

2015. 12 No.44

三井住友信託銀行

調査月報



時論

国立大学文系改革と学問の役割..... 1

経済の動き

2015・2016年度の内外経済見通し

～追加緩和後ずれ・海外経済下振れにより国内見通しを下方修正..... 3

円安持続性と円高反転リスクを予測する..... 9

再拡大するユーロ圏決済残高の不均衡..... 16

時論

国立大学文系改革と学問の役割

去る 6 月 8 日に出された文部科学大臣通知「国立大学法人等の組織及び業務全般の見直しについて」が波紋を呼んでいる。その中に「特に教員養成系学部・大学院、人文社会科学系学部・大学院については、・・・組織の廃止や社会的要請の高い分野への転換に積極的に取り組むよう努めることとする」という文言が盛り込まれたためである。

即戦力となりにくいとの理由で人文・社会科学系学部を軽視ないし不要とするものとして、日本学術会議や各大学・有識者から批判が続出し、日本経団連も「即戦力を有する人材を求める産業界の意向を受けたものであるとの見方があるが、産業界の求める人材像はその対極にある」との見解を表明した。これに対して文部科学省は「すぐに役立つ実学のみを重視しているわけではなく、人文社会科学系学部の廃止を求めたものでもない」と説明し、火消しに躍起になっている。

ただ、双方の主張・意見を見ると、「社会的要請」の中身・定義やその背景、育成すべき人材イメージ、そのための方策としての「人文科学と自然科学の融合の重要性」などいずれにおいても、至極ごくもったなしな文言・発言が並んでおり、両者間でさほどの差異はないように思える。

筆者は当然のことながら大学(含む大学院)の研究・教育については全くの門外漢であり、かつての大学レジャーランド時代の出来の悪い卒業生であり、今日のキャンパス事情に通じているわけでもないの、この議論に加わる資格も能力もないが、自分自身の過去への反省、これまでの企業社会における経験、日常業務などを通じて感じていることを基に、自らのことは棚に上げて所感・要望を述べてみたい。

一連の議論のやり取りを見て違和感を覚えたのは、「学術研究」「学際的」「グローバル化」「イノベーション」「知の拠点」「高度教育」「産学連携」という“今どき”用語はふんだんに出てくるが、「学問」という文字がほとんど出てこないことである。大学とは学問の府であり、その大学について語られているにもかかわらず、である。

私見では、学問とは、真理・真実の探求と証明であり、そのためには妥協を許さない真摯な姿勢であり、主観的・観念的な論評の排除であり、それを成し遂げるための「理論→仮説設定→実証分析→理論・仮説の修正」という厳格な科学的・実証的手法の習得であり、答えのない答えを考え続ける知的持久力の涵養であり、数百年の風雪に耐えて残った人類の遺産と言うべき偉大な先達の知見・知恵の承継といったものであろう。

もちろん学生すべてが学者になるわけではないので、(大学院生であればともかく)学部学生に上記のような学問的手法を時間をかけて叩きこむ必要はなく、時間的にも困難であろうが、学問の世界の一端に触れさせること、少なくとも学問するとはどういうことかを学ばせることだけは、学問の府たる大学、学問のプロたる大学教授におかれては、外すことなくずっと続けていただきたいと思う。

それによって学生たちは、いかなる世界、いかなる人生ステージに身を置きつつも森羅万象を視野に捉え、歴史的・鳥瞰的・大局的に見るための「方法論」を自分の中に確立することができると考えられるためである。

このようなことを申し上げるのは、筆者の実感(一部推測も含むが)としては、企業活動の最前線で実際に求められるのはまさにその時々ニーズに適う即戦力であり、行われているのは戦力人材の速成栽培であり、その結果、個々の知識や情報を結びつけて総合的に発想・表現できる人材の枯渇であり、問題解決能力と「ゴールから逆算して近道を探り当てる要領」との混同であり、この国や産業界の将来に少しばかり危惧を抱いているためである。似たような傾向は政界や言論界でもあるのではないか。

理工系の一部領域は別として、学生時代に学ぶ専門的知識・技能・経験などは変化が激しい今日においてはすぐに陳腐化し、そもそも実社会に出て仕事を始めれば早期に追い付けるものだろう。仕事における知識・技能は試験や就活をクリアすれば OK というものではなく、「メシのタネ」であるがゆえにその習得においては真剣さが違うし、日々の仕事を通じて自分の身体の一部となっていくことを考えれば当然であろう。

新たに必要な知識・技能、専門的スキルは生涯にわたって都度、習得していくしかなく、それをもって個々人は、社会あるいは組織全体の中でチマチマした仕事に当たることになる。

しかしチマチマした中にあっても、上記の「方法論」を身に付け、常に歴史的・鳥瞰的・大局的観点から自らの仕事や役割の意義や位置づけを考えて事に当たり、そうした営為を様々な人生経験とともに積み重ねていけば、その人は培ってきた専門性を健全かつ堅固な価値観の上に開花できるであろうし、問題の本質を見抜いて全うなものとデタラメなものとを誤りなく峻別できるであろうし、無定見な扇動が世に蔓延する防波堤にも、イノベーターにもなりうるのではないか。

こうした人々が企業・官庁・自治体・NPO・地域社会など各分野において、リーダー層のみならず、中堅層においても数多く存在するようになれば、グローバル社会、人口減少社会の中で日本が生き抜く強力な基盤となるに違いなく、いかなる時代のいかなる「社会的要請」にも応えうるのではないか。

文部科学省も「通知」に反発した人々も、文面や公式見解を見る限りにおいては、大学教育がその時々の即戦力養成に適った人材育成—ある時は理工系エンジニア、ある時は情報通信、ある時は金融工学、今はグローバル人材—toに注力すると、自国の将来を任せるに足る人材がかえって払底し、学生の目が目先の損得・有利不利に偏りがちになるといった副作用は懸念しているようだ。

そうであればこそ、大学も大学教授も、学生には高度かつ専門的な知識・技能ばかりではなく、「方法論」もしっかりと叩きこんで世に送り出していきたいし、そのためには自らが拠って立つ「学問」を、その時々文教行政に振り回されることなく、常に自信を持って教えていただきたいと思っているのだが、いかがなものだろうか。

(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

～追加緩和後ずれ・海外経済下振れにより国内見通しを下方修正～

<要旨>

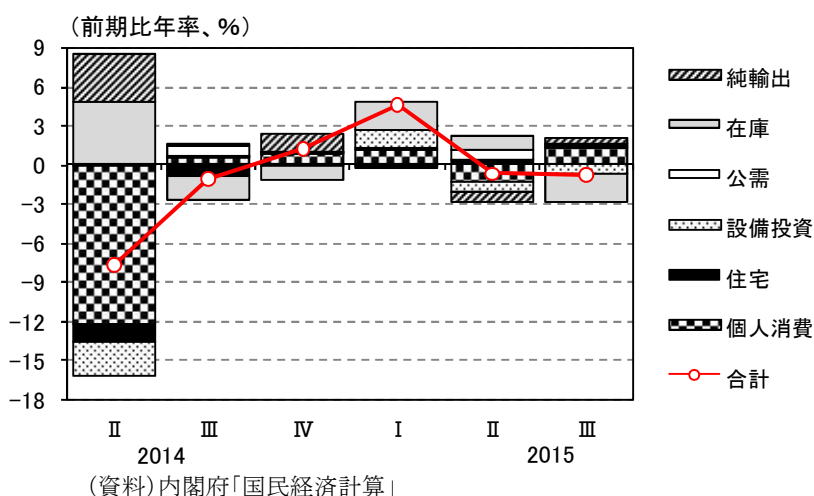
今回の経済見通しでは、日本の2015年度成長率を7-9月期実績の下振れにより修正したことに加えて、円安効果の剥落による企業の増益率の低下と世界経済の回復ペースの鈍化から2016年度の見通しを下方修正した。

日本の7-9月期実質GDP成長率は2四半期連続のマイナスとなったが、10-12月以降は足元で堅調な雇用・所得環境を背景に緩やかに回復すると予想する。もともと、前回想定していた日銀による追加緩和が見送られたことで、これまでの円安効果が剥落し企業の増益率が低下するため、来年度は設備投資や従業員給与を増やす動きは抑制されよう。また、外需環境は未だに米国が単独で牽引している状態にあり、新興国の先行き不透明感払拭には時間を要するため、世界経済の回復ペースは高まりにくいとみられる。中国経済には底入れの兆しもみえるが、この先も持ち直しの動きがみられない場合は、日本経済は輸出や設備投資の抑制によって更に回復が遅れよう。

