

2015. 7 No.39

三井住友信託銀行

調査月報



時論

“草食系バブル”の進行とその予兆察知.....1

経済の動き

高齢化・財政悪化が変える個人消費構造.....3

邦銀も無縁ではない欧州銀行の海外シフト

～グローバル・マネーフローレビュー～.....8

利上げ接近に伴う米国長短金利の展望.....13

時 論

“草食系バブル”の進行とその予兆察知

日経平均株価は4月に15年ぶりに2万円台に乗り、5月から6月にかけては27年ぶりに12日間連続の上昇となった。不動産市況の回復傾向も顕著であり、国土交通省「地価 LOOK レポート(2015年3月)」によると主要都市の観測地点のうち8割超で上昇を見た。こうした動きは、上場企業の経常利益が7年ぶりに史上最高を更新し、設備投資にも動意が見られ、ベースアップも相次ぎ、内需の好循環が徐々に強まっていることを勘案すると、相応に裏付けがあるとも言える。

その一方、市場の過熱やバブルを懸念する声も出始めている。株価のイールドスプレッド(株式益利回り－国債利回り)や不動産投資利回りのリスクプレミアム(不動産投資家の期待利回り－国債利回り)には特段の低下は見られず、株価・不動産価格上昇への過剰な期待は高まってはいないとの判断も可能だが、これは国債利回りの異常な低下によって事後的算出上そうなっているだけで、株価・不動産価格の上昇は超金融緩和に支えられている面が強いとも解釈しうる。REIT 市場では増資発表後に値を下げる銘柄も散見され、東証REIT指数も軟調気味となっていることも、物件価格の割高感・警戒感が高まっていることの表れかもしれない。

超金融緩和の長期化がバブルの温床となることはこれまで幾度となく経験してきただけに、既視感は禁じ得ない。

ただ、すでにいずれかの領域で何らかのバブルが発生しているとしても、過去見てきたバブルとは異なる面がある。それは、前月号の本稿でも指摘したが、ユーフォリア(将来に対する過度かつ根拠が乏しい楽観論、熱狂的とも言える陶酔感)を伴っていないということである。

80年代後半におけるわが国の株・土地バブルの際には、日本のGDPは、人口規模が2倍強の米国を抜く可能性が現実感をもって語られた。また、リーマン・ショック前の2000年代半ばには、市場メカニズムの導きと、米国FRBグリーンズパン議長の政策手腕などによって、資本主義経済は景気循環もインフレもない経済成長が続く「グレート・モデレーション(超安定期)」に入ったとまで言われた。

今から振り返れば、なぜそのようなことがまことしやかに語られたのか、首をかしげたくなるが、当時はこうした風潮の中、人々は景気拡大・低金利・低インフレの三者鼎立(ていりつ)、資産価格の永続的値上がり信じて疑わず、リスクの十分な吟味もないまま株式・不動産・金融商品を買いくるという「肉食系バブル」の様相を呈していた。

しかし今日は、日本の景気回復は円安頼み、米国では「長期停滞論」、欧州では「日本化(デフレ経済化)」がささやかれ、新興国経済もかつての勢いはなく、ユーフォリアが強まっているようには見えない。

かくして超金融緩和策と超低金利が長期化する中、金融機関も機関投資家も個人も運用難に直面し、言わば止むに止まれず、追い込まれる形で、少しでも高いリターンを求めて、それまでより少しリスクが高いものに運用対象を広げつつある。しかしユーフォリアを伴わない中ではリスクを積極的に取ることに慎重であるため、相対的にクレジットの高いものを指向することになる。

これは一見合理的な行動ではあるが、資金運用者が同じような行動をとると、「安全な資産が買い進ま

れ、その価格は持続性がない水準まで上昇する」「多少なりとも妙味があった利回りやスプレッドがたちまち縮小する」「相対的にクレジットの高い領域に需要を上回る資金が集中し、両者の投融资規律が弛緩する」という具合に、将来の大幅な価格下落のポテンシャルが膨らむという意味でも、リスクとリターンがアンバランスとなるという意味でも、「皆が安全資産を指向すると、安全資産は安全でなくなる」というパラドクスー「草食系バブル」とでも称すべき状況が生まれつつある。

こうした姿は、国債金利がマイナスとなったり、株式市場では円安の恩恵を受ける輸出企業より、恩恵は受けにくい業績安定度が高い内需関連企業(食料品、医薬品等)の PER の上昇幅が大きかったり、比較的风险が高い北米ハイイールドローン市場でも、通常は貸出先の企業に課される追加借入制限や買収制限等が、信用力が相対的に高い企業群では大幅に緩和されたり、といった状況に垣間見える。

過去のバブルの生成と崩壊、それに伴う金融危機の発生を通じ、「金融システムの安定を維持するためには、個々の金融機関の健全性を監督するだけでは不十分である」との反省に立ち、各国政策当局や国際機関では「金融システム全体のリスクや不均衡の状況を分析し、政策対応と制度設計を図る」というマクロ・プルーデンスの取組が強化されてきた。そのテーマの中には、バブル生成の予兆を把握・管理する早期警戒指標の選定も含まれている。日本銀行「金融システムレポート」の「金融活動指標」はその一つであり、14 項目の指標を監視して金融仲介活動の過熱度合いをチェックしている。各金融機関でもリスク管理高度化の一環として同様の取り組みが行われているだろう。

ただこれらの指標は「総与信・GDP 比率」「地価の GDP 比率」「民間実物投資の対 GDP 比率」といった「集計指標」が中心である。これらは上述したような「草食系バブル」的状況の中では、タイムリーにアラームを発するかどうか、一抹の懸念が残る。

すなわち、バブル的状況や金融面の不均衡は主として安全資産領域において進行するとすれば、リーマン・ショック前のように14項目のほとんどが過熱サインを示さなくとも、安全資産領域の大幅な価格調整が起点となり、そこに資金を投入していた金融機関・機関投資家・個人・ファンド等の資産が傷み、これが契機となって金融システムが動揺するとのシナリオも考えられるためである。

この30年間、バブルは人々を酔わせ、惑わせ、やがて失望させ、その後の経済、金融システム、国民生活に大きな傷跡を残してきた。そのバブルの姿は様ではなく、常に姿・形を変えて我々に忍び寄ってくる。早期警戒指標が予兆を察知できる時もできない時もあるかもしれない。

精度の高い指標の開発には今後も注力するとともに、指標だけに頼ることなく、指標の裏に潜む動き、指標に現れない底流、指標の周辺部の変調を嗅ぎ取る洞察力、直観力、インテリジェンスが最も重要ではないかと思う。

(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。

高齢化・財政悪化が変える個人消費構造

＜要旨＞

日本では、年金受給者数が給与所得者数の約7割に達し、高齢者が消費全体に与える影響は年々増してきている。2014年は、給与所得環境が改善したにもかかわらず、消費税増税による駆け込み需要の反動減に加えて、公的年金給付額の減少によって、個人消費が大きく落ち込んだ。一方、勤労者世帯では、高齢化に伴う財政悪化を背景とした社会保険料率の上昇によって、2000年代後半以降から消費は軟調に推移していた。

今後、公的年金給付額は、「マクロ経済スライド」が適用されることで物価・賃金の上昇率よりも抑制されるため、高齢者世帯の個人消費は下押しされよう。また、日本の財政状況は、これまでの経済成長率を前提とすれば、さらなる歳出削減と歳入増加が必要であるため、中長期的にみると、国民の租税負担や社会保障負担の更なる増加によって、勤労者世帯においても消費が抑制される可能性が高い。

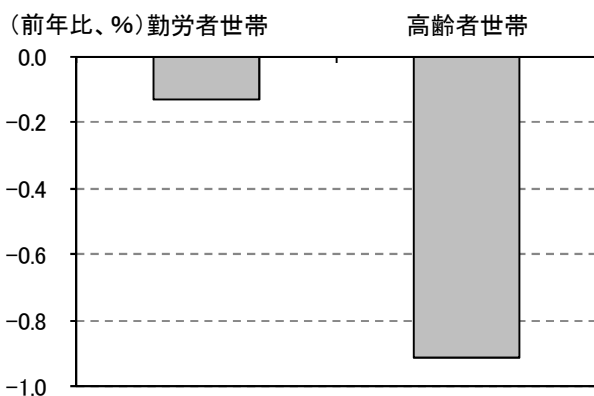
1. 重要性が増す高齢者の消費動向

2014年4月の消費税率引き上げ後に、個人消費は大きく落ち込み、現在も回復ペースは緩慢なままである。事前の予想としては、大企業のベースアップやボーナスの増加によって、消費は夏以降に持ち直すとの見方が大勢であり、予想を裏切る結果であった。

