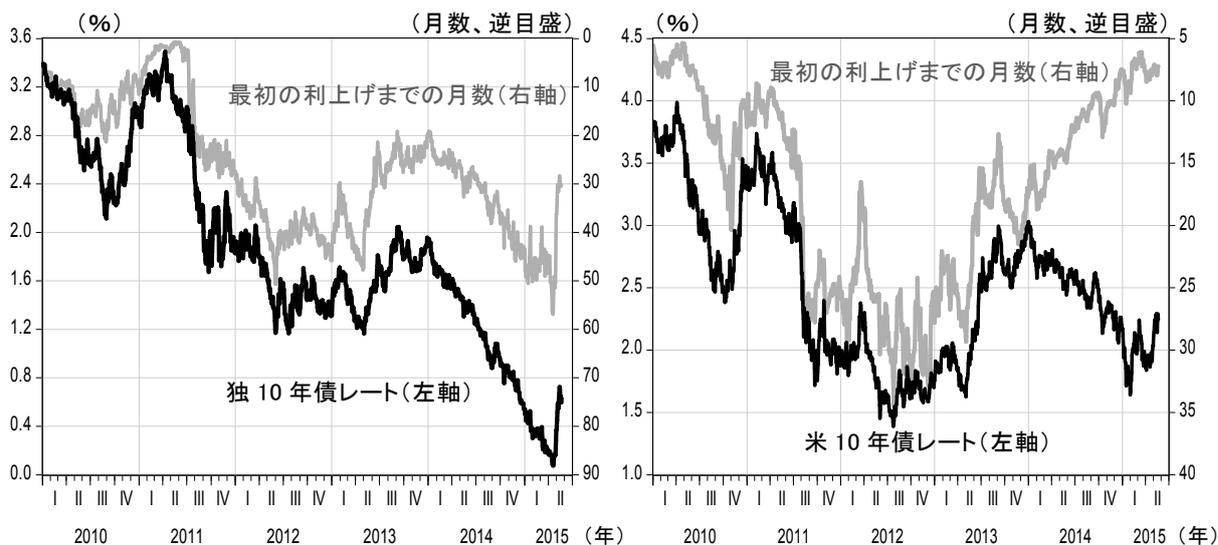
図表1 欧米長期金利の推移



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

もつとも、足許の米独長期金利の反転をもたらした要因は細かく見れば異なっている可能性が高い。下図は米独それぞれの10年債レートと各中銀の最初の利上げまでの月数を比べている。利上げまでの月数は、政策金利の市場期待値であるOIS金利の水準(利上げ後の水準に到達するのはいつか)より試算している。この図をみると、独10年債レートの急騰は欧州中央銀行(ECB)の緩和解除時期の期待変化の影響が大きく、対して米10年債レートは利上げ時期接近とは関係なく上昇していることが読み取れる(図表2)。

図表2 欧米長期金利と最初の利上げまでの期待月数



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

米国長期金利の上昇は、利上げ時期の期待変化よりも、将来の短期金利に上乗せされるリスクプレミアムが変化した点が多い。米10年債レートを「将来の短期金利の期待平均」と、これに上乗せされる「期間リスクプレミアム」部分に分解してみると、期間リスクプレミアムがマイナスからプラスへと大きく修正が働いたことによって、10年債レートが上昇したことを示している(図表3)。

図表3 米10年債レート推移の要因分解



(資料) ニューヨーク連銀、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

## 2. 欧米の長期金利と株価相関の変化

このように、欧米長期金利の反転上昇は、異例に低い水準からの修正局面とも受け取れるが、この間、長期金利と株価の相関関係には変化が生じた。米独を例にとれば、長期金利と株価の変化の方向が、従来プラスの相関であったものから、無相関ないしはマイナスへと変わっているという点である(図表4)。

