

三井住友信託銀行

# 調査月報



時論	
<u>「草食系バブル2.0」が台頭する2016年</u> .....	1
経済の動き	
<u>地方の雇用環境改善は継続するか</u> .....	3
<u>欧州緩和の背景にあるECBへの資金依存</u> .....	8
<u>レバレッジ状況から相場変動の予兆を探る</u> .....	14

## 時論

### 「草食系バブル2.0」が台頭する2016年

従前、この稿(2015年7月号)で現在のグローバル経済金融環境の本質を表す概念として「草食系バブル」なるものを提示させていただいた。

簡単におさらいすると、景気回復は持続するものの、成長率もインフレ率も高まらず、よって先進国の金融緩和・超低金利政策も変わらず、将来への見通しも強化せず、よって投融資家(金融機関、機関及び個人投資家、各種ファンド等)は運用難に直面する中であっても安全資産指向は変わらず、よって安全資産が安全でない価格まで買い進まれて安全でなくなり(すなわちバブルの生成)、よって投融資家は止むにやまれず運用対象を準安全資産へ広げ、よって徐々に深いリスクを取ることとなり、リスクに見合うリターンを確保できない資産、価格下落リスクを内包した資産が増えていくというものである。

こうした「草食系バブル」は、国債金利がマイナスとなる、内外の貸出スプレッドが極限まで潰れるといった事例に端的に表れていた。

やがて、向こう2～3年の間には景気回復を映じてインフレ率・政策金利・長期金利が緩やかながらも上昇し、ある時点において超低金利期待が剥落することによって投融資家の手じまい・巻き戻しの動きが急速に強まり、安全資産領域を中心に大幅な価格調整(すなわちバブル崩壊)と信用収縮が起こると見ていた。すなわち「草食系バブル」を巡るシナリオは、曲がりなりにも景気回復の持続を前提とし、それがもたらす金利上昇・金融引き締めをバブル崩壊のトリガーとするものであった。

ところが、この半年間のグローバルマクロ環境を見ると、景気回復の持続という前提が怪しくなってきた。すなわち、中国経済の減速の影響は予想以上に大きく、世界経済には設備・在庫調整圧力を、資源価格には低下圧力をもたらし、新興国の高成長神話も過去のものとなりつつある。ただ、米国経済の内需の底堅さや中国経済の大失速回避を勘案すると、世界経済が本格的景気後退局面に入ることは現時点では考えにくく、米国の利上げもゆっくりと行われる見込みであり、先進国の金融緩和・超低金利環境も当面、大きくは変わらないと見ていいだろう。

しかし金融市場では、「草食系バブル」の光景に変化が現れるだろう。すなわち投融資家の「安全資産を指向しつつも止むにやまれず徐々に深いリスクを取る」動き(「草食系バブル1.0」)に加えて、「安全資産指向が一層強まり、一定以上の深いリスクは取りに行かない、あるいは深いリスクから徐々に撤退する」という動き(「草食系バブル2.0」)も顕在化してくるだろう。投融資家の一部に、本格的な手じまい・巻き戻しというほどではないにせよ、様子見あるいはポジション調整の動きが現れるということである。

このことは、先進国の政策金利が引き上げられなくとも、新興国を中心とする世界経済の減速が、グローバル金融環境においては金融引き締め効果を持つということであり、これまでの超金融緩和・超低金利に覆い隠されていた脆弱性(高いレバレッジ、リスクに見合わない金利や価格等)に警戒的な目が向けられるということであり、モノによってはポジティブに評価されていたもの(例:成長期待がマネーを引き付け、マネーが期待を現実化する)がネガティブな評価に変わる(例:対外債務に依存した成長パターンは危うい)ということである。

従って、今後の投融資判断におけるリスク判断においては、①「回避され、撤退されるリスク」を相対的に多く抱えている領域(国・業界・市場・金融商品)は何か、②「回避され、撤退された」領域では、どのような変調が現れるか、③その変調はリージョナルあるいはグローバルな規模に拡散していくかーといった諸点を検討することが求められよう。

「回避され、撤退されるリスク」を相対的に多く抱えている領域としては、新興国では、①経常赤字にして財政赤字の国(ブラジル 5 の国々)、②民間企業部門の債務の膨張が著しい国(中国、トルコ、チリ、ブラジル、インド等)、③中国向け輸出依存度の高い国(台湾、韓国、ベトナム等)、④原油・鉄鉱石・銅・石炭などの資源依存度の高い国(中近東産油国、豪州、マレーシア)、⑤インフレ率が高止まりしている国(ブラジル、トルコ、インドネシア等)、⑥政権基盤の不安定性や地政学リスクを抱えている国・地域(中東産油国、トルコ、マレーシア等)ーであり、先進国では、①構造改革・成長戦略・財政再建に対する期待が過剰だった国(一部の南欧諸国、日本等)、②歴史の浅い資源エネルギー開発企業、③市場流動性が低いニッチかつミドルリターン金融商品(北米ハイイールド社債、証券化商品等)、④リスクやキャッシュフロー創出力を反映しない低金利で多大な債務を抱えた案件(一部の M&A やプロジェクトファイナンス、不動産担保ローン、住宅ローン等)ーが挙げられる。

「回避され、撤退された」結果、発生する変調としては、①通貨・株価・債券(含む国債)・不動産価格の下落を起点として、これが②バランスシート調整や銀行の貸し渋りを招き、③実体景気も悪化し、ひいては④様々な負のスパイラル(実体景気と金融、ソブリンと金融と財政、ソブリンと企業等)が発生し、⑤本格的な信用収縮に至り、⑥その影響拡散を懸念した海外投融資家の巻き戻し・手じまいが本格化し、⑦グローバル金融市場の混乱と機能不全、各種金融商品の価格下落を誘発するーといった展開が考えられる。ちなみにブラジルは上記④の段階に近くなっているのではないかと。

また、「安全資産指向が一層強まる」ということは、相対的に安全と見なされる資産、「回避され、撤退される」要素が相対的に少ない資産はますます買い進まれて、バブル的価格高騰を見るということになる。こちらはこちらで、いつかは訪れる金利水準の修正によって引き起こされる価格調整(=バブル崩壊)のマグニチュードが溜まり続けることになる。

安全・安定資産と見なされがちな東京の不動産市場において、賃料上昇期待が高まる都心部賃貸オフィスビルや、安定した家賃収入が見込める賃貸マンションでは、期待利回りはリーマン・ショック前のミニバブル期を下回る水準まで低下しており、少し警戒が必要かもしれない。