1. 7-9月期実質GDP成長率

日本の2015年7-9月期の実質GDP(1次速報値)は、前期比▲0.2%(前期比年率▲0.8%)と2四半期連続のマイナス成長となった(図表1)。設備投資が2四半期連続で減少したことに加えて、民間在庫が成長率を押し下げた。4-6月期から実質GDPのマイナス幅はほぼ横ばいだが、在庫調整が進んだ点は前向きに捉えられる。消費は前期比+0.5%と増加したが4-6月期に同▲0.6%と減少したことを踏まえると回復ペースは緩慢である。外需環境は改善が遅れているが、財輸出が4-6月期に大幅減少した反動で増加したことに加えて、サービス輸出が同+7.0%と大きく増加し、純輸出はプラスとなった。

図表1 実質GDP成長率



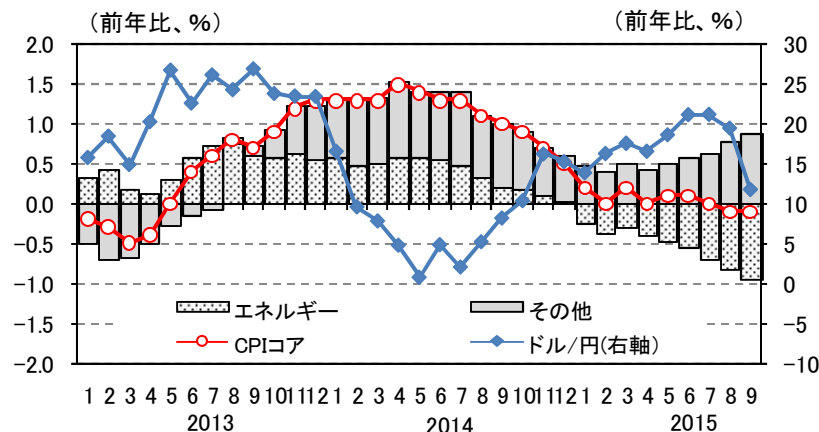
前回、調査月報9月号の経済見通しでは、円安の恩恵を受けて好調な企業収益を起点に日本経済は回復に向かうと予想した。本稿では、足元の内外経済・金融環境を確認した上で、日本経済の見通しについて改めて考察する。

2. インフレ率と金融政策・為替の見通し

日本の消費者物価指数(生鮮食品除く総合、CPIコア)の上昇率は、エネルギー価格の下落を主因として前年比▲0.1%まで下落したが、日銀は物価の基調は改善しているとみて追加緩和を見送っている(図表2)。もっとも、CPIコアはこの先エネルギー価格低下による物価の下押しが一巡する一方で、円安による押し上げ効果も減衰し、景気回復ペースが緩やかであれば需要の増加による物価の底上げも限られよう。日銀の目標通り2016年度後半までに2%に達する可能性は低く、エネルギー価格の下落による下押し効果剥落後のCPIコア上昇率が確認できる来年4月頃を目途に国債とリスク資産の買入ペース引上げによる追加緩和に動くと予想する。

足元でドル/円レートは120～125円程度で推移している。この先日銀の追加緩和が後ずれし、米国利上げペースが市場の予想通りに緩やかであれば、円安の進展は限られる。また、日銀が追加緩和を実施した場合も、事前の市場予想に沿った規模であれば、2014年10月末にサプライズ的に実施された追加緩和と比べて為替市場に与える影響は小さくだろう。

図表2 CPIコアとドル/円レート



(注) 消費税率引上げの影響除く。

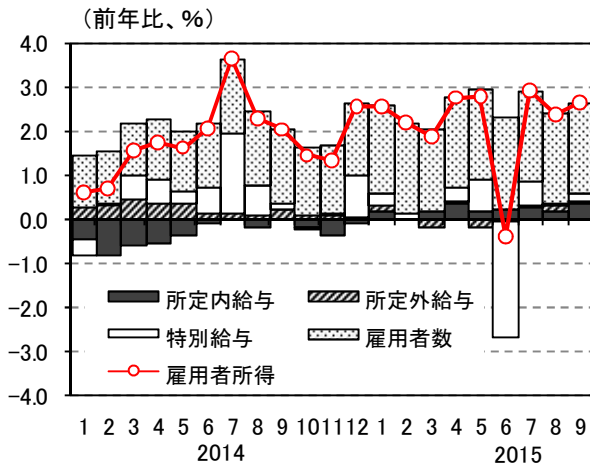
(資料) 総務省「消費者物価指数」

3. 内外経済・金融環境

(1) 国内環境

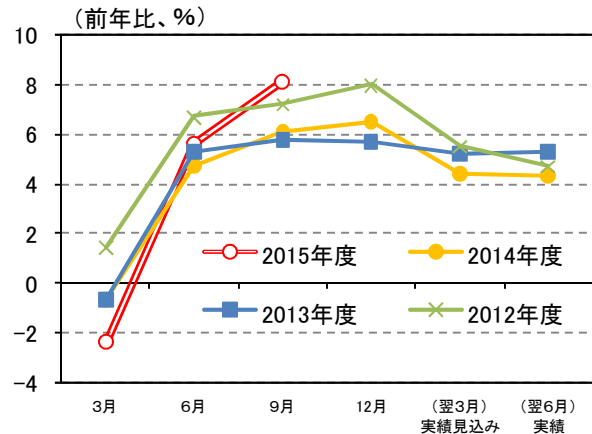
日本経済は足踏みが続いているが、足元で堅調な雇用・所得環境が消費を下支えし、先送りされているとみられる設備投資が10月以降計画に応じて増え始めることで、景気は緩やかに回復に向かうと予想する(次頁図表3、4)。

図表3 雇用者所得



(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」

図表4 設備投資計画



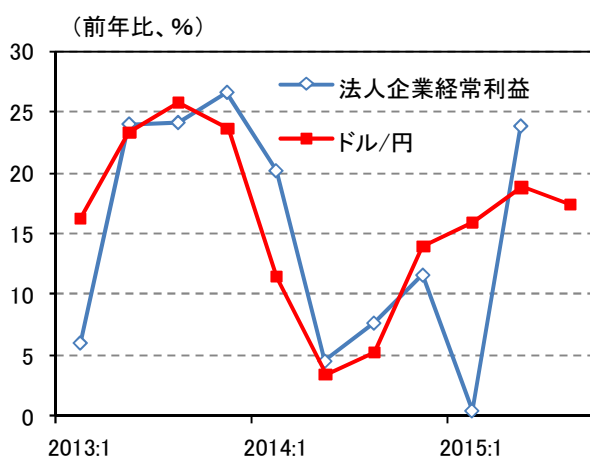
(注) ソフトウェアを含む、除く土地投資。

(資料) 日本銀行「短観」

もっとも、日銀の追加緩和先送りが円安の進展ペースを抑制することで、輸入物価の上昇による家計の負担を緩和する一方で、為替差益の縮小によって企業の増益率を押し下げよう(図表5)。実際に企業の経常利益増加率を日銀短観でみると、2013年度は28.4%、2014年度は5.9%、2015年度(計画値)は3.3%と低下しており、来年度は企業が投資や従業員給与を増やす動きが鈍る可能性がある。

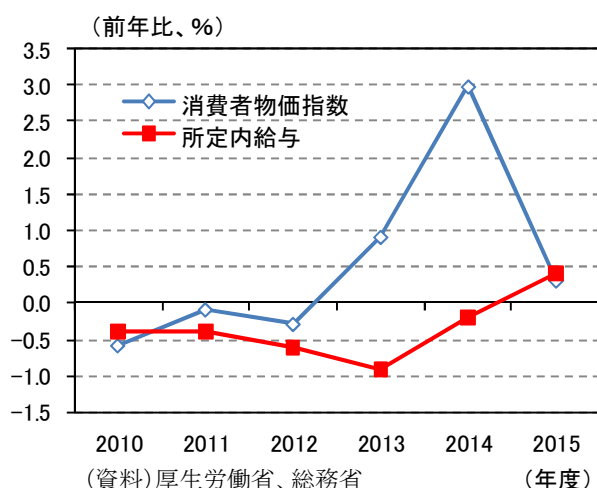
雇用者の給与については、企業の増益率低下だけでなく、物価上昇率が鈍化していることも、2016年度の所定内給与(ベースアップ)を抑制する要因になり得る(図表6)。また、高齢者の所得については、年金額は前年の物価の動き等¹に合わせて改定率²が変更されるが、今年の物価上昇率は消費税引上げがあった昨年の+2.7%から大幅に低下することが確実な上に、今年度から適用されたマクロ経済スライド²によって更に抑制されるため、来年度の年金額は減少する見込みである。