2014年度の消費の落ち込みが予想以上であったことは、賃金を受け取っておらず年金で生活している高齢者の影響が見落とされていたことが原因の1つであったと考えられる。個人消費の動きを勤労者世帯と高齢者無職世帯で分けてみると、賃金改善の恩恵を受けた勤労者の消費の減少率は前年比▲0.1%程度に留まった(図表1)。一方で、賃金改善の恩恵を受けない、高齢者無職世帯は同▲0.9%と勤労者世帯と比べて下落率が大きかった。

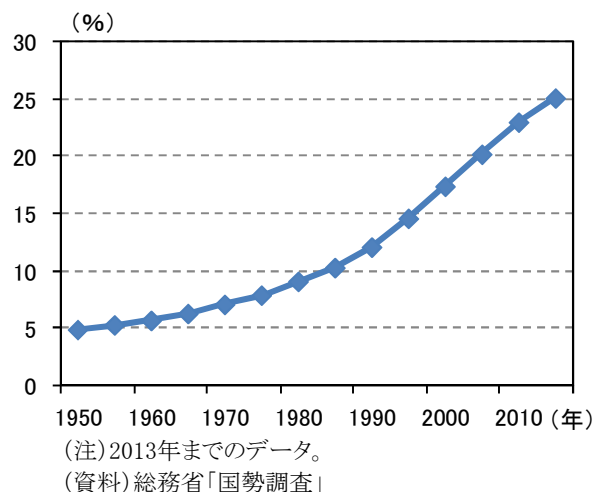
全人口における65歳以上の割合を示す高齢化率は、2013年時点で25%に達し、高齢者が消費に与える影響は年々増している(図表2)。そこで本稿では、2014年に高齢者の消費が減少した要因の分析を起点として、今後の個人消費の見通しを考察する。

図表1 2014年消費支出(前年比)



(注) 高齢者は、60歳以上無職世帯のデータ。
(資料) 総務省「家計調査」

図表2 高齢化率

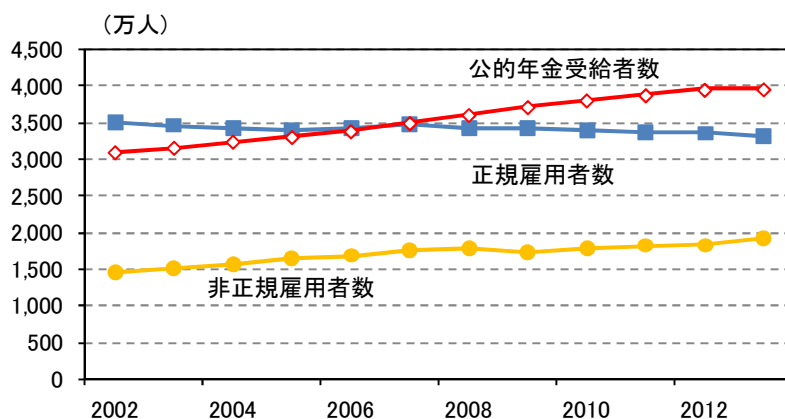


2. 年金給付額の変動と高齢者消費

2014年度の消費の落ち込みが予想以上であったことは、給与所得がなく年金で生活している高齢者の影響が見落とされていたことがその一因であったと考えられる。

日本の高齢化が進む中で、公的年金給付額の変動が消費に与える影響が増している。2013年度末の公的年金支給の対象者数は3,950万人で、給与所得者数の約7割にあたり、正規雇用者数(2013年平均3,294万人)を上回っている(図表3)。

図表3 公的年金受給者数と雇用者数

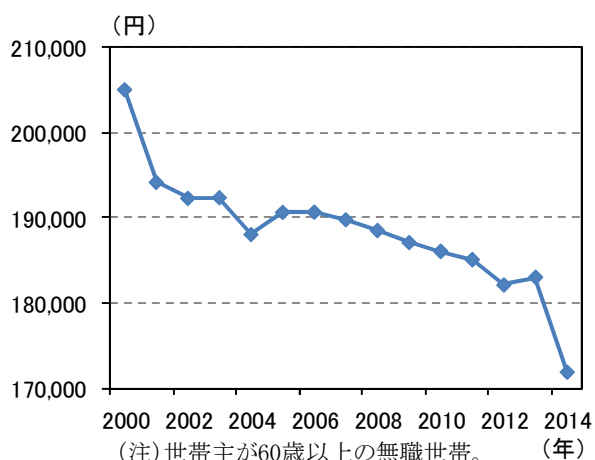


(注) 公的年金受給者数は年度末の数値。雇用者数は年平均の数値。

(資料) 厚生労働省「厚生年金保険・国民年金事業の概況」、総務省「労働力調査」

60歳以上無職世帯の公的年金給付額の推移を見ると、2000年以降減少基調で推移していたが、2014年は特に減少率が大きく、約6%も減少した(図表4)。年金給付額の減少は消費者マインドにも影響を与え、半年先の消費環境を予想するアンケート回答を指数化した消費者態度指数は、2013年後半以降に年金所得層の方が給与所得者よりも大きく落ち込んだ(図表5)。

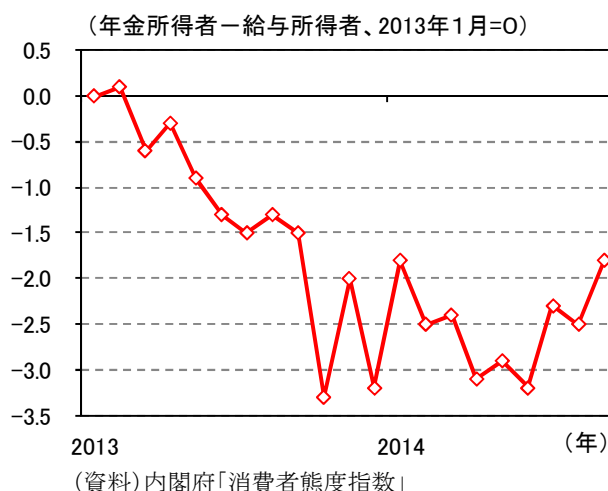
図表4 公的年金給付額



(注) 世帯主が60歳以上の無職世帯。

(資料) 総務省「家計調査」

図表5 消費者態度指数

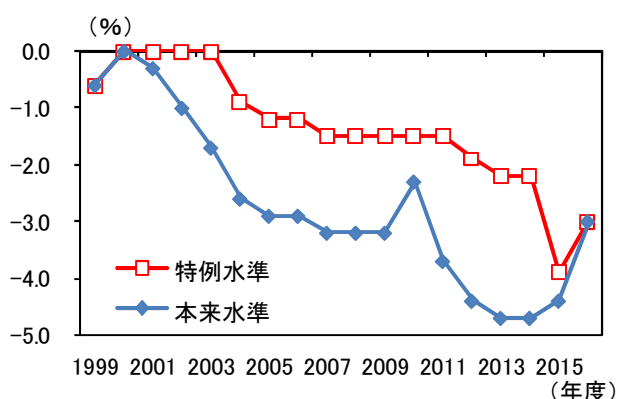


(資料) 内閣府「消費者態度指数」

1人当たり年金給付額は2014年度に減少した後、2015年6月から物価や賃金の上昇を反映して前年比+0.9%増加する(図表6)。年金給付額が増加するのは、1999年以来16年ぶりとなる。ただし、過去の物価下落時に据え置かれた特例水準からの段階的な解消(▲0.5%)に加えて、今年度から現役人口の減少と平均余命の伸びの分だけ年金額を抑制する「マクロ経済スライド」(▲0.9%)が適応され、物価や賃金の上昇率から算出される「名目手取り賃金上昇率」(+2.3%)に比べて増加率は抑えられる。