かくのごとく、米国の利上げを受け、「草食系バブル 2.0」が台頭する 2016 年は、これまでにない多面的かつ深い観察と洞察が求められる。

(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。

# 地方の雇用環境改善は継続するか

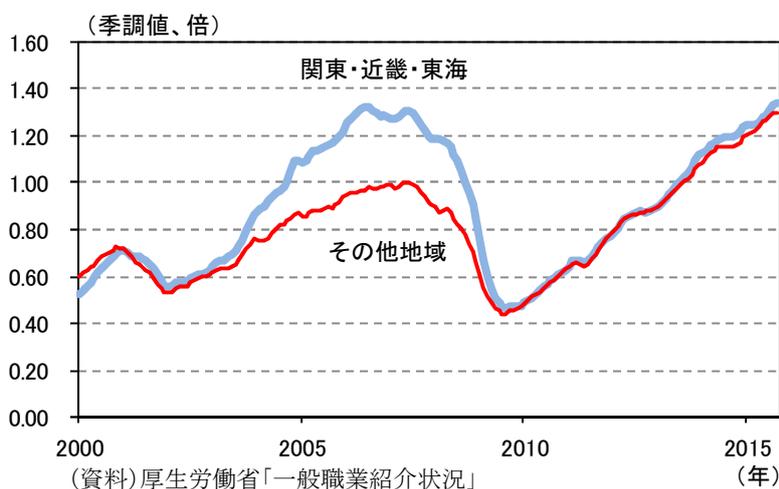
## <要旨>

2014年度以降に経済成長率が伸び悩む中でも雇用環境の改善は続き、有効求人倍率は1.24倍と約24年ぶりの水準に上昇した。リーマンショック前の景気拡大局面と比べると、今回は地方の有効求人倍率が大都市圏と同様に回復していることに特徴があり、景気改善の広がりを感じさせる。ただし、ここまで地方での雇用改善を建設業や宿泊・飲食サービス業が牽引してきた中で、今年度・来年度の公共事業関係予算は横ばい圏内に留まり、円安ペースの鈍化によって訪日外国人旅行客の増加率は頭打ちになる可能性がある。有効求人倍率の先行指標になる新規求人倍率をみても足踏みしており、この先地方の雇用環境改善ペースは鈍化すると予想される。

## 1. 地方でも改善する雇用環境

2014年度以降に経済成長率が伸び悩む中でも雇用環境の改善は続き、今年10月の有効求人倍率は1.24倍と23年9カ月ぶりの高水準となった。今般の雇用環境の改善は、リーマンショック前の景気拡大局面と比べて、地方で三大都市圏と同様に回復していることに特徴がある(図表1)。2013年以降のアベノミクスは大都市圏の大企業や資産家に恩恵が大きく、地方まで波及していないとの批判もあるが、有効求人倍率の推移をみる限り、地方まで恩恵が行き渡っているように見える。そこで本稿では、今般の地方での雇用環境改善の背景とこの先の展望を考察する。

図表1 有効求人倍率

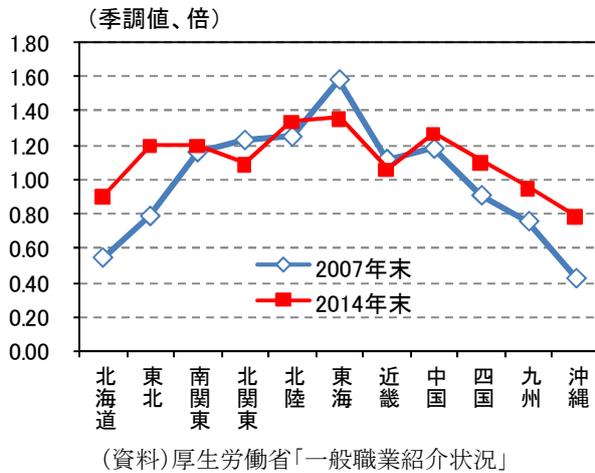


## 2. 建設、宿泊・飲食サービスが牽引する地方雇用

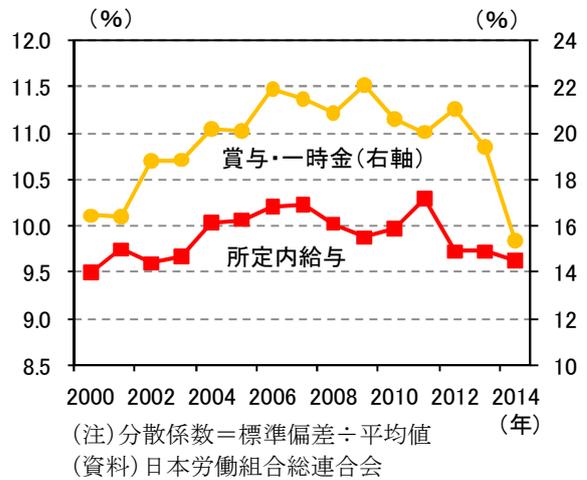
地域ブロック別の有効求人倍率を、前回のピークである2006年末と2014年末で比べると、2006年末は東海、北関東、近畿と製造業の生産拠点多い地域で高く、2014年末は比較的幅広い地域で高くなっている(次頁図表2)。

また、地方での有効求人倍率の改善は賃金の上昇に繋がり、都道府県間の賃金格差の度合いを示す分散係数をみると2013年以降は格差が縮小している(図表3)。

図表2 地域別有効求人倍率

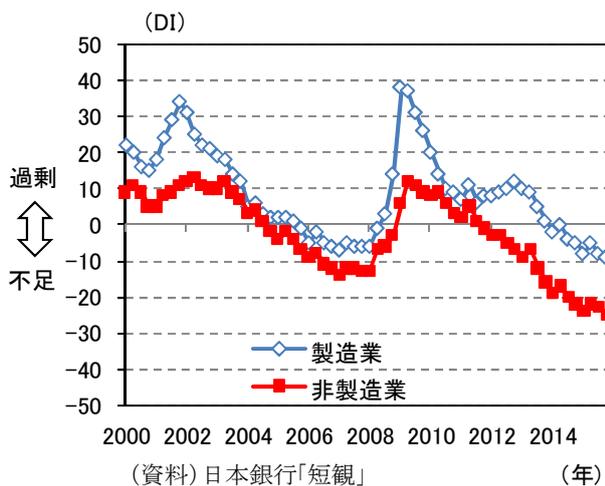


図表3 都道府県別賃金の分散係数

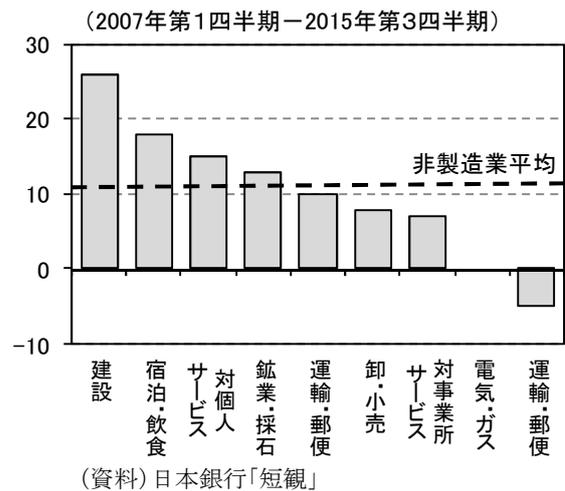


製造業と非製造業の人手不足感を、日銀短観の雇用人員判断DIで確認すると、製造業の人手不足感は前回2007年第1四半期のピーク時と同程度なのに対して、非製造業の人手不足感は前回のピークと比べて大きく高まっている(図表4)。さらに業種別に分けて非製造業の雇用人員判断DIをみると、幅広い業種で人手不足感がみられるものの、前回のピークと比べて不足感の差が特に大きいのは建設と宿泊・飲食サービスであり、これらの業種が地方の有効求人倍率を牽引していると推察できる(図表5)。