図表5 経常利益と為替



(資料) 財務省「法人企業統計」、Bloomberg

図表6 所定内給与と消費者物価指数



(資料) 厚生労働省、総務省

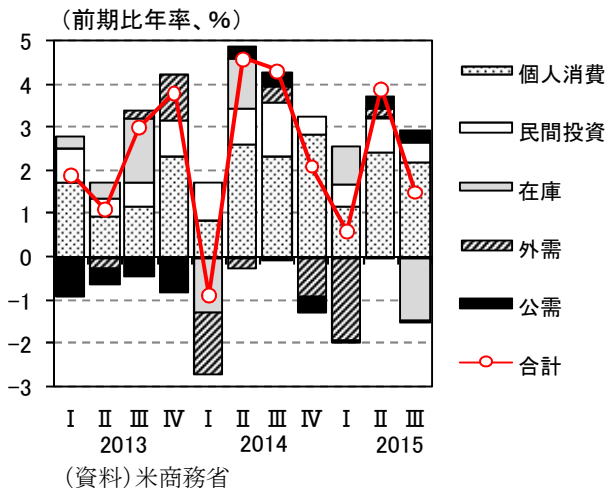
¹ 基準となる名目手取り賃金変動率は、前年の物価変動率に2年度前から4年度前までの3年度平均の実質賃金変動率と可処分所得割合変化率を乗じたもの。

² スライド調整率は、現役被保険者の減少と平均余命の伸びに基づいて設定される。2015年度はスライド調整率が▲0.9%となり、年金額の改定率は+0.9%となった。

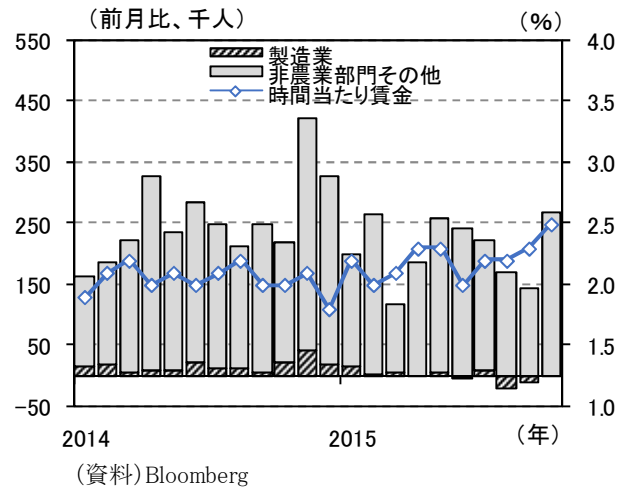
(2) 外需環境

米国の7-9月期実質GDP成長率は前期比年率+1.4%と伸びが縮小したが、在庫調整によるマイナス寄与が大きく、内容としては底堅いと判断できる(図表7)。8、9月と低調だった非農業部門雇用者増加数が27万人と大きく増加し、インフレ率の見通しに影響する賃金の伸び率も高まったことから、12月に利上げが開始される可能性が高まった(図表8)。もともと、雇用統計の中身をみると製造業の雇用者には増加がみられず、製造業の停滞が非製造業に波及しないか注意を要する。

図表7 米国実質GDP成長率



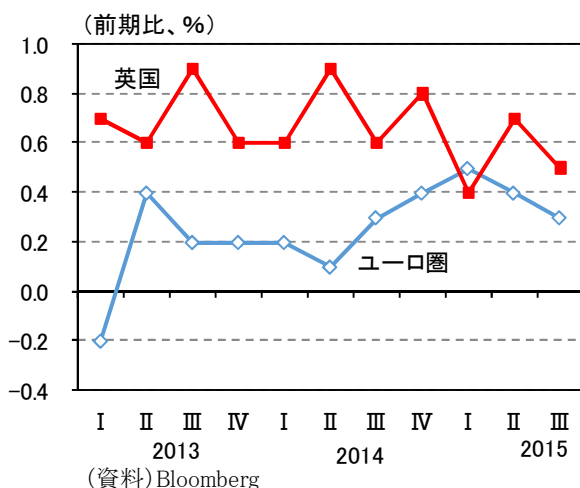
図表8 非農業部門雇用者数と平均賃金



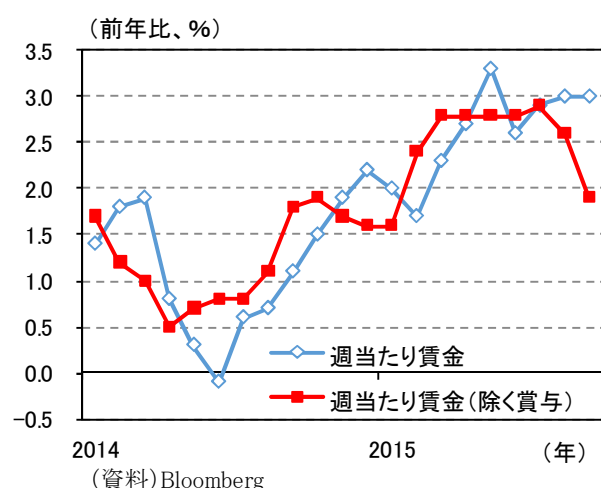
米国に続いて利上げに向かうとみられていた英国では、7-9月期の成長率の鈍化に加えて、賃金の伸びがピークアウトしたため、イングランド銀行(BOE)のインフレ見通しも下方修正され、利上げ期待は後退している(図表9、10)。

欧州では、インフレ率に上昇の兆しもあるが目標である2%近傍に達するのは困難であり、成長率が緩慢な状態が続いていることから、12月3日の政策理事会で追加緩和が決定される見込みである。2015年に入って緩やかなユーロ高基調にあったユーロ/ドルレートは、ユーロ圏の追加緩和と米国の利上げによってユーロ安が進もう。

図表9 英国・ユーロ圏実質GDP成長率



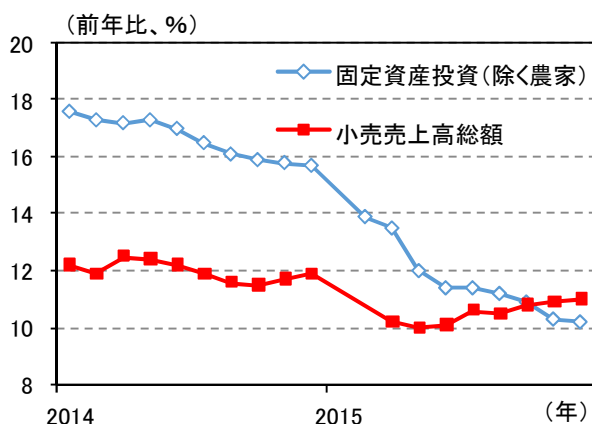
図表10 英国過当り賃金



中国では、消費の動きは底堅く、景況感指数が下げ止まるなど景気底入れの兆しがあるものの、固定資産投資の伸びは縮小し続けている(図表 11)。さらに、10月の消費者物価上昇率が前年比+1.3%に低下したことで、中国人民銀行による追加利下げの可能性が高まった(図表 12)。中国経済は短期的には持ち直しの兆しもみられるが、投資の牽引力は構造的に弱まるため長期的に7%成長を維持することは難しいとみられる。

このように外需環境は牽引役の米国経済は底堅いものの成長率が急速に高まるには至らないとみられ、新興国の先行き不透明感は払拭には時間がかかるため、この先も世界経済の回復ペースは高まりにくいとみられる。

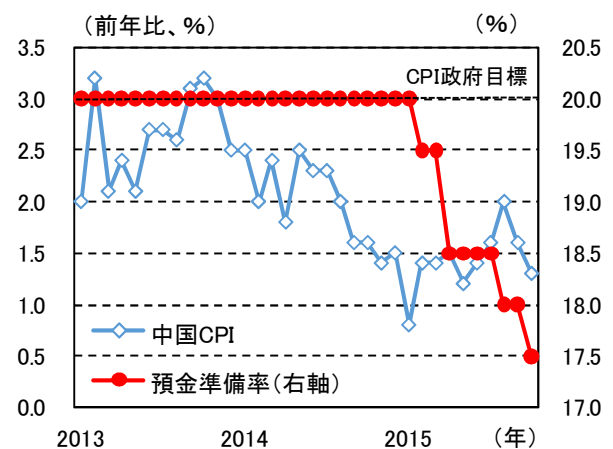
図表 11 中国小売売上高と固定資産投資



(注) 固定資産投資は年初来累計。

(資料) Bloomberg

図表 12 中国消費者物価指数と預金準備率



(資料) Bloomberg

4. まとめとリスク要因

以上を踏まえて、最後に日本の経済見通しを総括する。2015年度の成長率を7-9月期実績の下振れから修正(前回:前年比+1.0%→今回:同+0.9%)し、2016年度の成長率を、円安効果の剥落による企業の増益率の低下と世界経済の回復ペースの鈍化から下方修正(前回:前年比+1.8%→今回:同+1.4%)する。外需環境について、中国経済には底入れの兆しもみえるが、この先も持ち直しの動きがみられない場合は、日本経済は輸出や設備投資の抑制によって更に回復が遅れよう。

インフレ率は今後エネルギー価格の下落による物価の下押しが一巡する一方で、円安による押し上げ効果も減衰する。また、景気回復ペースが緩やかであれば需要の増加による物価の底上げも限られることから、2016年度後半までに目標である2%に達することは困難であり、この先追加緩和が実施されると予想する