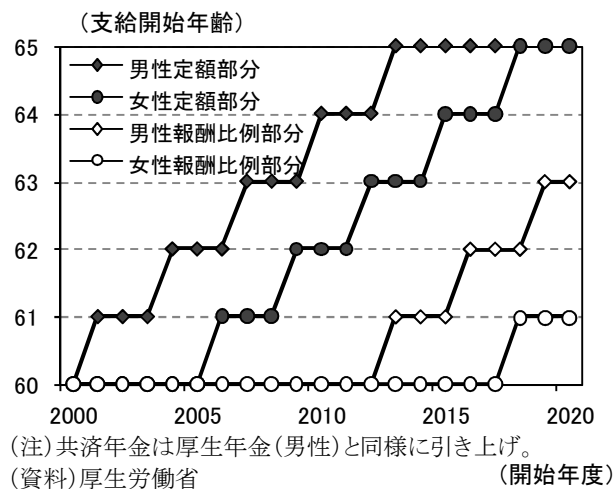
ここで、前掲図表5の2000年以降の年金受取額を改めてみると、図表6の年金額改定率と比べて、減少率が大きくなっている。年金額の改定のみならず、厚生・共済年金の支給開始年齢が段階的に引き上げられていることで、高齢者世帯(60歳以上の無職世帯)の平均的な年金受取額が下押しされたと考えられる(図表7)。

図表6 年金額改定(2000年を基準とした変化率)



(注) 1999～2001年に物価が下落した際、年金受給者の生活の状況等をかんがみ、特例的に年金額が据え置かれた。
(資料)財務省

図表7 厚生年金支給開始年齢

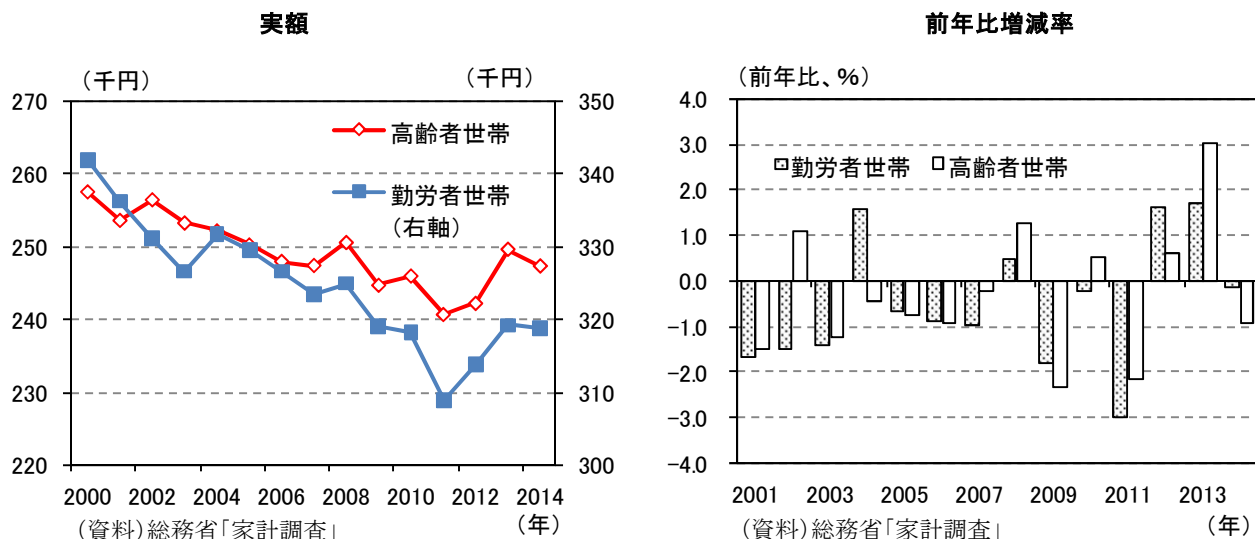


(注) 共済年金は厚生年金(男性)と同様に引き上げ。
(資料)厚生労働省 (開始年度)

3. 社会保障負担の変動と勤務者消費

2014年は、年金給付額の減少を背景に、高齢者世帯の消費支出が減少したが、2000年以降の基調的な消費支出の動きをみると、勤労者世帯の方が大きく減少している(図表8)。

図表8 1カ月間の平均消費支出

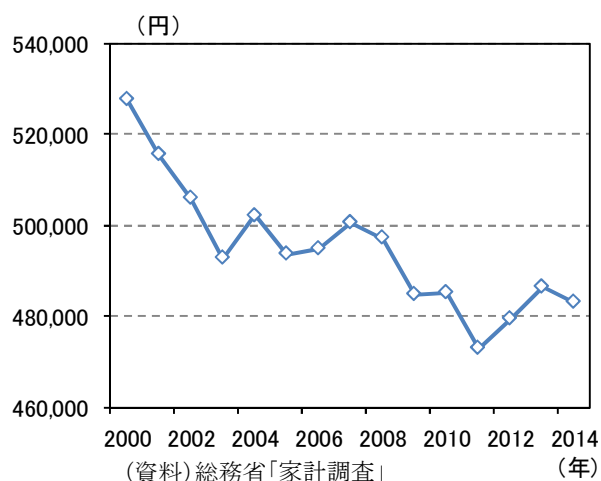


勤労者の消費の背景には、まず勤務先収入の減少がある。家計調査をみると、2以上の世帯の勤務先収入は2000年以降に約10%減少している(図表9)。ただし、2000年からの勤務先収入の減少率は高齢者世帯の公的年金減少率より小さく、2000年以降の勤労者世帯の消費額が高齢者世帯以上に減少したのには勤務先収入以外の要因があると考えられる。

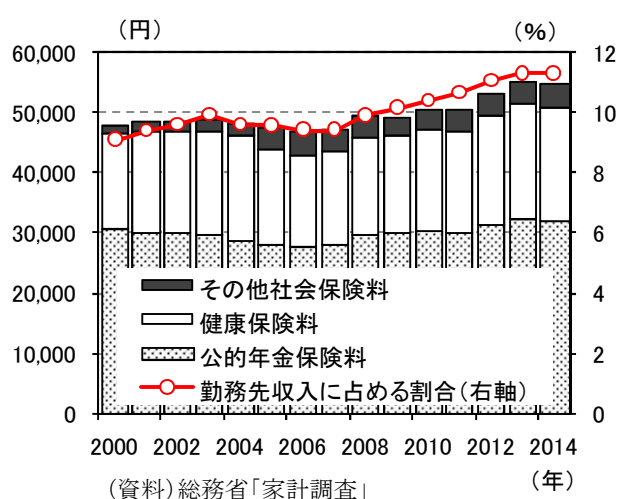
そこで勤労者世帯の収支の内訳をみると、2006年を底に社会保険料支払額が10%以上増加しており、勤労者世帯では収入の減少と社会保険料の増加によって、消費が減少基調で推移したと考えられる(図表10)。実際に、図表8で勤労者世帯の実質消費支出の前年比増減率が高齢者世帯を下回った年を確認すると、2001年～2003年、2007～2008年、2010～2011年、2013年であり、図表10の社会保険料が増加した期間に大方一致している。

社会保険料負担の変動を項目別に見ると、2006年以降では厚生年金保険料率や健康保険料率が上昇している。国の高齢化や財政悪化が進むことで、勤労者1世帯当たりの負担が年々増加し続けており、この先も負担増の基調は変わらないと考えられる。

図表9 1カ月間の平均勤務先収入



図表10 1カ月間の平均社会保険料支払

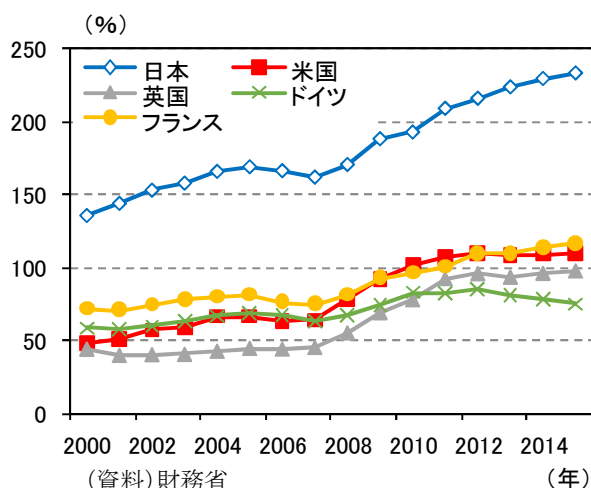


ここで国の財政状況を確認すると、日本政府の債務残高は増加し続けており、名目GDP比で200%を超える水準は他の先進国と比べて突出している(図表11)。政府は2020年までに基礎的財政収支を黒字化する目標を立てた。歳出を削減するどころなく目標を達成するには、税収を増やすために年率3%以上の経済成長を維持することが求められるが、これまでの成長率、インフレ率の実績からすると達成は困難である。