図表4 雇用人員判断DI

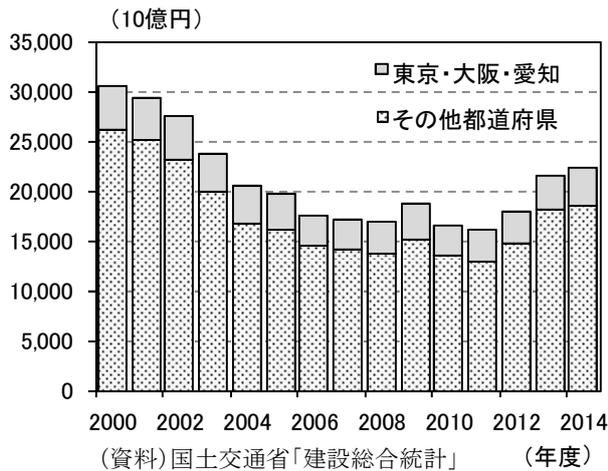


図表5 雇用不足感の前回ピーク時との差(非製造業)

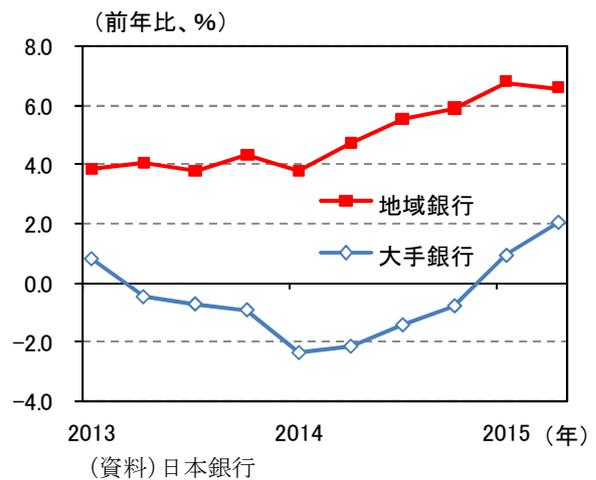


建設業に関しては、公共投資が2000年から2008年にかけて減少していた一方で、2011年以降大規模な補正予算によって大きく増加していることが地方の雇用改善に寄与していると考えられる(次頁図表6)。また、地方銀行による個人の貸家や中小企業向けを中心とした不動産業向け貸出の積極化を背景に(次項図表7)、民間部門の不動産投資も増勢基調で推移している。

図表6 公共投資金額

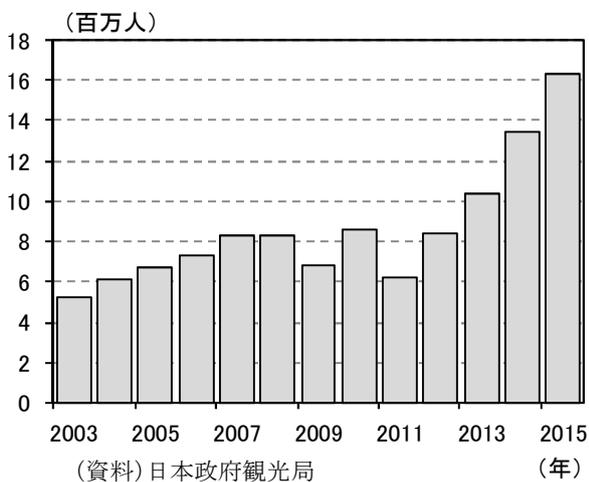


図表7 不動産業向け貸出

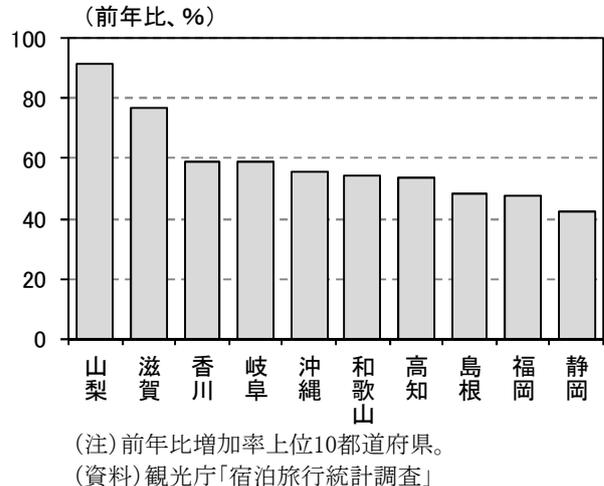


宿泊・飲食サービス業の雇用環境改善に関しては、2013年以降の円安の進展やビザの発給要件緩和を背景にした訪日外国人旅行者数の増加の影響が考えられる(図表8)。訪日外国人の旅行先は絶対数で見ると東京、大阪といった大都市圏が多いものの、観光資源のある地方の都道府県でも高い伸びとなっており、急激な旅行者の増加に対応するため雇用を増やす必要が生じた地域もあろう(図表9)。因みに日本人旅行者については、延べ宿泊数が2013年は増加したものの、2014年は消費税率引上げを背景に他の消費と同じく減少に転じている。

図表8 訪日外国人旅行者数



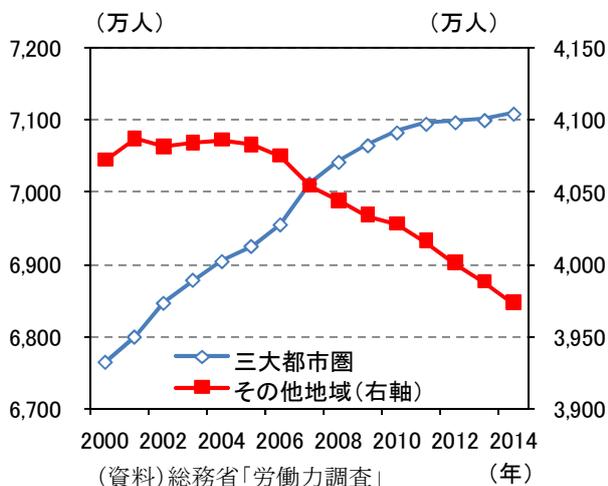
図表9 都道府県別の訪日外国人宿泊者数(2014年)



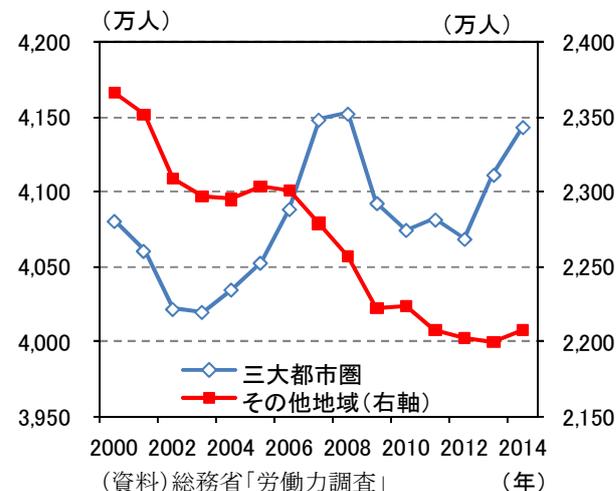
なお、地方では少子高齢化や大都市圏への人口流出によって労働力となる人口の減少が続いているため、労働供給の減少が有効求人倍率上昇の一因となっていることに注意が必要である(次頁図表10)。実際に就業者数の推移をみると、2013年以降に三大都市圏では大きく増加に転じたが、その他地域での増加は小幅に留まっている(次頁図表11)。