(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。

総括表 2015・2016年度の内外経済見通し (作成日：2015年11月24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・2005年基準>								
国内総支出	530.5	0.9	538.0	1.4	0.3 1.0	0.5 0.8	0.7 1.2	0.8 1.6
民間最終消費	309.1	0.6	313.3	1.3	-0.1 0.5	0.7 0.6	0.5 1.1	1.1 1.6
民間住宅投資	13.7	3.8	14.5	5.9	4.4 1.2	1.8 6.4	3.2 5.0	3.2 6.7
民間設備投資	72.0	0.1	73.2	1.6	-0.7 0.5	0.4 -0.2	0.8 1.1	1.2 2.1
民間在庫品増加(実額)	-1.4	寄与度 -0.0	-2.6	寄与度 -0.2	-0.6	-2.3	-2.3	-3.0
政府最終消費	104.0	1.4	105.1	1.0	0.9 1.5	0.4 1.3	0.5 0.9	0.6 1.1
公的固定資本形成	23.0	1.0	23.0	-0.1	1.2 1.4	-0.5 0.7	0.4 -0.2	-0.4 0.0
財貨・サービス輸出	93.2	1.5	96.7	3.7	-2.1 2.4	2.7 0.7	1.6 4.2	1.4 3.2
財貨・サービス輸入	81.7	1.4	85.0	4.0	-1.1 1.1	2.6 1.7	1.7 4.2	1.9 3.8
内需寄与度	0.9	民需 0.6	1.5	民需 1.3				
外需寄与度	0.0	公需 0.3	-0.1	公需 0.2				
<名目>								
国内総支出	501.0	2.1	508.1	1.4	1.2 2.8	0.2 1.4	0.9 1.0	0.8 1.8
GDPデフレーター	94.5	1.2	94.4	0.0	1.8	0.6	-0.1	0.1
企業物価 * (10年=100)	102.7	-2.4	104.0	1.2	-2.9	-2.0	-2.0	3.2
輸出物価 * (10年=100)	113.2	1.8	117.6	3.9	3.6	0.1	0.1	-7.4
輸入物価 * (10年=100)	115.4	-7.8	122.2	5.8	-9.5	-6.1	-6.1	0.4
消費者物価 * (10年=100)	103.3	0.1	104.2	0.9	0.0	0.1	0.6	1.2
鉱工業生産 * (10年=100)	98.6	0.2	102.1	3.5	-0.5	0.8	3.5	3.4
失業率 (%)	3.3	-0.2	3.2	-0.1	3.4	3.3	3.2	3.1
雇用者数 * (万人)	5,644	0.6	5,675	0.6	0.7	0.6	0.5	0.6
1人当雇用者報酬伸び率* (%)	0.6	—	0.5	—	0.5	0.6	0.4	0.6
新設住宅着工戸数 (万戸)	94.7	7.6	98.8	4.3	93.4	93.2	99.9	97.3
貿易収支 (10億円)	-1,089	—	-4,388	—	-420	-669	-1,706	-2,682
輸出 * (10億円)	76,610	1.3	81,728	6.7	2.8	-0.1	6.4	6.9
輸入 * (10億円)	77,699	-5.5	86,117	10.8	-7.4	-3.5	9.8	11.8
第一次所得収支 (10億円)	21,436	—	22,160	—	10,834	10,602	5,570	5,511
経常収支 (10億円)	16,891	—	14,905	—	8,693	8,198	7,955	6,950
マネーサプライ * (M2、兆円)	916.6	3.9	953.7	4.1	4.0	3.8	4.0	4.2
ドル/円レート (円、期中平均)	122.2	—	127.6	—	121.8	122.6	126.9	128.4
輸入原油価格 (ドル/バレル)	55.1	—	57.8	—	59.0	51.3	56.0	59.5
米国実質GDP (10億ドル)	16,354	2.5	16,780	2.6	1.8	2.4	2.7	2.5

(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)	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
10年国債利回り	0.40	0.39	0.35	0.35	0.34	0.34	0.38	0.43
ドル/円レート	121.4	122.2	122.8	122.5	125.5	128.3	128.5	128.3

→予測



円安持続性と円高反転リスクを予測する

<要旨>

ドル円レートは、ひとたび円高・円安に振れるとしばらくそのトレンドが続く特徴がある。そこで円高・円安という2局面を遷移するモデルを作り、為替レートの水準ではなく局面転換の契機となる要因を考察した。分析によれば、日米金利差に米国債ボラティリティという金利リスク環境を加えると、円高と円安双方の局面シフトが7割の確度で予測できる。円安が続き易いのは金利変動が少なく日米金利差が開いているときである一方、円高シフトには、金利差縮小よりも米国債市場のボラティリティ上昇が契機となりやすい。

米国では年内利上げが視野に入り、日米の金融緩和スタンスの違いが日米金利差拡大として表れるため、円安が続く見方が優勢だが、利上げ開始後のペースは不確実で金融市場のボラティリティ上昇をもたらす材料は多い。市場期待を上回る利上げでも、市場とのコミュニケーション不足により、金利急騰とその後の低下など、米国債の金利変動リスクが大きくなる場合には、むしろ円高リスクが高まることに留意が必要だろう。

1. ドル円レートの振る舞い

ドル円レートは、ひとたび円高もしくは円安に振れると暫くそのトレンドが続く特徴がある。ドル円レートの振る舞いそのものから、計量的手法を用いて2つの局面を特定すると、2000年以降の15年間に顕著な円高局面は8回ほどみられ、小さな変動を除くと2012年から現在まではほぼ4年にわたる円安局面が続いている(図表1)。長きにわたる円安局面がいつ円高に反転するのかは、投資家のみならず企業経営者にとっても大きな関心事項である。そこで本稿では、為替レート水準そのものよりも円安の持続性や円高への局面シフトの契機となる要因を考察してみたい。

図表1 ドル円レートと円高・円安局面の特定



(注) 円安・円高の特定はマルコフ・レジーム・スイッチングモデルを用いたもの。

(資料) Bloomberg と三井住友信託銀行調査部の推計結果より作成

計量的な手法を用いて特定された円高と円安局面に基づくと、それぞれの局面が続く期間や変動規模は同じではない。データによれば、円高局面の平均期間は4.7ヶ月に対して、円安期間は13.2ヶ月と長い傾向にある。ただし、四半期ベースの変化率でみると、円高局面は5.3%、円安は2.3%であり、円高局面は期間が短いものの円安のほぼ倍の変動規模である(図表2)。

図表2 円高と円安局面の平均期間と変化率(2000年1月～2015年10月)

局面	平均期間(月)	四半期変化率(%)
円高	4.7	-5.3
円安	13.2	2.3

(資料)推計結果から三井住友信託銀行調査部作成

期間と規模が非対象であることも反映し、ドル円レートが株価に及ぼす影響も大きくなっている。2000年から2004年の時期は、必ずしもドル円レートと株価との間の相関は高くなかったが、金融危機を挟む2007年以降は顕著に高まっている(図表3)。背景のひとつには、生産指数が示す経済活動が伸び悩むなか、企業収益の期待変化を通じた影響が大きくなっていることもあろう。生産指数の振れは、金融危機前までは小さく増加トレンドにあったが、2008年以降は振れが大きいばかりか増加トレンドも消失している。国内生産活動が停滞するなかで、海外収益の為替差益・差損が収益や収益期待の振れを大きくしていることが容易に想像される(図表4)。

図表3 ドル円レートと日経平均株価



図表4 ドル円レートと生産指数

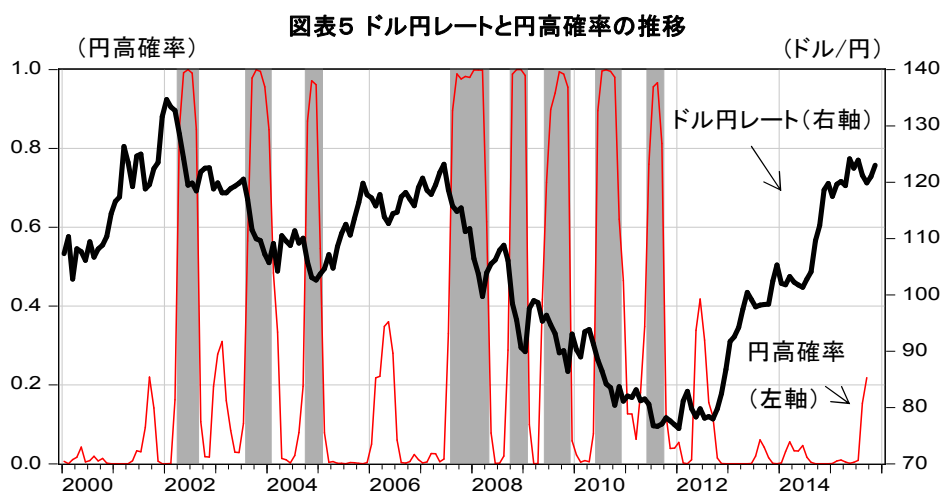


(資料)いずれも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

2. 円高・円安の局面シフトをもたらす要因

このように、円高・円安の振れそのものが、収益や株価などに大きく影響することから、為替レート水準そのものよりも、円安持続性や円高シフトの契機となる要因について詳しく考察してみたい。