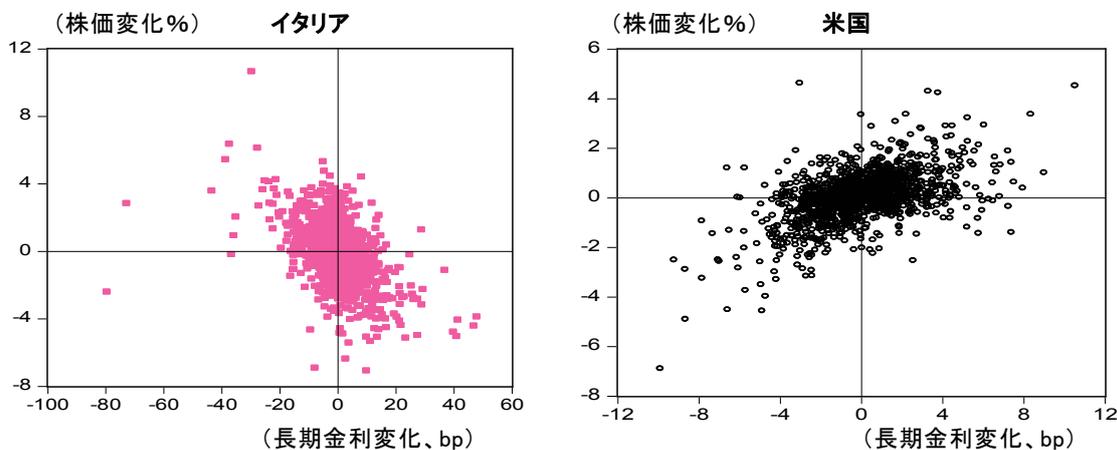


(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

金利と株価の相関関係の解釈は、欧州周縁国と対比すると分かりやすい。欧州債務不安により金利が急騰したイタリアを例にとれば、金利上昇と株価下落(株と債券の同時安)が生じやすく、金利と株価の方向は逆相関になりやすい。対照的に米国では、金利が上昇する局面では景気や企業収益も堅調であるため株価は上昇しやすく、債券から株へのシフトから債券安(金利上昇)と株価の上昇が観察されやすい。事実、2010年以降の日次データをプロットしてみると、悪い金利上昇の典型であるイタリアと良い金利上昇の米国の特徴がよく表れている(図表5)。

図表4に戻り、改めて相関関係の時系列推移を眺めると、2014年後半から米独の金利と株の相関が明確なプラスから無相関もしくはマイナスに変化していることが読み取れ、金融市場で大きな調整が進行中であることを示唆している。

**図表5 イタリアと米国の株価・長期金利変化の日次相関(2010年～現在)**

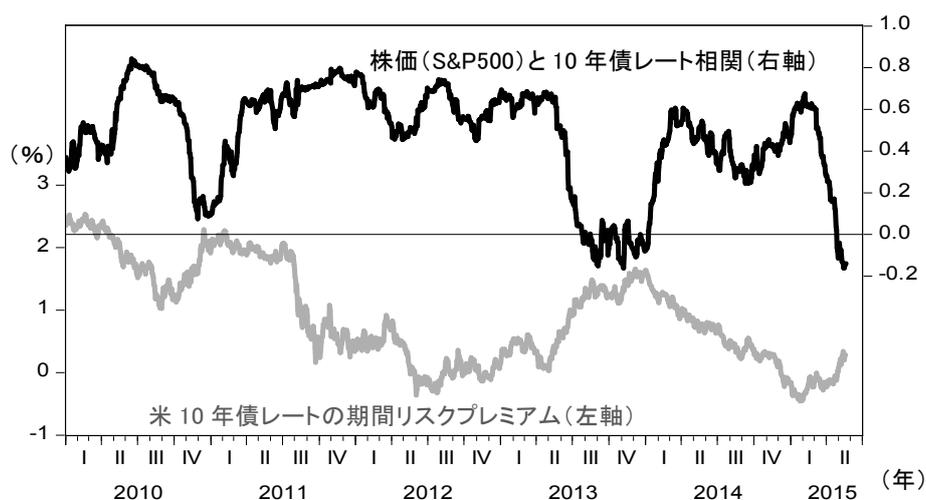


(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

かかる長期金利と株価の相関関係の変化は、米国債のリスクに大きな変化がみられた場合に生じやすい。長期金利は、将来の短期金利の期待平均に期間リスクプレミアムを加えた水準に決まるという整理に立てば、米国債のリスクは期間リスクプレミアムの変化に表れる。そこで、米10年債レートと株価(S&P500)相関に対して、米10年債レートの期間リスクプレミアム推移を並べてみると、リスクプレミアムが高まる局面ではプラスの相関が崩れやすいことが読み取れる(図表6)。

なお、2013年にも今と似た現象が表れている。2013年5月のバーナンキ前議長の発言を契機に、米連邦準備制度理事会(FRB)による量的緩和縮小(テーパリング)が懸念されたことは記憶に新しい。米10年債レートの3%超への急騰は期間リスクプレミアムの拡大によるものであった。

図表6 米国の株価・10年債レート相関と期間リスクプレミアム



(資料)ニューヨーク連銀、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

### 3. まとめ—金利反転で不安定化する株債券の相関関係

グローバルでみた長期金利の反転は、ドイツにおいてはマイナス金利の解消、米と欧州周縁国の間では金利逆転現象の解消へ、米では10年債レートのマイナスの期間リスクプレミアムの解消という形で進んでいる。この間、長期金利と株価の間には変化が生じ、株と債券の相関関係が崩れた。米国を例に挙げれば、長期金利と株価変化は均せばプラスの相関であったところが、無相関ないしはマイナスへと変化し、長期金利が上昇しても株価は動かない、もしくは株価が下落しやすい局面へと移行している。相関の低下は米10年債レートの期間リスクプレミアムが低すぎた局面から上昇していることも一因とみられ、株価よりも債券の振る舞いに原因がある。

長い目で見れば株債券の相関は債券のリスクプレミアムの多寡に応じて順相関から逆相関へ、続いて順相関へと局面変化を繰り返すよう見受けられる。伝統的な政策金利の誘導が効かなくなった量的金融緩和後の世界では、かかる株と債券の相関も崩れやすい。債券のリスクプレミアムが適正なところに戻るまで、金利と株価の相関関係も不安定となりやすい点に留意が必要だろう。

(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。