もともと、三大都市圏でも労働力となる人口の伸びは鈍化しているため、人口の動向だけでは、地方のみで有効求人倍率が過去より改善していることを説明する要因として不十分である。

図表 10 15歳以上人口



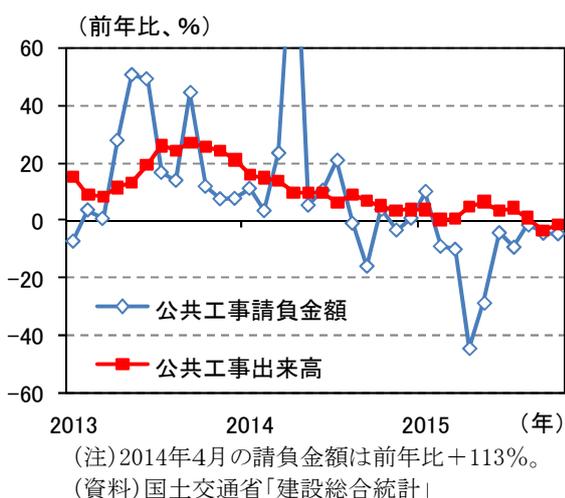
図表 11 就業者数



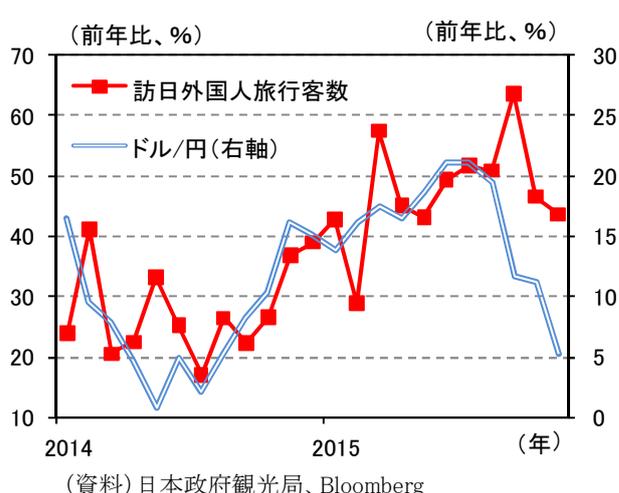
### 3. 足元の動向とこの先の展望

ここ数年、地方での有効求人倍率の回復を牽引した建築業と宿泊・飲食サービス業であるが、このところ基調に変化がみられる。公共工事の出来高や請負金額は足元で前年比マイナス圏になり(図表 12)、公共事業関係予算も今年度・来年度は横ばい圏内に留まる。また宿泊・飲食サービス業についても、円安ペースの鈍化によって、訪日外国人旅行客の増加率は頭打ちになる可能性がある(図表 13)。

図表 12 公共工事請負金額・出来高



図表 13 訪日外客数と為替レート



これまで大都市圏と同様の改善によって景気改善の広がりを感じさせた地方の雇用環境であったが、この先減速懸念がある建設業や宿泊・飲食サービス業が牽引している点には注意を要する。既に先行指標になる新規求人倍率は足踏みしており、この先は有効求人倍率の改善ペースも鈍化すると予想される(次頁図表 14)。

図表 14 地方の新規求人倍率



(注) 関東、近畿、東海地方を除いた数値。

(資料) 厚生労働省「一般職業紹介状況」

(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。

# 欧州緩和の背景にある ECB への資金依存

## <要旨>

2015年12月に米国は利上げ、ユーロ圏は追加緩和と、米欧の金融政策の方向性が真逆となった背景には、ユーロ圏では失業率が10%と未だに金融危機前の水準まで改善せず、労働市場に余剰が残りインフレ上昇圧力が弱いことに加え、一部諸国の銀行で、バランスシート調整(不良債権処理)の遅れ、インターバンク市場の機能回復の遅れから、欧州中銀(ECB)に資金繰りを依存している状態もあると推定される。

米国では、連邦準備理事会(FRB)に資金繰りを依存する銀行がなくなってから利上げまでに約3年を要した。これに対して、ユーロ圏では、未だに ECB に資金繰りを依存する銀行が南欧諸国を中心に存在し、実体経済に余剰が残っている状況を重ねると、当面は金融緩和状態が続こう。

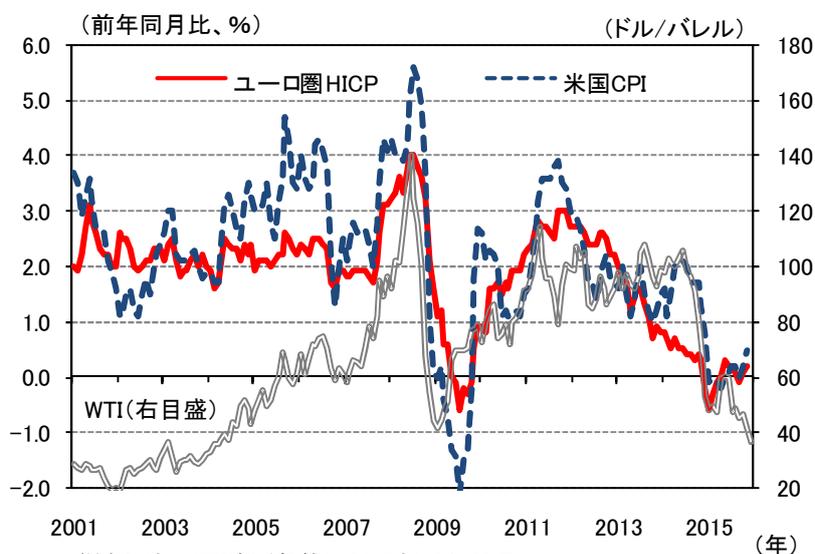
将来的に、資源価格上昇等の外部要因にてユーロ圏のインフレ率が上昇した場合、ECBへの資金繰り依存は、中銀調達コスト・各種貸出金利上昇に繋がる利上げの障害ともなりかねない点には注意が必要である。

## 1. 米国の利上げ、ユーロ圏の追加緩和が同月に行われた 2015年12月

2015年12月は米連邦準備理事会(FRB)の9年半ぶりの利上げと、欧州中銀(ECB)の追加金融緩和が同月に実施された。商品市場では、ECBのドラギ総裁がインフレ動向の外部リスクとして注視する原油価格が下げ足を速めている。しかし、原油価格下落は先進国共通の外部条件であり、物価への下押し圧力はユーロ圏のみが蒙る訳ではない(図表1)。

米欧の金融政策の方向性が真逆となるほどの制約がユーロ圏に残っているのか考察する。

図表1 米欧インフレ率、原油(WTI)価格の推移



(注) 月次。WTI直近価格は2015年12月23日  
(資料) 米労働省、Eurostat、Bloomberg、CEIC

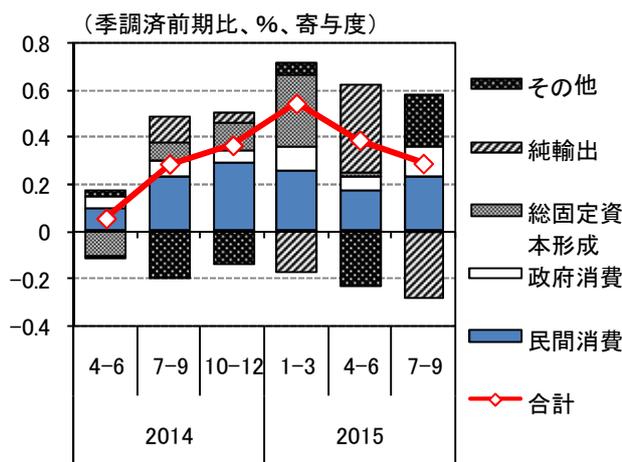
## 2. ユーロ圏は緩やかな景気回復・低インフレ・一部残る銀行バランスシート調整