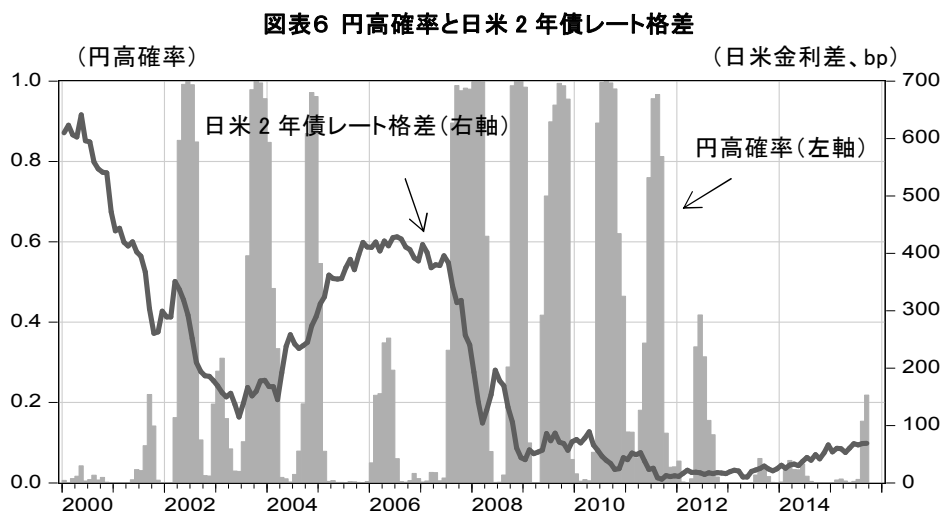
下図5は、ドル円レートの振る舞いから円高・円安を特定したグラフに、判定に用いた計量モデルが示す円高への転換確率(円高確率)を加えている。図の網掛けが示す円高局面の特定は、円高確率が0.5(50%)を超えるか否かで判定している(図表5)。これとは別に観察される小さな円高局面は、円高確率が0.5に満たなくとも上昇している局面であることが読み取れる。こうした円高確率の上昇をもたらす要因が特定できれば、円高反転リスクをある程度予測することができる。



(注) 円高確率はマルコフ・レジーム・スイッチングモデルを用いた推計値。

(資料) Bloomberg と推計結果から三井住友信託銀行調査部作成

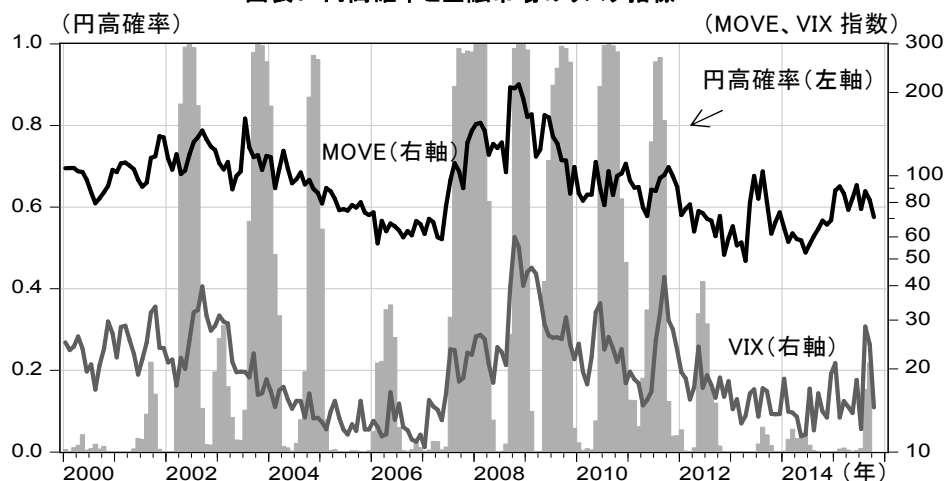
まず、ドル円レートの予測によく用いられる日米金利差と円高確率の推移を比較すると、日米金利差が縮小する局面では円高確率も上昇していることがわかる(図表6)。金利差は日米2年債レートの格差を用いており、目先2年間の日米それぞれの政策金利の予想変化がドル円レートの方角性に影響を及ぼしていると解釈できる。一方で、詳しくみると、金利差が変化しなくとも円高確率が急騰している時期も見られる。



(資料) Bloomberg と図表5の円高確率から三井住友信託銀行調査部作成

金利差が明確に縮小しないなかで円高となる局面として最も考えるのは、金融市場全体のリスクに何らかの変化が生じた場合が考えられよう。予想しうる結果は、将来の金融政策や経済の不確実性が高まる局面では円高が進みやすいという特徴である。そこで、金融市場のリスク指標として、米国債の先行き変動リスクを示すMOVE指数、S&P500 でみた米国株価市場の先行き変動リスクを示すVIX指数を取りあげ、円高確率との推移を比較してみた。これら株式や債券市場の変動リスクが高まる局面では、円高確率も上昇していることが読み取れる(図表7)。

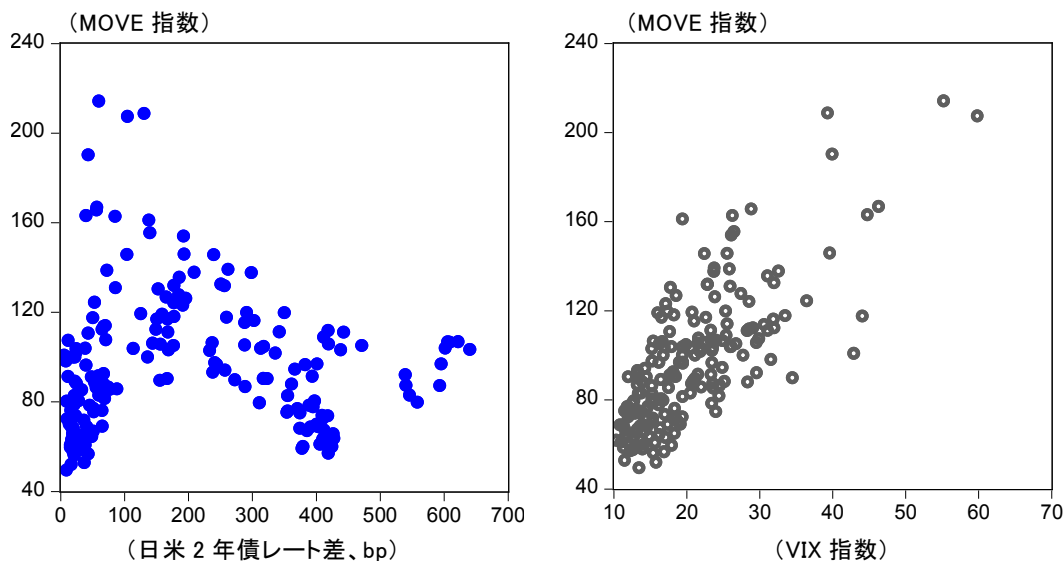
図表7 円高確率と金融市場のリスク指標



(資料) Bloomberg と図表 5 の円高確率から三井住友信託銀行調査部作成

米国の債券市場の価格変動リスクが高まる局面は、日米金利差が縮小する時期とは限らない。日米2年債レート差を横軸に、債券市場のリスクを示すMOVE指数を縦軸にプロットすると、両者には、必ずしも明確なプラスもしくはマイナスの相関はみられない。債券市場のリスク指標(MOVE指数)が高まる時は、株式市場のリスク(VIX指数)も高まる傾向にあり、むしろ金融市場に参加する投資家のリスク環境が変化し、金融市場全体で不確実性が上昇しているときである(図表8)。

図表8 米債券市場リスクと日米金利差並びに株式市場リスクとの相関



(資料) いずれも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

3. 円高・円安の局面転換の予測モデル

以上の考察も踏まえて、日米2年債レートとMOVE指数を説明要因に1ヶ月先の円高・円安を判定予測する月次ベースのモデルを作成してみた。図表9は、各要因が円高確率に及ぼす影響を示す回帰式の結果である。係数が正であれば円高が進みやすく、負であれば円安に進みやすいことを意味するので、米2年債レートが上昇する局面では円高確率が低下し、日本の2年国債レートが上昇する局面や米債券市場のリスクが高まる時期には円高になり易いことが確認できる。

モデルで得られた円高確率が0.3(30%)を超える時期を円高局面としての的中率を計算すると、2000年1月以降の月次データ189個のサンプルのうち、円安126サンプルと円高63サンプルを正しく判定した割合は7割であった(図表9下段)。予測が外れた残り3割の円高局面は、2008年や2012年であり、円安局面にあって円高と誤って判定した時期も見られる(図表10)。