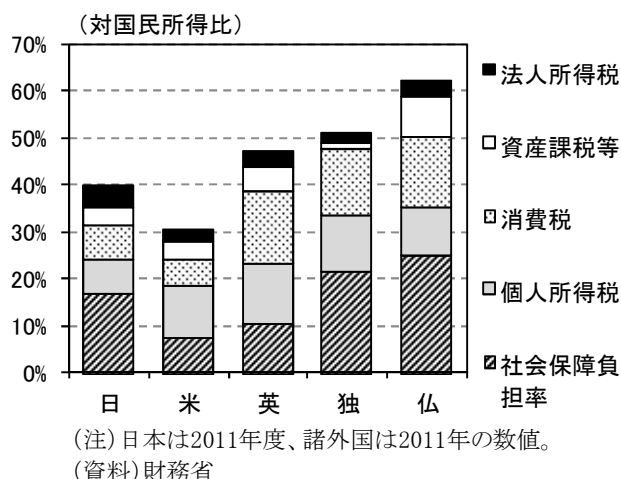
仮に年率3%以上の経済成長を達成したとしても、歳出を9.4兆円削減する必要があるが、高齢化によって社会保障関係費が毎年約1兆円増加しており、歳出を削減するのは容易ではない。政府が6月22日に公表した「骨太方針2015(素案)」では、社会保障関係費の伸びを毎年0.5兆円に抑える目安が示されたが、具体策が乏しく、実現性は低い。

ただ一方で、日本では所得に占める租税・社会保障負担の割合は他の先進国と比較して低い水準にあり、相対的な上昇余力を考慮すると将来消費税率や社会保障の国民負担率が上がる可能性が高い。したがって、中長期的にみて、国民の租税負担や社会保障負担の増加が、消費を抑制するリスクに注意を要しよう(図表12)。

図表 11 政府債務/名目 GDP



図表 12 国民負担率



4. まとめ～中長期的見通し

2014 年を振り返ると、給与所得環境が改善したにもかかわらず、消費税率引き上げによる駆け込み需要の反動減に加えて、公的年金給付額の減少によって、消費が落ち込んだ。一方、勤労者世帯では、高齢化に伴う財政悪化を背景とした社会保険料率の上昇によって、2000 年代後半以降から消費は軟調に推移していた。

今後、公的年金給付額は「マクロ経済スライド」が適用されることで物価・賃金の上昇率よりも抑制されるため、高齢者世帯の消費は下押しされよう。また、日本の財政状況は、これまでの経済成長率を前提とすれば、さらなる歳出削減と歳入増加が必要であり、国民の租税負担や社会保障負担の更なる増加によって、勤労者世帯においても消費が抑制される可能性が高い。

(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。

邦銀も無縁ではない欧州銀行の海外シフト

～グローバル・マネーフローレビュー～

<要旨>

世界最大の経常黒字地域であるユーロ圏からのマネーフローには、銀行が行う対外投資もその一部をなしているが、その投資行動に変化が生じている。欧州中銀(ECB)による量的緩和実施の4ヶ月間でユーロ圏銀行の域内民間貸出増加は 1100 億ユーロにとどまったのに対し、対外資産は 3800 億ユーロ増加した。このうち 3600 億ユーロの増加は 2015 年 1 月に生じたことから、量的緩和を契機にユーロ圏銀行部門では域内貸出から対外資産積み増しというグローバルなポートフォリオ・リバランス効果が生じたとも言える。

今後ユーロ圏銀行と邦銀が共に域内(国内)貸出収益の伸び悩みを対外投資にて補う動きが加速すれば、過当競争による利ざやの縮小、高リスク資産への傾斜などの動きも予想されるため、ユーロ圏銀行の対外投資動向を注視する重要性が増していこう。

国際通貨基金(IMF)の世界経済見通しによれば、ユーロ圏の経常収支黒字は 2013 年に中国を抜いて世界一となり、世界の経常収支インバランスの持続可能性の観点でユーロ圏からのマネーフローの重要性が増している。ユーロ圏銀行の資産の動きを見ても、リーマン危機・ユーロ債務危機時にはユーロ圏外向けの対外資産残高は減少傾向にあったが、2014 年からは増加に転じ、量的緩和が発表された 2015 年 1 月には増加ペースが加速した。係るユーロ圏銀行の行動変化は海外投資を積極化している邦銀にとっても影響があることから変化の背景について考察した。

1. 資産積み増しに必要なのは資金余力と資本余力

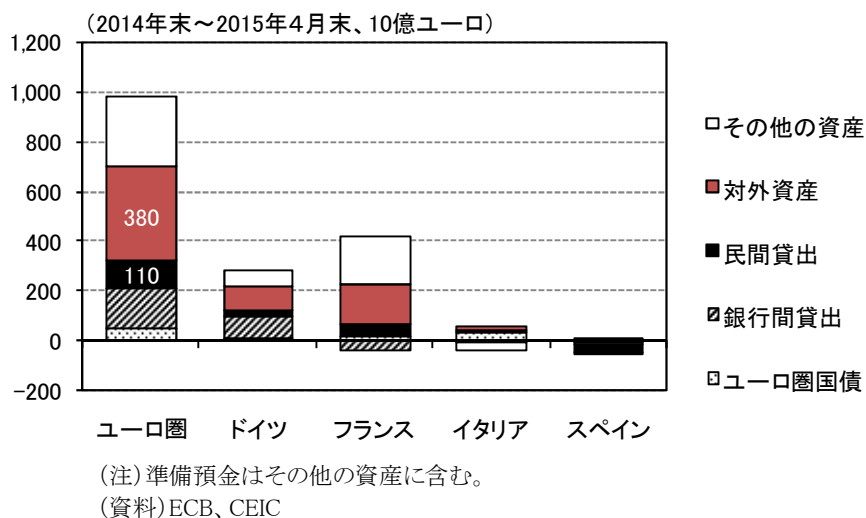
2015 年 1 月から 4 月の 4ヶ月間で、ユーロ圏銀行の総資産残高は約 1 兆ユーロ(139 兆円)増加した。銀行が資産を増加させるには資金余力(調達余力)だけではなく、資本余力(リスクをとり資産を積み増す余力)も必要である。

このうち資金余力については、2015 年 1 月に欧州中銀(ECB)が量的緩和を拡充して国債を含む債券を月 600 億ユーロ購入することを発表したこともあり、ユーロ圏の資金繰り環境は総じて緩和的になり資金余力は増しているとみられる。これに対して資産を積み増す資本余力が回復しているかどうかは資産残高変化が準備預金の増加を主因とするのか、それ以外の資産の増加も伴うのかで推定できる。

今年 4 月までの 4ヶ月間で資産別にみて最大の増加を記録したのはユーロ圏外向けの対外資産であり、最も安全な中銀への準備預金増加のみによるものではないことから、ユーロ圏銀行全体では資金余力だけではなく、リスクをとり資産を積み増す余力を回復しつつあると考えられる。

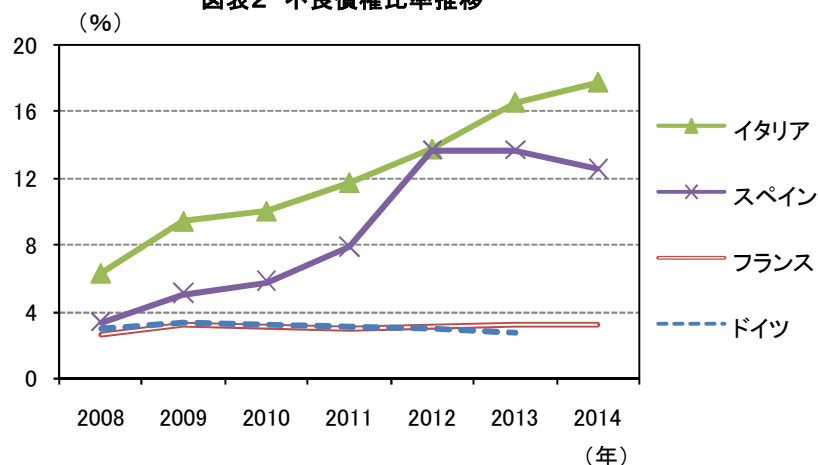
具体的に資産別の変化の内訳をみると、①対外資産の増加が約 3800 億ユーロと最大であり、②準備預金を含む「その他の資産」が約 2800 億ユーロ、③銀行間貸出が約 1700 億ユーロと続き、④域内民間貸出の増加は約 1100 億ユーロにとどまり、⑤ユーロ圏国債は約 470 億ユーロの増加となった。また、①対外資産増加分の約 3800 億ユーロには銀行間貸出、民間貸出、証券投資が含まれるが、域内資産ではほぼ同じ範囲となる③～⑤の増加分合計は約 3270 億ユーロであり、対外資産の増加が上回った(図表1)。