ユーロ圏の経済金融情勢を景気、インフレ、銀行のバランスシートの状況からみていく。

第一に、景気動向をみると、2015年7-9月期の実質GDP成長率は、内需主導で季節調整済前期比+0.3%（年率換算+1.2%）となり、10四半期連続のプラス成長となった。ユーロ圏の新興国向け輸出依存度はGDP比9.1%と米国（4.4%）の約2倍であり、米国よりも新興国減速の影響を外需減少という形で受けやすい構造にある。しかし、原油価格下落は家計の実質購買力を増し、民間消費にはプラスとなる。また、企業の景況感を示す購買担当者指数（総合PMI）は、54前後で推移しており節目となる50を上回っている。加えて、難民流入に対する政府消費拡大が、少なくとも短期的には成長を後押しし、内需主導の緩やかな景気回復が継続するだろう（図表2）。

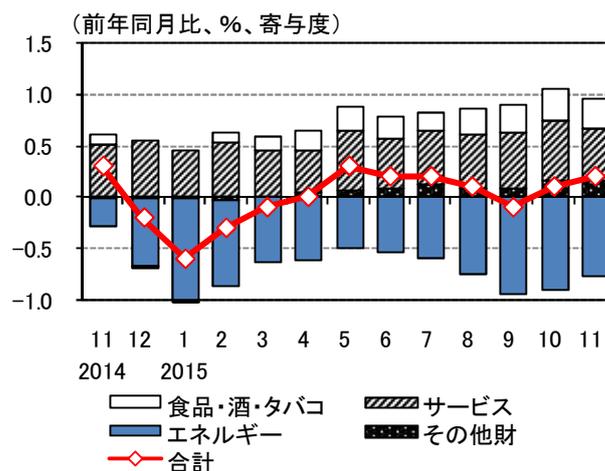
第二に、インフレ動向をみると、2015年11月の統一消費者物価指数（HICP）は前年比+0.2%で、ECBの目標（2%以下だがそれに近い）を大きく下回る。今後、エネルギー価格下落のマイナス寄与は2016年末には剥落すると見込まれるものの、サービス価格のプラス寄与が持続的に拡大するほど賃金上昇が加速する状況には至っていない。（図表3）

図表2 実質GDP成長率



(資料)Eurostat、CEIC

図表3 インフレ率(HICP)

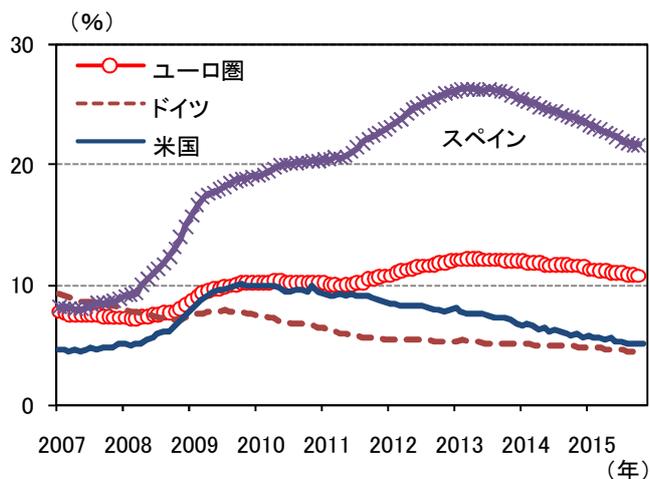


(資料)Eurostat、ECB、CEIC

エネルギー価格のマイナス寄与は2015年9月以降縮小に転じ、16年1-3月も縮小傾向持続が見込まれる。しかし、今後も原油価格が1バレル35ドル前後で推移すれば、マイナス寄与は16年中央にかけて再拡大し、前年比のマイナス効果が剥落するのは16年末となる。

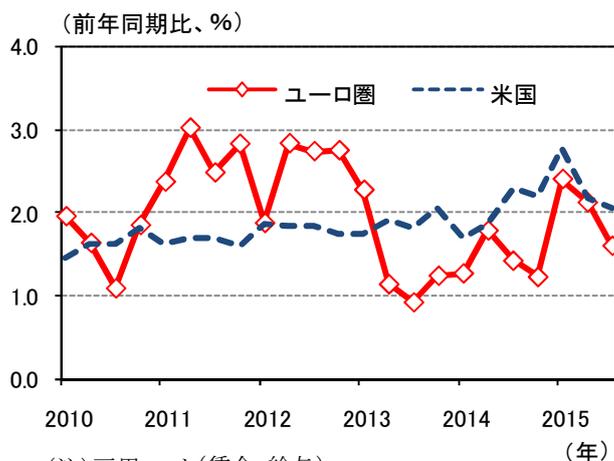
サービス価格プラス寄与の大幅な拡大も当面は期待しづらい。何故なら、米国の失業率が2015年11月には5%にまで改善したのに対し、ユーロ圏の失業率は改善しつつあるものの未だ10%台とリーマン危機前の水準を回復しておらず、雇用コストでみた賃金の推移も、米国は前年比+2%前後の伸びを維持しているのに対して、ユーロ圏では2015年7-9月期には前年比+1.6%と4-6月期の+2.1%を0.5ポイント下回った。労働市場の緩みの存在もあり、賃金上昇加速がサービス価格上昇加速に繋がるには時期尚早と言える（次頁図表4、図表5）。

図表4 失業率推移



(資料)米労働省、Eurostat、CEIC

図表5 賃金動向



(注)雇用コスト(賃金・給与)

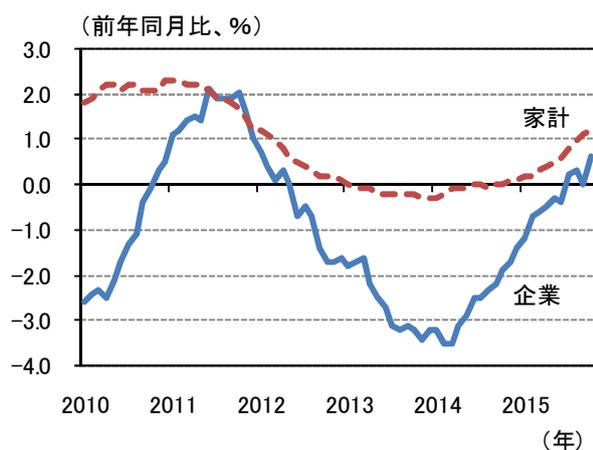
(資料)米労働省、Eurostat、CEIC

第三に、銀行バランスシートの状況を見ると、ユーロ圏全体では民間貸出の前年比の伸びが家計向け・企業向けともプラスに転じた。しかし、南欧諸国の銀行では貸出減少傾向が続き、不良債権比率も高止まりしている。