図表9 円高確率を説明する回帰式の結果と的中率

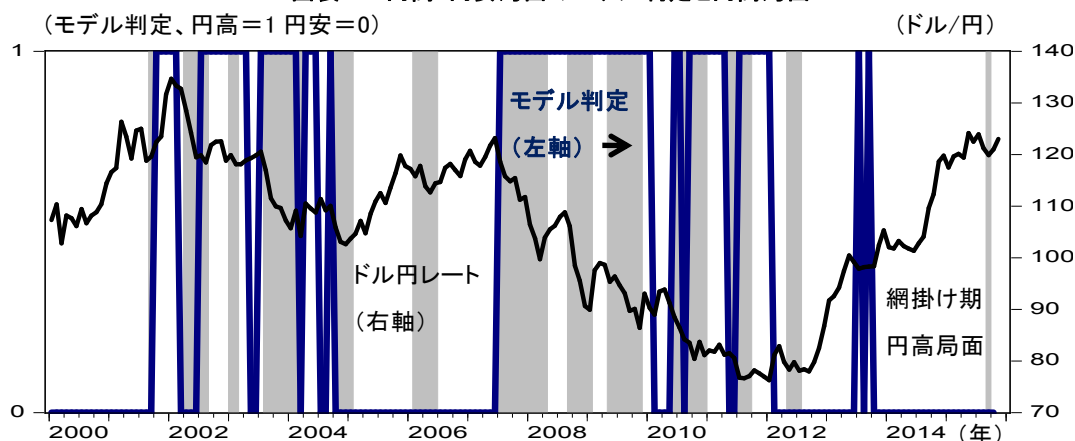
説明要因	係数	係数の標準誤差	z-統計量
米2年債レート	-0.249	0.113	-2.094
日2年債レート	1.814	0.783	2.317
MOVE指数	0.025	0.006	4.008

モデルによる局面予測	観測数		
	円高	円安	合計
円高局面	42	21	63
円安局面	35	91	126
(的中率%)	66.7	72.2	70.4

(注) 係数は円高確率に及ぼす影響を示す。z-統計量の絶対値が2超の場合は統計的に有意。

(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

図表10 円高・円安局面のモデル判定と円高局面



(注) 網掛けは円高確率が0.3以上の円高局面。太線はモデルによる円高判定(円高=1)。

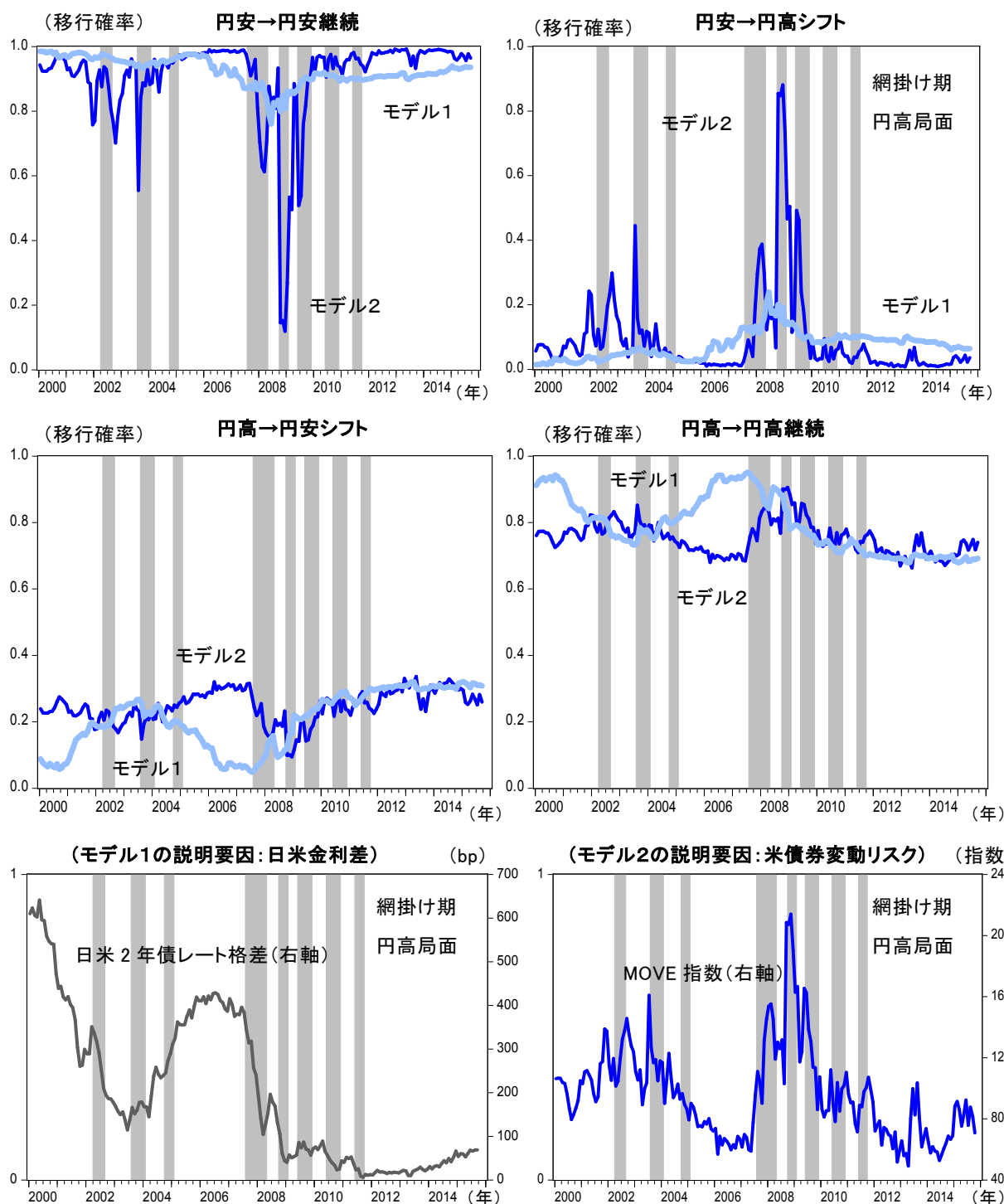
(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

では、日米金利差と債券市場のリスクいずれが円安の持続や円高シフトへの契機となるのか。そこで円高と円安間の局面移行の4つの組み合わせそれぞれの移行確率に、金利差と債券変動リスクがどう影響するのかを比較してみた。4つの組み合わせとは、①円安から円安継続、②円安から円高シフト、③円高から円安シフト、④円高から円高継続、という4つの移行確率である。

円安から円高局面へのシフトを示すグラフに着目すると、金利差だけのモデル(モデル1)の移行確率は変化が少なく滑らかである一方、MOVE 指数だけのモデル(モデル2)は変化が大きく、円安から円高局面へのシフトをうまく捉えている(図表11)。また、円安から円安局面の継続、円高から円安局面へのシフトを示すグラフに着目すれば、円安局面が続く可能性が高いのは、債券市場の変動が少なく日米金利差が開いているときであることがわかる。

図表11 円高・円安の2局面間の移行確率

(モデル1は金利差のみのモデル、モデル2は米債券変動リスクのみのモデル)



(注) 各局面の移行確率は、現在の局面を与件として次の局面への移行を示す条件付き確率を示す。

(資料) いずれもマルコフ・レジーム・スイッチング(可変確率)モデルより三井住友信託銀行調査部作成

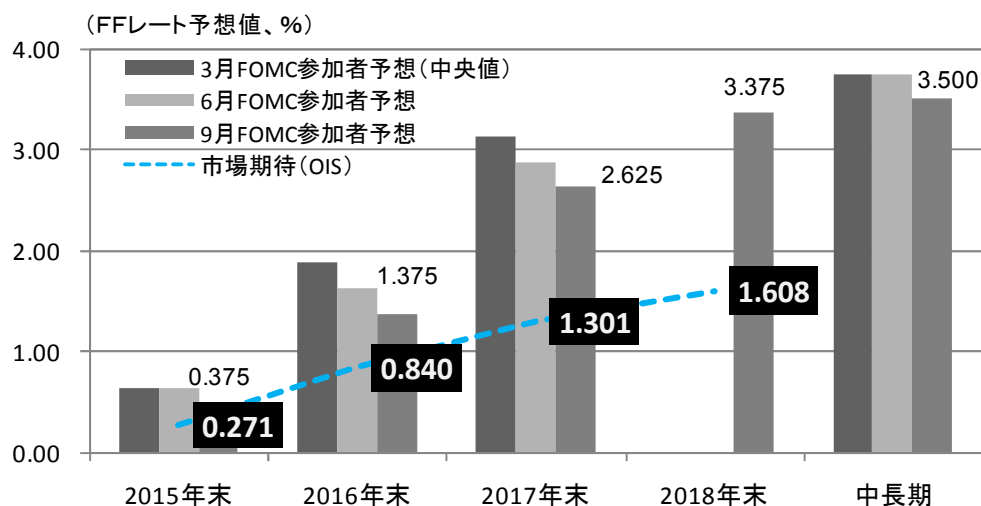
4. 円安の持続性と円高リスクをどう見るか

円高局面へのシフトは、日米金利差よりも米国債市場のボラティリティ上昇が契機となりやすいという分析結果を現在の状況に当てはめると、いかなる示唆が得られるだろうか。いまのところ、米国の年内利上げが確実視され、日米の金融緩和スタンスの違いが日米金利差に表れることで円安が続く見方が優勢だが、米国の利上げペースは不確実であり、債券市場のボラティリティ上昇リスクを考慮すると、必ずしも単純ではない。