図表1 ユーロ圏銀行の総資産残高の変化



ユーロ圏銀行全体では資金余力だけではなく、リスクをとり資産を積み増す余力を回復しつつあるのに対し、国別ではばらつきもみられる。ユーロ圏主要4ヶ国の総資産残高の変化をみると、ドイツ・フランスの銀行の総資産残高が合計で約 6600 億ユーロ増加したのに対して、イタリア・スペインの銀行の総資産残高は合計で約 300 億ユーロ減少した。イタリア・スペインの銀行の不良債権比率は未だ2桁台とバランスシート調整の途上であり、ドイツ・フランスの銀行と比較して相対的に資産を積み増す余力に乏しいことが窺える(図表2)。

図表2 不良債権比率推移

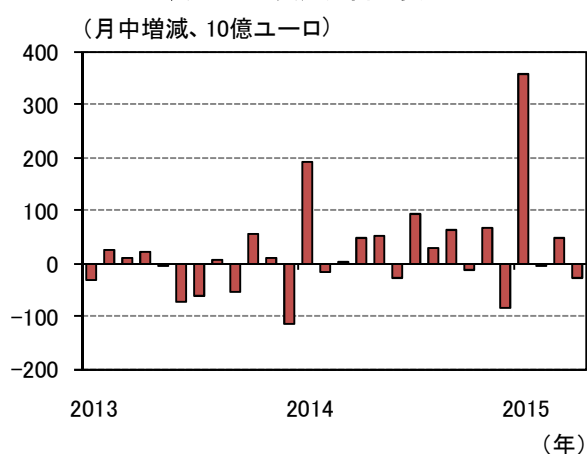


2. ECB の狙いと異なるポートフォリオ・リバランス効果

ECB が量的緩和の一環として国債購入に踏み切った狙いの1つはポートフォリオ・リバランス効果であった。ポートフォリオ・リバランス効果とは、中央銀行が銀行などから国債を購入することで、銀行の資産構成を国債から貸出へとシフトを促し、家計や企業など民間向けの貸出増を通じて実体経済にプラスの影響をもたらすことであるが、対外資産残高が大幅に増加した現状は、ポートフォリオ・リバランス効果が ECB の当初意図とは異なるかたちでグローバルに顕在化したものと言えるのではない。

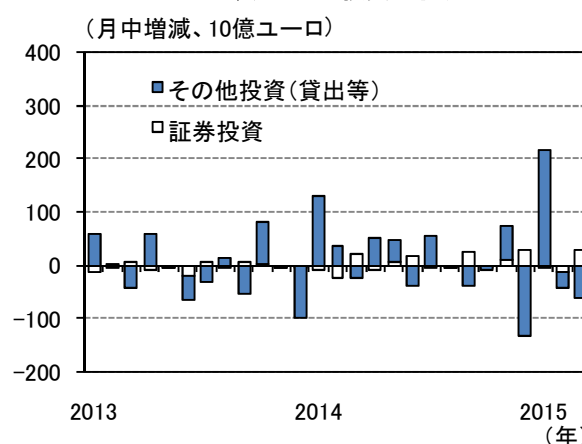
ユーロ圏の銀行統計から対外資産残高の月次増減をみると、量的緩和の拡充が発表された2015年1月に単月では過去最大の増加(約3600億ユーロ)を記録した(図表3)。また、国際収支統計から銀行の対外投資の内訳をみると、2015年1月に増加したのは貸出等のその他投資である(図表4)。図表4の棒グラフのプラスは対外投資実行を、マイナスは回収(満期償還、売却)を意味するが、ここ最近の対外投資は期間1年未満の短期貸出中心であったことが、棒グラフの振幅の大きさから示唆される。その意味では、2015年1月実行分がこれまでと同じく短期貸出中心なのか、それとも期間1年以上の長期貸出が増えているのかが注目される。

図表3 対外資産残高の変化



(注) 銀行統計より。
(資料) ECB、CEIC

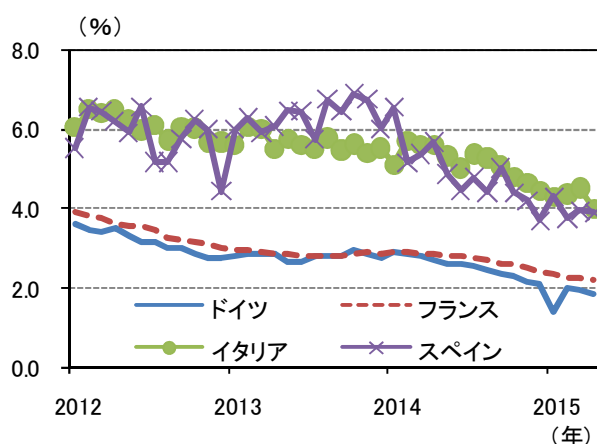
図表4 対外投資の状況



(注) 国際収支統計より。銀行統計とは一致しない。
(資料) ECB、CEIC

ユーロ圏実体経済の緩やかな拡大に伴い、銀行は資産積み増しに積極的になるとともに、域内資金需要の増加もミクロ的には期待出来る。しかし、ユーロ圏の貸出金利が低下傾向にあることや、内外の成長期待格差を考えると、ユーロ圏域内の貸出よりも域外の貸出の方が残高を伸ばしやすい状況にある。例えば、IMF 予測では今後5年間のユーロ圏の実質 GDP 成長率は1%台にとどまるのに対し、世界平均は3%台、新興国平均では4～5%台の伸びが期待されている(次頁図表5・6)。

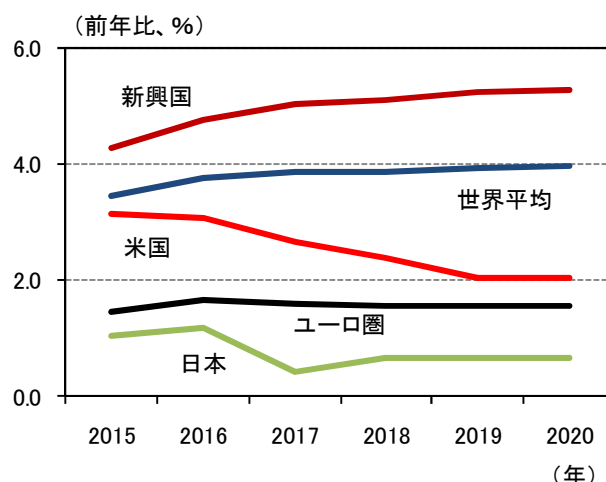
図表5 ユーロ圏貸出金利



(注) 100万ユーロ未満、5年超の新規貸出金利。

(資料) 各国中銀、CEIC

図表6 実質 GDP 成長率予測



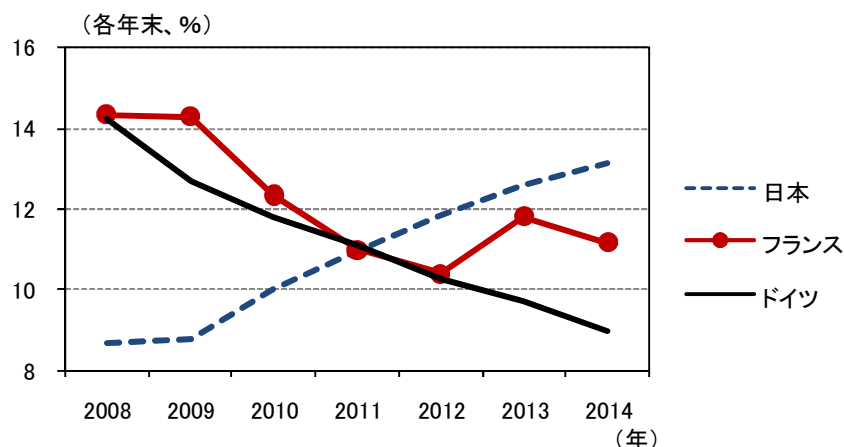
(資料) IMF世界経済見通し2015年4月

3. 邦銀の対外資産積み増しと競合も

以上みてきたように、ユーロ圏内外の成長期待格差や域内貸出金利の低下などを背景にユーロ圏銀行の対外資産残高の増加傾向は今後も続くと考えられる。ユーロ圏と日本は共に、世界経済の中で相対的に低成長が予測され、量的緩和の採用により銀行貸出利ざやが縮小している。ユーロ圏銀行と邦銀が共に域内（国内）貸出収益伸び悩みを対外資産積み増しにて補う動きが加速すれば、過当競争による利ざや縮小、高リスク資産への傾斜という動きも予想される。