ユーロ圏全体の銀行貸出は企業向け、家計向けとも前年比プラスが定着しつつあり、2015年10月には企業向け貸出は前年比+0.6%、家計向け貸出は+1.2%の伸びとなった(図表6)。

しかしながら、イタリア・スペインでは、イタリアの家計向け貸出を除き貸出減少が続いている。スペインの銀行の不良債権比率は、2013年末の13.6%をピークに減少に転じたとは言え、15年9月末時点で未だ10.7%であり、銀行のリスクテイク余力の制約となっていることが窺える(図表7)。

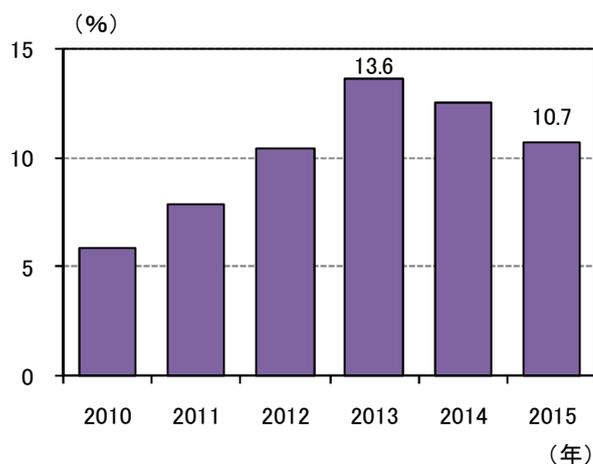
図表6 ユーロ圏の銀行貸出



(注)売却及び証券化調整後

(資料)ECB

図表7 スペインの不良債権比率



(注)各年末、2015年は9月末

(資料)スペイン中銀

以上を俯瞰すると、米欧の景気やインフレの動向に温度差がある中で、金融政策の方向性が異なる背景としては、銀行のバランスシート調整(不良債権処理)の進捗の相違という要因も見逃せない。

### 3. FRBとECBの銀行貸借推移

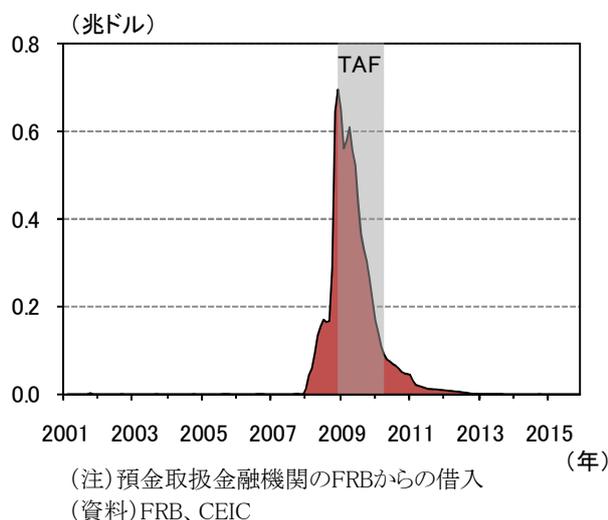
リーマン危機、ユーロ債務危機時に、銀行のバランスシート悪化から銀行間(インターバンク)市場が変動を来し、中央銀行資金への依存が高まった経緯を、FRB、ECBと市中銀行との資金貸借の動きから考察する。

#### (1) 米国におけるFRBと市中銀行の資金貸借推移

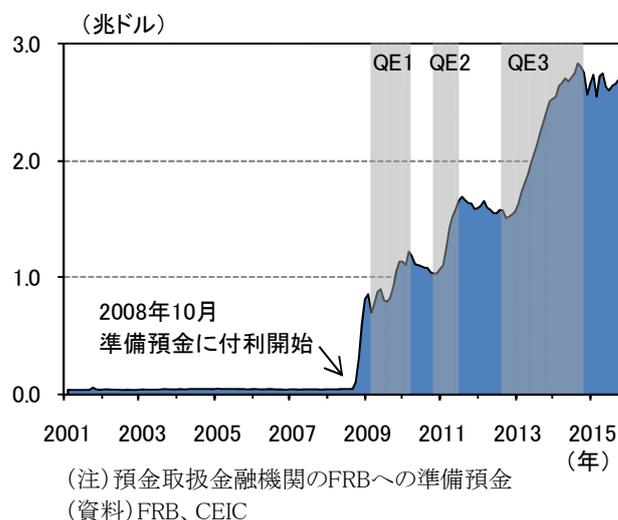
まず、米国におけるFRBと市中銀行との間の資金貸借の推移をみると、市中銀行のFRBからの借入は、リーマン危機以前は限界的な資金尻調整目的に限られていた。リーマン危機時には、銀行間市場(インターバンク市場)が機能不全に陥り、また、マネー・マーケット・ファンド(MMF)が市中銀行のコマーシャル・ペーパー(CP)や譲渡性預金(NCD)保有を手控えたために市中銀行の短期資金繰りが逼迫したとされ、FRBは連銀貸出(公定歩合貸出)拡充や、ターム・オークション・ファシリティ(TAF)実施にて資金を供給し、市中銀行のFRBからの借入残高は急増した。TAFは、2008年12月から10年3月に実施された入札方式の期間数カ月のターム物貸出である。これらの施策を受けて2008年11月には0.7兆ドル弱(約70兆円)に達した借入残高は、2012年末には10億ドル未満となり、リーマン危機以前の状態をほぼ回復した(図表8)。

一方で、市中銀行のFRBへの準備預金は、2008年10月に準備預金への付利が開始されてから残高が急増し、3次にわたる量的緩和(QE)を経て、準備預金残高は2.7兆ドル(約330兆円)に達している(図表9)。

図表8 FRBからの借入



図表9 FRBへの準備預金



米国では、市中銀行のFRBからのグロス借入は、2008年から2012年間の約4年間を除き限界的な水準に留まり、FRBと市中銀行との間のネット資金貸借も2008年を除き、市中銀行のFRBに対する貸出(準備預金)超過である。このことから、米国では、資金繰りを経常的にFRBに依存する市中銀行が殆どなくなつてから既に3年が経過し、そして市中銀行全体としてFRBに対して貸出超過の状態を回復してから既に7年が経過してから利上げにこぎつけたことがわかる。

## (2) ユーロ圏における ECB と市中銀行の資金貸借推移

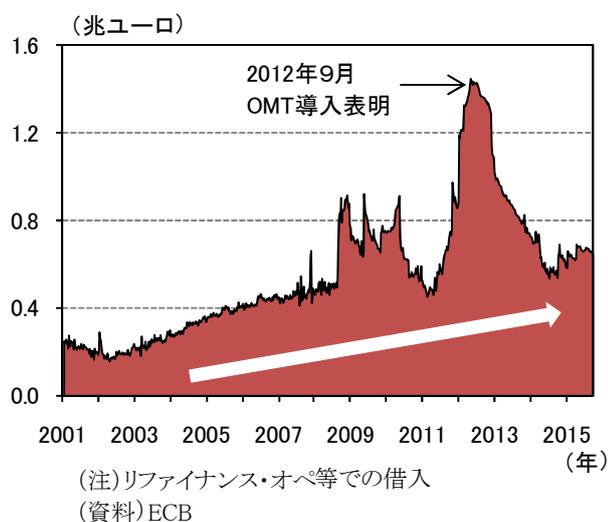
次に、ユーロ圏における ECB と市中銀行との間の資金貸借の推移をみると、市中銀行の ECB からの借入は、2000 年代初頭から 0.2～0.4 兆ユーロの残高があった。この背景には、長期リファイナンス・オペ(LTRO)という期間3ヶ月の資金供給オペが利用可能であったこともあろう。