日米金利差のみに着目すれば、利上げペース鈍化は円高要因に、利上げペース加速は円安要因という整理が成り立つ。しかし、利上げペースの加速により長期金利の急騰とその後の下落、あるいは市場心理への影響から株式市場の下落を伴う場合には、むしろ一時的な円高シフトが生じる可能性が高まろう。過去のデータが示す通り、円高局面は円安局面に比べ、期間は短いが変動幅が大きい。このような事態が生じる最も考えうるケースは、金融政策を主導する米連邦準備理事会 (FRB) と市場との間で、政策変更に関するコミュニケーション不足が生じる場合である。

9月の公開市場委員会 (FOMC) で公表された、FOMC 参加者による2016年の利上げペースの予想中央値は、2015年末 0.375%から2016年末 1.375%であり、年8回あるFOMCのうち4回 25bp 毎の年間 100bp (1%ポイント) の利上げを想定している (図表 12)。対して、市場期待はこれよりも低く、概ね年2回の 50bp が中心であり、利上げペース予想に開きがある。市場の利上げ予想が低いのは、将来のインフレ推移を低く慎重に見ていることが大きな理由とみられる。この乖離が埋まらない間は、金融市場が変動し易い状況が続くため、結果として円高に振れるリスクが高まることになる。円ドルレートの予想には日米金利差のみならず、金融市場全体の不確実性や変動リスクにも目を配ることが重要だろう。

図表 12 FOMC参加者の利上げ予想と市場期待 (OIS) の乖離



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

(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。

再拡大するユーロ圏決済残高の不均衡

＜要旨＞

ユーロ圏の中央銀行間決済を行うターゲット2の残高は、ユーロ債務危機後に一旦縮小したが、2015 年から再拡大している。その主な理由は、①中銀間の債券売買、②民間銀行の中銀調達（ターゲット長期リファイナンス・オペ：TLTRO）利用増加と推定される。この内、債券売買は中銀間で完結するのに対して、貸出が伸びない中でイタリア・スペイン等一部諸国での TLTRO 利用増加は資金余剰国・不足国の間の民間資金配分の不均衡が解消せず、一部諸国の中銀調達依存が続いていることを示唆する。

量的緩和策により中銀間の債券売買累増によるターゲット2残高拡大は続き、一部諸国の中銀調達依存も続けば、将来的には量的緩和の出口での中銀資産圧縮・中銀調達削減の妨げとなりうる。不均衡の動向を見る上では中銀調達の变化が目安となろう。

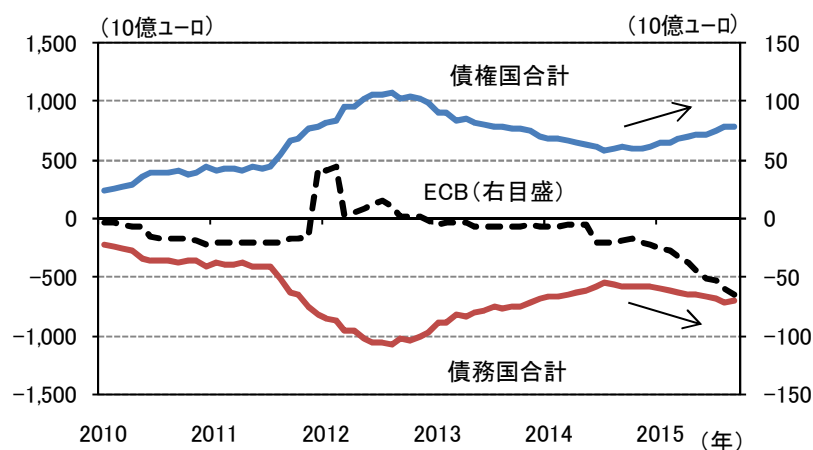
1. 再拡大するターゲット2残高

ユーロ圏の中央銀行間決済システムであるターゲット2 (TARGET 2) 残高は、ユーロ債務危機後に一旦縮小したが、2015 年から再拡大している（図表1）。本稿では、最近のターゲット2残高の再拡大の理由について考察する。

ユーロ圏各国の銀行間市場では、中銀に保有する口座を介して互いに資金決済を行い、他国の銀行との決済では、中銀間の決済システムであるターゲット2を介することになる。ユーロ債務危機以前は、各国銀行間の資金決済額には大きな偏りはなく、特定の国のターゲット2残高のみが累積することはなかった。

しかし、ユーロ債務危機時には、資金余剰のドイツから資金不足の南欧（イタリア・スペイン等）への民間資金フローが途絶した。これを受けて欧州中銀（ECB）が、ターゲット2を介して異例の資金供給を行った結果、資金余剰国のターゲット2債権残高と、資金不足国のターゲット2債務残高がそれぞれ拡大することとなったとされ、ターゲット2残高拡大は各国間の民間資金配分の不均衡を表すものとの見方が広まった。

図表1 ターゲット2残高



(注) 各国のネット債権債務の合計

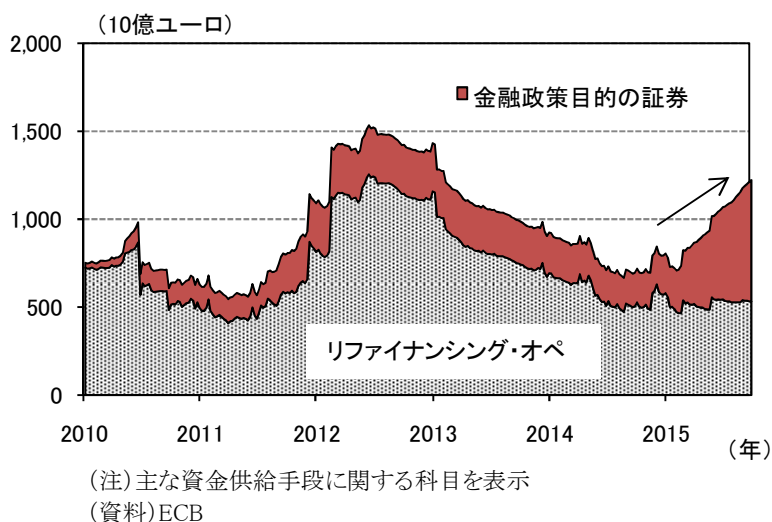
(資料) ECB

ターゲット2残高の拡大とほぼ同時期に、ユーロシステム(ECB、各国中銀)の資産規模も2度拡大した。拡大の中心は、ユーロ債務危機時には、中銀貸出(リファイナンス・オペ)であり、2015年は、債券購入である(図表2)。

ユーロ債務危機時には、銀行間市場の流動性が極端に低下し、ECBは、通常は期間3ヶ月の長期リファイナンス・オペ(LTRO)の期間を最長3年まで延長する等の措置を取り、大規模な資金供給を実施、その結果ユーロシステムの資産規模が拡大した。

これに対して2015年の資産規模拡大は、ECBが量的緩和策の債券購入規模を拡大した15年3月から加速している。なお、住宅ローンを除く家計・民間企業向け貸出のリファイナンスを目的として2014年6月に導入された、ターゲット長期リファイナンス・オペ(TLTRO)の残高はLTROには及ばないものの、期間は2018年9月までの最長4年であり、現在も長期の中銀資金が供給されている。

図表2 ユーロシステム資産残高



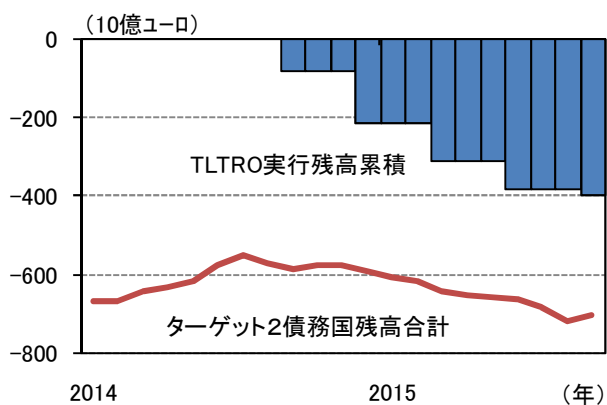
2. 中銀間の債券売買と、TLTRO

ターゲット2残高再拡大の第一の理由は、ユーロ圏各国中銀間の債券の売買にある。中銀間で債券の売買があると、債券を売却した中銀ではターゲット2債権残高が増加し、債券を購入した中銀ではターゲット2債務残高がそれぞれ増加する。ECB自身のターゲット2残高は、ECBによる債券購入が本格化した2015年3月以降に月平均54億ユーロずつ継続的に拡大し、2015年9月末時点の残高は660億ユーロ迄増加しており、各国中銀からの債券購入が反映されたと判断出来る(前頁図表1)。中銀間の債券の売買によるターゲット2残高拡大は、中銀間で完結するものであり、ユーロ債務危機時のような民間資金配分の不均衡を表すものではない。