国際決済銀行(BIS)統計によれば、国際与信残高に占めるユーロ圏銀行のシェアはリーマン危機後低下し、ドイツの銀行では2008年末の14.2%が2014年末には9.0%に、フランスの銀行では2008年末の14.3%が2014年末には11.2%になった。この間、邦銀のシェアは2008年末の8.7%から2014年末には13.1%と逆に増加し、ドイツ、フランスの銀行のシェアを上回っている(図表7)。これまでは、リーマン危機・ユーロ債務危機の影響が深刻であったユーロ圏銀行がシェアを落とし、影響が比較的軽微であった邦銀がシェアを伸ばしてきたが、今後ユーロ圏銀行の対外資産残高増加ペースが加速し、中でも長期貸出の残高が増加すれば、邦銀との間のシェア争いも厳しさを増すだろう。

図表7 国際与信の各国シェア



(注) ユーロ圏内他国向け与信を含む。

(資料) BIS国際与信統計

世界最大の経常黒字地域であるユーロ圏からのマネーフローは世界の経常収支インバランスの持続可能性という観点でもとより重要である。高成長が期待される新興国には経常収支赤字で海外マネー流入を必要とする国・地域も少なくなく、ユーロ圏銀行の域内預金を原資とした対外投資はグローバルなマネーフローの一部をなす。加えて市場調達を原資とした対外投資によるマネーフローも対象資産の価格・利回り水準に影響を与え、ドル調達コストの上昇など邦銀の行動とも無関係ではない。ユーロ圏銀行の対外投資の動向を注視する重要性が増しているのではないだろうか。

(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。

利上げ接近に伴う米国長短金利の展望

<要旨>

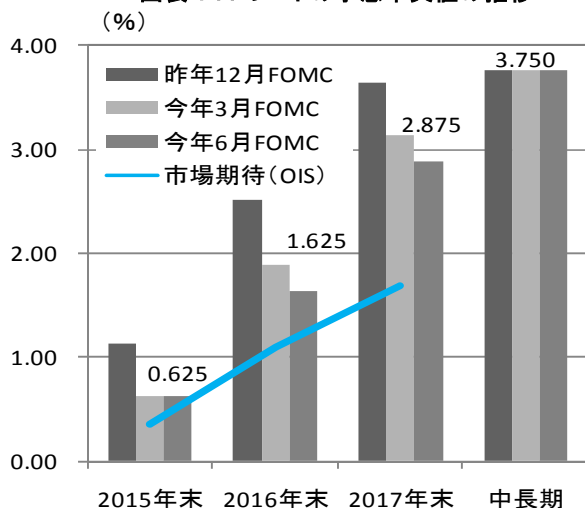
長期金利水準のみならず長短金利差がどう推移するかは、投資環境を見る際に注目すべき指標のひとつである。例えば長短金利差の拡大・縮小は銀行の利鞘の大小を介し銀行収益にも影響を及ぼす。金融政策転換前の長期金利や長短金利差を予測するには、長期金利を「将来の短期金利の予想」と「期間リスクプレミアム」部分に分けて考察するのが有益である。期間リスクプレミアム拡大は長短金利差の拡大をもたらす要因でもある。従来は、利上げ局面に入ると短期金利の上昇に伴って長短金利差は縮小していくのが普通だが、今回は期間リスクプレミアムが低すぎるため、利上げ接近に伴い期間リスクプレミアムも同時に高まる可能性がある。欧州情勢など長期金利を押し下げる要因は残存するが、この見方が正しければ、利上げが遅れても長期金利は下がらずに長短金利差は拡大し、逆に利上げが接近すると長短金利ともに上昇する可能性が高まろう。

1. 政策金利予想の下方修正と利回り曲線の勾配変化

連邦公開市場委員会(FOMC)に伴って四半期に一度公表される参加委員のFF誘導目標の将来見通しは下方修正が続いている。例えば、直近6月18日に公表された金利見通しによれば2015年末のFFレート中央値は0.625%と年内2回の利上げ、2016年末は同1.625%と年間1%ポイント(25bp づつ4回利上げ)を想定した数字となっている。前回今年3月や前々回昨年12月の見通しに比べると、全体として政策金利予想の低下が読み取れる(図表1)。

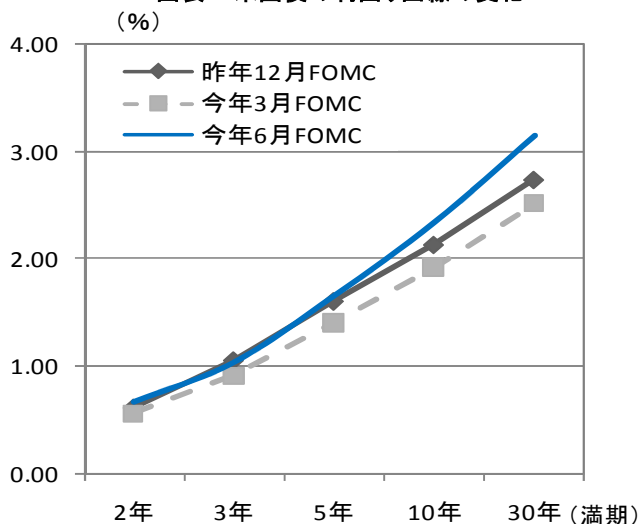
この間、米国債の利回り曲線(満期ごとの利回り水準)にも変化が見られた。FOMC各終了日時点の利回り曲線を比較すると、昨年12月から今年3月は利回り曲線そのものが下方にシフトしたのに対して、今年6月は逆に長期金利が上昇する形で勾配が急となった(図表2)。本レポートでは、長期金利水準とともにかかる勾配変化、端的には長短金利差についても展望してみたい。

図表1 FFレートの予想中央値の推移



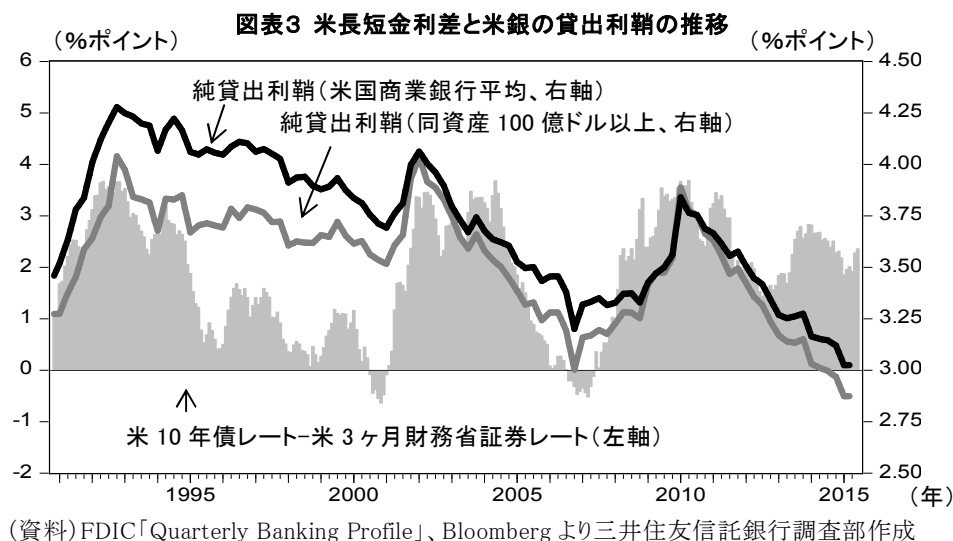
(資料)いずれも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