リーマン危機、ユーロ債務危機時には、ECB は資金供給オペの全額割り当て、担保基準の緩和、LTRO の期間延長等の措置を取り、市中銀行の ECB からの借入残高は急増した。

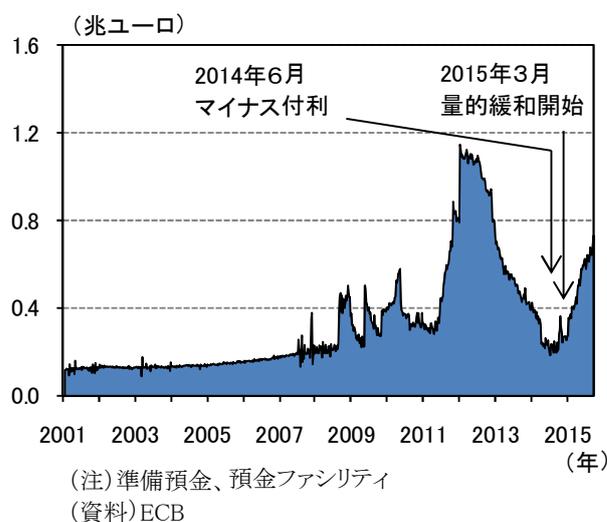
その後、2012 年8月には 1.4 兆ユーロ(約 140 兆円)に達した借入残高は、12 年9月の ECB による国債買い切りオペ(OMT)導入発表を契機に縮小に転じたものの、現在も 0.6 兆ユーロ(約 80 兆円)を上回り、リーマン危機以前の状態には戻っていない(図表 10)。

一方で、市中銀行の ECB への準備預金は、当初より準備預金に付利されたことから、2000 年代初頭から 0.1～0.2 兆ユーロの残高があった。ユーロ債務危機時の 2012 年3月には 1.1 兆ユーロ(約 120 兆円)に達した準備預金残高は、一旦縮小した後、2015 年3月の国債購入を伴う量的緩和開始に伴い再び増加し、現在は 0.7 兆ユーロ(約 90 兆円)を上回り、さらなる増加が見込まれる(図表 11)。

図表 10 ECB からの借入



図表 11 ECB への準備預金



ユーロ圏では、市中銀行の ECB からの gross 借入は、危機時の変動を除くと、過去 15 年間増加傾向にあり、ECB に資金繰りを依存している市中銀行と、余剰資金を ECB に預金している市中銀行が、危機時だけではなく現在も併存している(図表 10・11)。なお、2014 年6月からは、ECB への準備預金付利がマイナス金利となったにもかかわらず、資金余剰の市中銀行(主にドイツ)と資金不足の市中銀行(南欧諸国)の間の資金移転を ECB が仲介せざるを得ないのは、バランスシート調整の遅れからインターバンク市場の機能回復が不完全なことを示唆する。

また、ECB と市中銀行との間のネット資金貸借は、長く銀行の ECB に対する借入超過であったところ、量的緩和効果にて 2015 年 10 月末に貸出超過に転じた。

これらのことから、ユーロ圏では、バランスシート調整の遅れから資金繰りを経常的にECBに依存する市中銀行が南欧諸国を中心に未だに存在し、そして市中銀行全体としてECBに対して貸出超過となってから未だ数カ月しか経過していないことがわかる。

米国では、経常的にFRBに資金繰りを依存する銀行がなくなってから、FRBが、経済全体が利上げに耐えうると判断するまでに3年を要した。これに対してユーロ圏では、市中銀行が、まず残された不良債権処理を完了し、貸出ポートフォリオを再構築し、その上で銀行の信用創造機能の回復が経済全体により波及するのになお一定の時間を要する段階にあると言えるのではないかと。

#### 4. ECBへの資金依存は1～2年は続く

市中銀行全体が中央銀行に対して貸出超過である状況と、マクロ的に有意な規模で一部の個別行が資金繰りを中央銀行に依存する状況の併存は米欧とも生じ、米国は3年前にこの状況を脱したものの、ユーロ圏は未だ渦中にある。

全般にユーロ圏では、ユーロ債務危機時ほどの危機感に乏しく、また、中央銀行に資金繰りを依存しうる状況が当面続くことから、市中銀行が自らバランスシート調整を加速するインセンティブにも乏しいと考えられ、今後1～2年の間にインターバンク市場が正常化しドイツと南欧諸国間の民間資金移転が回復することは期待しにくい。

2015年12月3日に発表されたECBの追加緩和策の中には、LTRO全額割り当て・一律金利適用の2017年末までの延長が含まれていた。しかし、今後のバランスシート調整の進捗次第では再延長となることも十分考えられる。

このように、米欧の金融政策の方向性が真逆となった背景には、失業率や賃金上昇率の差にみられる、实体经济改善におけるユーロ圏の出遅れだけでなく、南欧諸国の銀行のバランスシート調整の遅れもあると推定される。

将来的に、資源価格上昇等の外部要因にてユーロ圏のインフレ率が上昇した場合、ECBへの資金繰り依存は、中銀調達コスト・各種貸出金利上昇に繋がる利上げの障害となり、ECBの金融政策の機動性を損ないかねない点には注意が必要である。

(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。

# レバレッジ状況から相場変動の予兆を探る

## <要旨>

家計や企業などの実体経済セクターに過剰投資が見られないなかで株価が大幅調整する契機として、金融セクターのレバレッジ(自己資本の何倍を投資しているか)調整によるものが指摘されてきた。事実、過去の米国の大きな株価下落は、景気後退がなくとも、投資銀行を含むディーラーやブローカーの過剰レバレッジと、国際信用供与の大幅な積み上がりの後に生じていた。金融セクターの投資ポジションに偏りがあるところに株価が弱含むと、資産の売りを通じて価格下落が加速するからである。

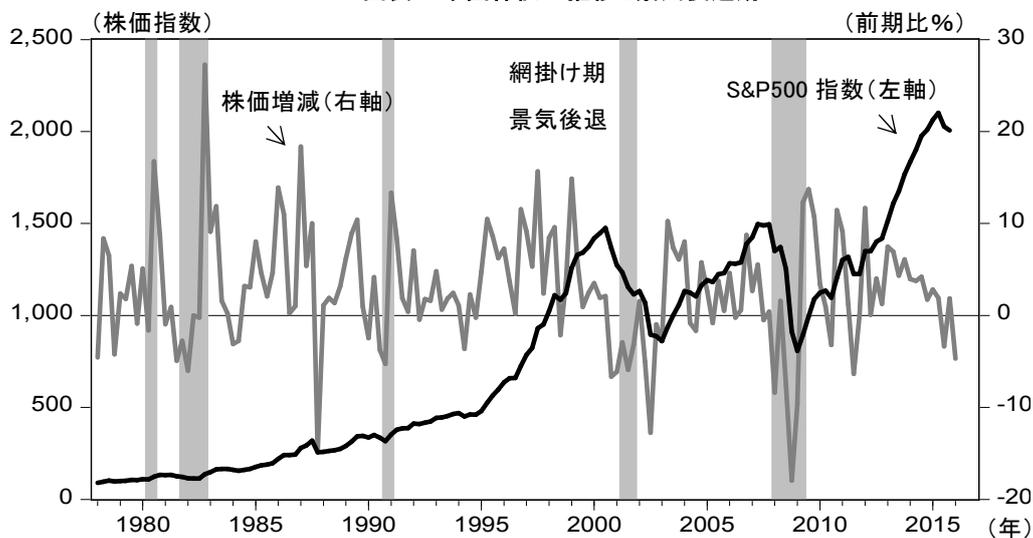
幸いなことに、金融危機後はこうした過剰なレバレッジは見られず、リスク資産の価格下落が、投げ売りを伴う株価下落の悪循環に陥る可能性は低い。ただし近年、投資信託などのファンドの残高規模が拡大しており、市況悪化がファンドを通じて伝播する可能性は残る。投資信託の保有者はレバレッジが高い金融機関ではなく年金・保険や家計が主であり、下落の影響が分散される構造にあるが、その波及については注意したい。