第二の理由は、中銀調達、特にTLTROに対する、イタリア・スペイン等の一部諸国の利用の増加である。ターゲット2残高は、国毎の債権・債務のネット残高であるため、一部諸国の利用が増加した場合に拡大しやすいと推察出来る。中銀調達の利用増加は、ユーロ債務危機時にターゲット2残高が拡大した理由と基本的に同じであり、民間資金配分の不均衡を表す。

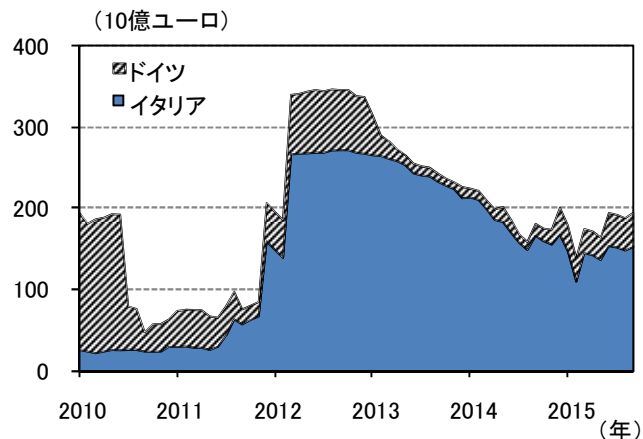
ここで、TLTRO について詳細に見ると、まず、ターゲット2債務国の残高合計は、TLTRO 実行残高累増と概ね歩調を合わせて増加している(図表3)。次に、統計が利用可能なドイツ・イタリアの銀行の、長期リファイナンス・オペ(LTRO・TLTRO)利用状況を見ると、2015 年9月末のイタリアの銀行の利用残高はドイツの銀行の 3.4 倍であり、国毎の相違が見て取れる(図表4)。

図表3 ターゲット2とTLTRO



(注)TLTROは2014年9月から3ヶ月毎に実施、満期は全て2018年9月
(資料)ECB

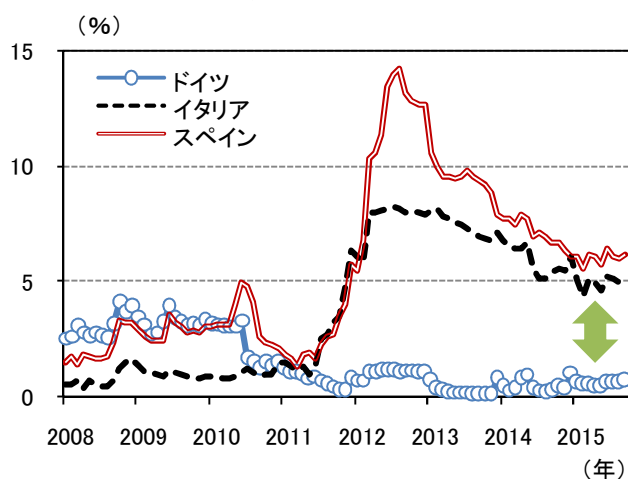
図表4 LTRO・TLTRO 利用状況(ドイツ・イタリア)



(注)2015年11月現在、LTROは期間3ヶ月を基本とする
(資料)ドイツ連銀、イタリア中銀、CEIC

TLTRO の国毎の利用状況の相違は、各国銀行の中銀調達比率にも表れている。中銀調達比率は、イタリアの銀行では2012年のピーク時8.3%から2015年9月は5.2%に、スペインの銀行では14.2%から6.1%に低下してきた。しかしながら、ドイツの銀行(0.7%)との格差は依然として大きい(図表5)。イタリアとスペインの銀行の民間貸出の伸びが前年比未だマイナスであることから、TLTRO の増加は本来の目的である貸出促進支援だけではなく、実質的には資金繰り支援という側面もありそうである。

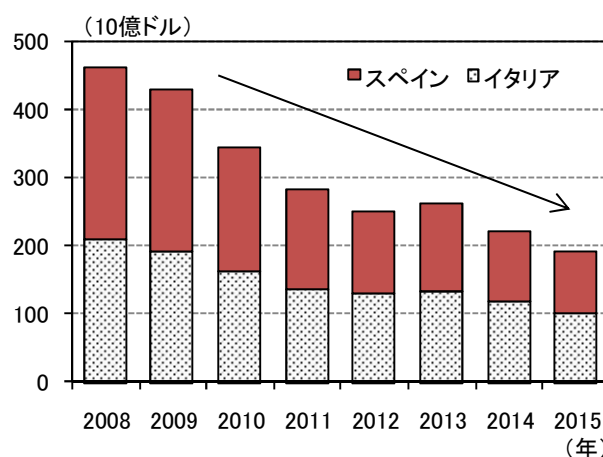
図表5 中銀調達比率



(資料)ドイツ連銀、イタリア中銀、スペイン中銀、CEIC

この中銀調達比率格差には、大幅な経常収支黒字で資金余剰のドイツの銀行によるイタリア・スペイン向け与信残高が減少傾向にあることも影響している(図表6)。ドイツの銀行はユーロ圏周縁国向け与信には未だ慎重であり、量的緩和を含む金融緩和が強化・長期化する中でもユーロ圏の民間資金配分の不均衡は解消していないことがわかる。

図表6 ドイツの銀行のイタリア・スペイン向け与信



(注) 各年末、2015年は6月末

(資料) BIS国際与信統計(最終リスクベース)

ちなみに、銀行間取引の指標金利(ユーロボ)は、ユーロ債務危機時と異なり低位安定している。しかし、ドイツの銀行の慎重姿勢を重ね合わせれば、指標金利の低位安定は、ドイツとユーロ圏周縁国の間の円滑な銀行間取引の存在を示すものではないと考えるべきだろう。

ユーロ圏の民間資金配分の不均衡が解消していない状況は、中銀調達の存在故に温存、拡大されていると見ることも出来る。何故なら、イタリア・スペインの銀行からすれば、LTRO・TLTRO等の中長期の中銀調達が政策金利と同じ0.05%で出来ることから、ドイツの銀行から0.05%以上の金利で調達するインセンティブは少ない。逆に、ドイツの銀行からすれば、余剰資金を準備預金に滞留させると0.2%のマイナス金利になるとは言え、イタリア・スペインの銀行に貸し出す場合は信用リスク相当の上乗せ金利が必要であり、0.05%で貸し出すインセンティブは少ない。

こう考えると、イタリア・スペインの銀行が中銀調達依存を脱却する目途は立っていないと言える。2016年6月にTLTRO新規実行が予定どおり終了し、全てのTLTROが満期となる2018年9月までにECBの追加施策なしにTLTRO資金を回収出来るか、現時点では予断を許さない。

3. まとめと含意

ところで、2015年12月3日のECB理事会にて追加緩和策が発表されるとの観測が高まっており、緩和策の候補として国債購入期限延長や、1か月当たりの購入規模拡大等が挙げられている。

今後とも中銀間の債券売買によるターゲット2残高拡大は続き、仮に追加緩和により債券購入期限が2016年9月より延長されれば残高拡大期間も伸び、また、1か月当たりの購入規模が拡大されれば残高拡大ペースが加速することになるだろう。

そして、追加緩和策次第では、超低金利の持続が構造改革の遅れを招き、ドイツ等の資金余剰国の銀行のユーロ圏周縁国に対する慎重姿勢が続き、民間資金配分の不均衡が却って拡大し、イタリア・スペイン等の銀行の中銀調達依存がさらに高まり、ターゲット2残高拡大に繋がる懸念もある。係る状況が続けば、将来的には、量的緩和の出口での中銀資産圧縮・中銀調達削減の妨げにもなりかねない。このように、中銀調達の存在が、民間資金配分の不均衡の継続を許している面もあることは否定出来ない。

中銀間の債券売買の影響を含む現在のターゲット2残高は、ユーロ債務危機時とは異なり残高全体が不均衡を表す訳ではない。今後の不均衡の動向を見る上では、中銀調達の変化がひとつの目安となる。

中央銀行による資金供給は、時に金融政策手段と危機対応の二面性を持つ。この内、後者は緊急避難であり、銀行は適切な時期に中銀資金依存を卒業することが期待される。しかし、ECBの資金供給が二面性の曖昧さを克服するにはなお時間が必要と言えよう。

(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。