図表2 米国債の利回り曲線の変化



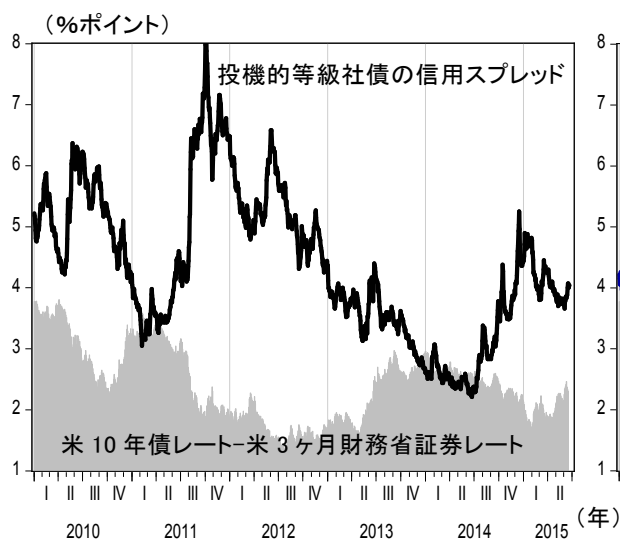
2. 長短金利差に着目する理由

利回り曲線の勾配変化と、その一部である長短金利差に着目するのは、投資環境を見る際に注目すべき指標のひとつだからである。例えば長短金利差の拡大・縮小は銀行の利鞘の大小を介し銀行収益にも影響を及ぼす。米10年債レートと米3ヶ月財務省証券レートの金利差と米銀の貸出利鞘の推移を比較すると、両者が緩やかに相関していることが読み取れる(図表3)

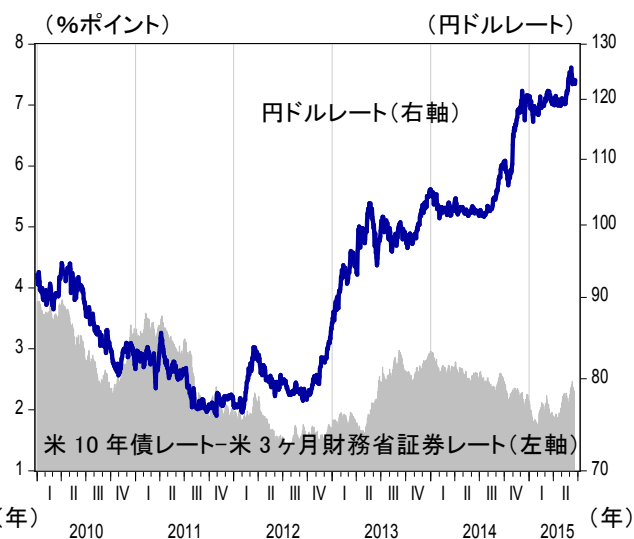


また、長短金利差と投機的等級社債の信用スプレッドにも相関がみられる。デフォルト(債務不履行)リスクに応じ安全な米国債レートに上乗せされる信用スプレッドは、2010年以降、長短金利差が拡大する局面では縮小する特徴がみられている(図表4)。為替レートについても緩やかな相関があり、長短金利差が拡大する局面ではドル高・円安となり易い(図表5)。ただし、長短金利差が拡大するケースには、将来の利上げを反映した長期金利上昇によって生じる場合(ドル高要因)と、政策金利が低下していく際に生じる場合(ドル安要因)があり、関係は必ずしも一定ではない。

図表4 長短金利差と社債信用スプレッド



図表5 長短金利差と円ドルレート



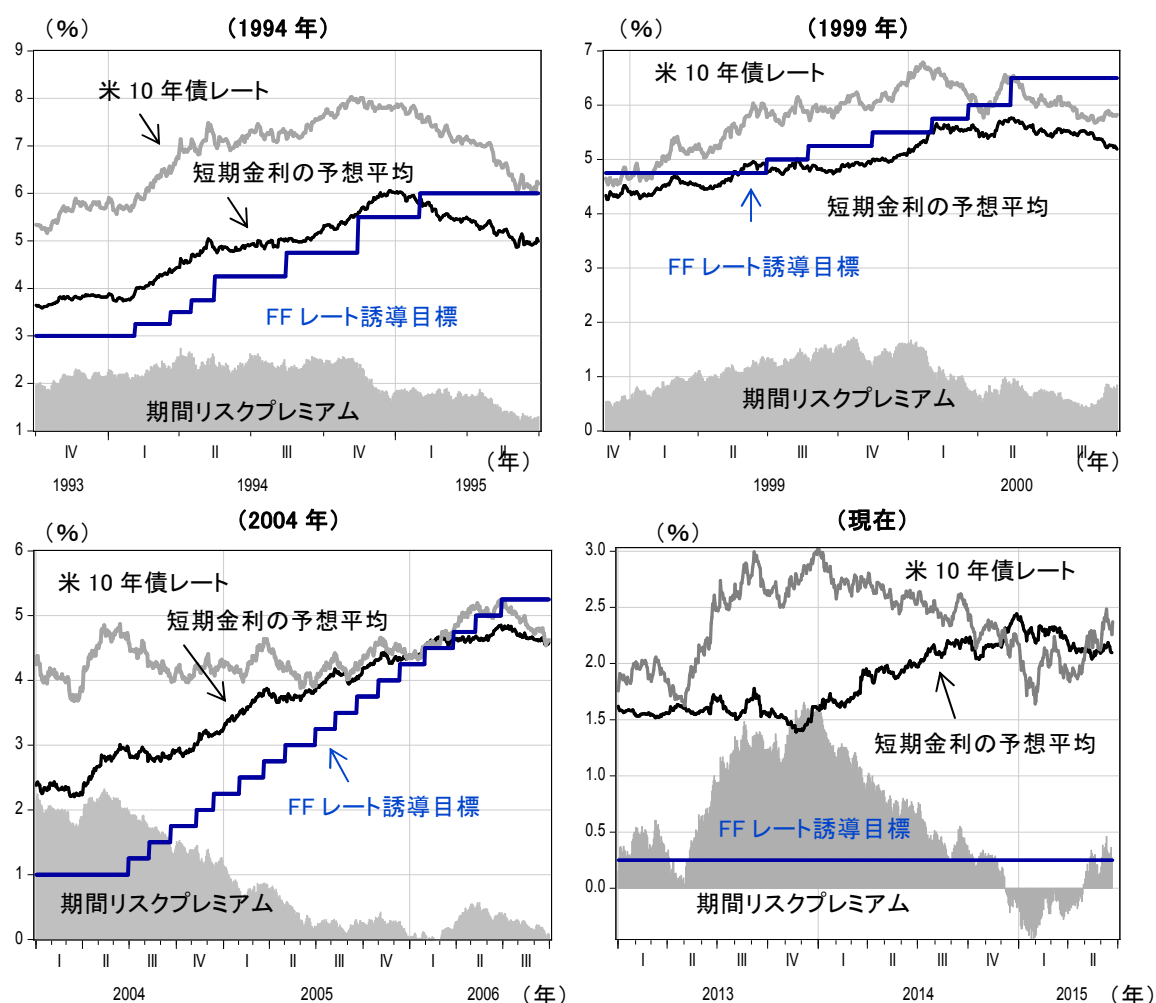
3. 過去利上げ局面における米10年債レートの要因分解

現在の米国のように金融政策転換前の長期金利や長短金利差を予測するには、長期金利、より具体的には米10年債レートを満期までの「短期金利の予想平均」と「期間リスクプレミアム」に分けて考察するのが有益である。期間リスクプレミアムの拡大は長短金利差の拡大要因でもある。

この見方に沿って過去の利上げ局面を振り返ると、利上げ実施後は短期金利の上昇に伴って長短金利差は縮小していくのが従来の傾向であった。最も顕著な事例は2004年のケースであり、政策金利であるFFレートの誘導目標が段階的に高まるなか米10年債レートの上昇は緩やかで両者の金利差は縮小していった。図表6によれば、この間、利上げに伴い将来の「短期金利の予想平均」は上昇する一方で、これに上乗せされる「期間リスクプレミアム」部分が縮小していった。

ただし、過去3回の利上げ時期と比べると、今回は期間リスクプレミアムそのものが低すぎることで利上げ前の環境として大きく異なっている。利上げ前の期間リスクプレミアムは、過去は概ね1～2%ポイント(100～200bp)であったのに対し、現在は0.5%ポイントに満たない。このことは、ファンダメンタルズにかかわらず、期間リスクプレミアムは拡大し易いことを示唆している。事実、ここ1～2ヶ月間の米10年債レートの上昇は、昨年末に比べて短期金利の将来予想平均が低下するなか期間リスクプレミアムの拡大によってもたらされていたことを示している(図表6右下図)。

図表6 過去の利上げ局面の米10年債レートと期間リスクプレミアム

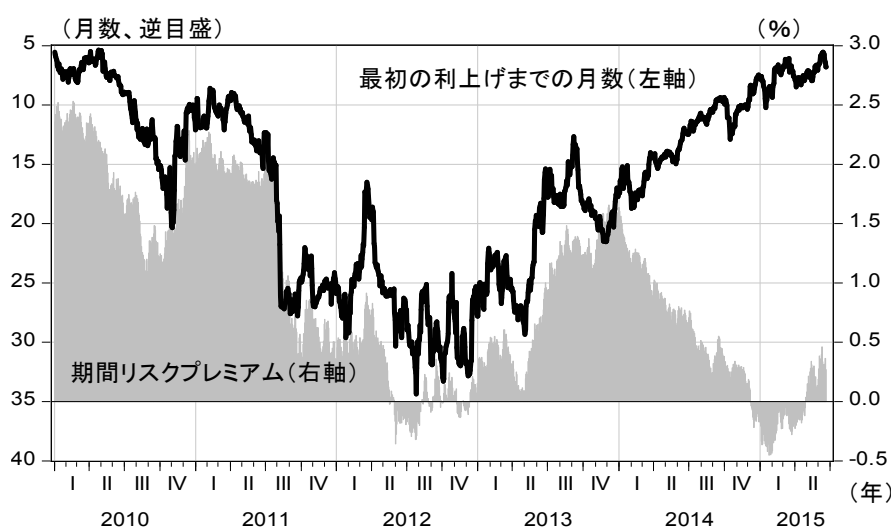


(資料)FRB、ニューヨーク連銀、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

いうまでもなく、期間リスクプレミアムが過去に比べて低く抑えられているのは、米連邦準備制度(FED)による米国債購入措置(いわゆるQE)によるところが大きい。将来、量的緩和政策の縮小が進めば、中期的には期間リスクプレミアムは拡大していくことになる。また、従来の利上げ前後の期間リスクプレミアムの推移を詳しく見れば、概ね利上げ半年前から利上げ接近に伴って期間リスクプレミアムは拡大し、米10年債レートの上昇要因として働く傾向にある(前頁図表6)。

過去と同じく今回も、2014年前半までは最初の利上げまでの月数接近に伴って期間リスクプレミアムは拡大する傾向にあった。なお、利上げ月数は政策金利の市場期待値であるOIS金利水準(利上げ後の水準に到達するのはいつか)から試算され、半年を切る水準にある(図表7)。

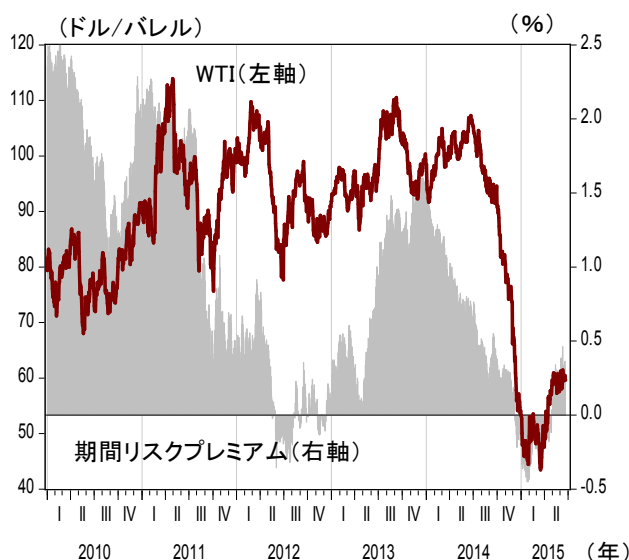
図表7 期間リスクプレミアムと最初の利上げまでの期待月数



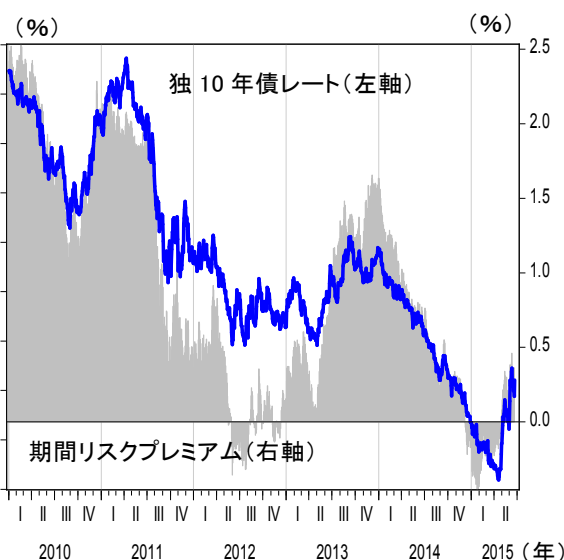
(資料)ニューヨーク連銀、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

2014年半ば以降、利上げ時期が接近するなかで過去とは逆に期間リスクプレミアムが低下していったのは、原油安によるデフレーションリスクや欧州金利低下による下押し圧力が大きく働いたことが想像される。しかし両者ともに足元では下押し効果が低下、反転している(図表8～9)。

図表8 期間リスクプレミアムと原油価格



図表9 期間リスクプレミアムと独10年債レート



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

4. まとめと今後の展望

以上みてきたように、金融政策転換前の長期金利や長短金利差、より詳しくは利回り曲線（イールドカーブ）を予測するには、長期金利を「将来の短期金利の予想」と「期間リスクプレミアム」部分に分けて考察するのが有益である。過去1年を振り返ってみても、この2つの要因は時に同方向に時に逆方向に動いてきたケースがあったことをみても、将来の長期金利水準の予測もさることながら、イールドカーブの形状予測には困難が伴う。ひとたび利上げ局面に入れば、短期金利の上昇に対し長期金利の上昇が緩やかとなり長短金利差は縮小、イールドカーブの勾配はフラットとなっていくのが従来の経験則だが、今回は期間リスクプレミアムが低すぎる点が従来と異なる。

6月18日のFOMCにおいて公表されたFOMC委員の政策金利見通しは、年内2回の利上げと以降年間1%ポイント(25bp づつ4回の利上げ)の利上げが想定されている。しかしながら、利上げ時期を12月に後ろ倒しする見方も少なくなく、その後の利上げペースを遅く予想する市場期待との間には未だ大きな乖離がみられる(前掲図表1)。かかる乖離そのものが、期待修正を通じた金利変動や、その変動を抑えようとする政策ガイダンスの修正に起因した期待の不確実性を高める結果となれば、当初の利上げペースは緩やかであっても、金利変動リスクを反映し、理論的には期間リスクプレミアムの拡大を通じて米10年債レートを押し上げる要因として働く。従来の経験則が通じにくいこの先は、かかる期待変化と金利変動リスクがどの程度織り込まれるのかによって長期金利やイールドカーブの形状が決まってくるのではなかろうか。

現時点では、世界経済自体の成長力は弱く、かつギリシャなど欧州情勢の悪化により長期金利を押し下げる要因が残存しているため、なお長期金利の急な上昇は考えにくくイールドカーブもフラット気味に推移するとの考え方が中心となろう。しかしながら、上で展開した見方が正しければ、最初の利上げ時期が9月から12月に遅れるとの予想が強まっても米10年債レートは現行2.4%前後の水準から余り下らない。逆に年末に向け利上げ接近ともなれば、その過程で期間リスクプレミアムも同時に高まっていく可能性が高く、米10年債レートは2.5～3.0%の水準を目安に、長短金利ともに上昇していく姿が想定できるのではなかろうか。

(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。