## 1. 米国の非金融セクターと金融セクターのレバレッジ

金融市場全体に影響を及ぼす株価の大幅下落はどのように予兆すべきだろうか。国内株価とも極めて関連が深い米国株式市場の調整局面を振り返り、株式市場が大きく崩れるメカニズムから将来のリスクについて考察したい。

米国株価指数(S&P500 指数)は2000年と2007年にピークをつけ、現在は3回目の大きなピークの可能性が懸念されている(図表1)。四半期ベースで見た指数の増減率でみると、下落局面の全てが景気後退期と一致するわけではない。1980年から現在まで過去5回の景気後退に見舞われたが、景気後退以外でも、前期比10%近い株価下落が生じた時期が複数観察される。

図表1 米国株価の推移と景気後退期

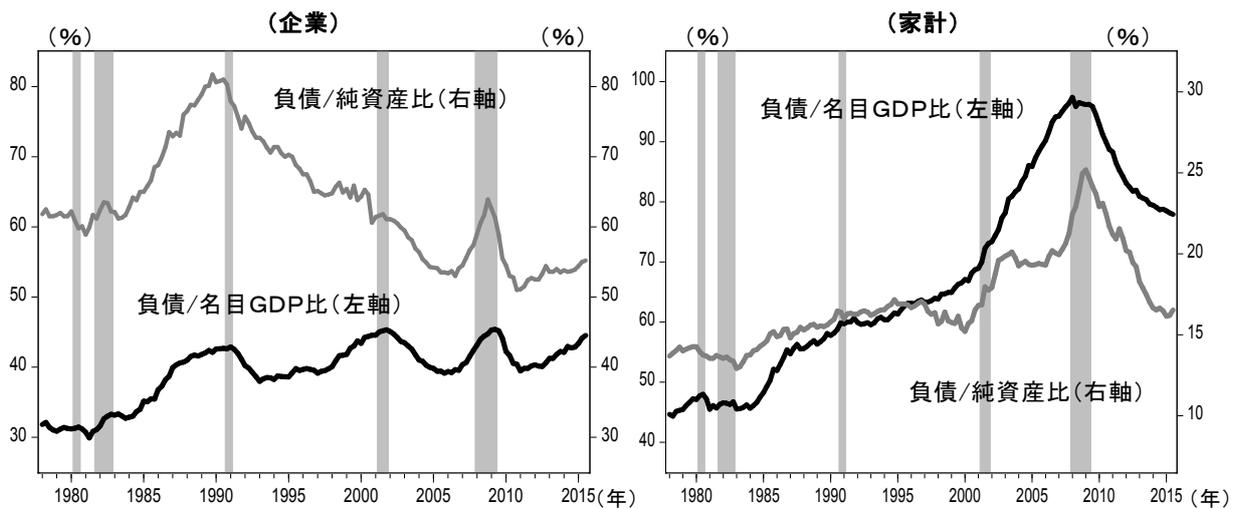


(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

ただし、株価下落が景気後退を伴う場合には、その後の株価下落規模や期間も長くなる。大きな景気後退を伴った典型的なパターンは、2008年の金融危機であり、家計や企業といった非金融セクターに過剰債務がもともとあり、その調整過程で景気悪化が長引くことになった。

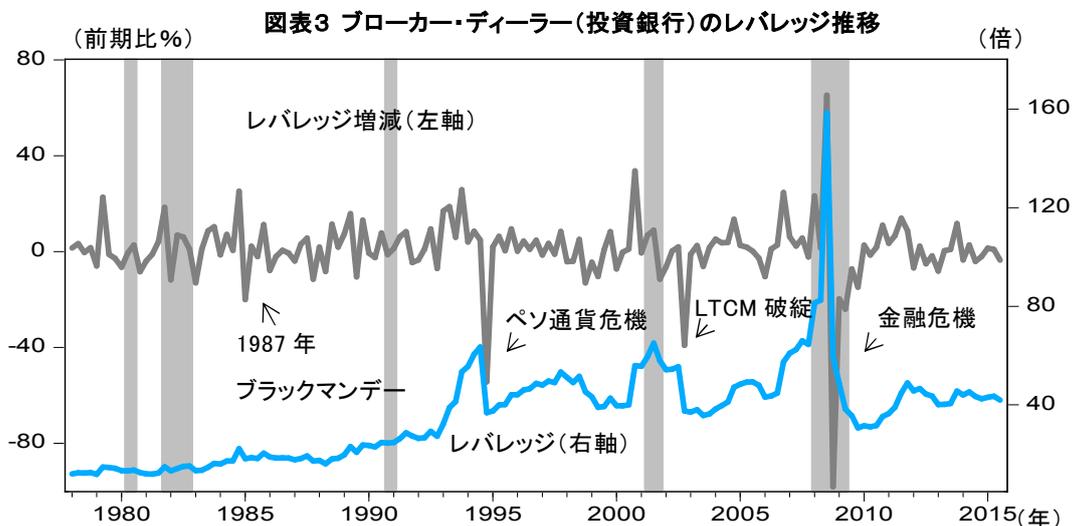
しかしながら、現在は金融危機から7年を経て、企業や家計ともに負債規模は縮小しており、非金融セクターで調整が大きくなる可能性は低い。企業部門の負債規模は社債とローンの合算で8兆ドルと名目GDPの45%に達し、過去ピークに近い水準にあるが、企業が保有する資産から負債を差し引いた純資産は増えているため、純資産比でみた規模は危機前のボトムに近い。また、家計の負債規模は名目GDP比と純資産比いずれも、金融危機前の水準を下回る(図表2)。

図表2 非金融民間部門の負債規模と景気後退期



(資料)FED「Financial Accounts of the United States」より三井住友信託銀行調査部作成

従って、家計や企業といった非金融セクターに過剰債務がないなかでは、金融セクターの調整が契機となり株価下落が大きくなる可能性が考えられる。そこで、金融セクターのレバレッジ(自己資本に対する投資規模)、とりわけ金融市場の投資機会に最も敏感な投資銀行を含むブローカー・ディーラー部門(以下では投資銀行と総称)のレバレッジに着目すると、景気後退前後でなくとも、レバレッジが大きく変動していた。金融危機前の160倍レバレッジからの調整は極端としても、過去の主要な相場変調イベントでは、レバレッジの大幅な縮小が観察できる(図表3)。

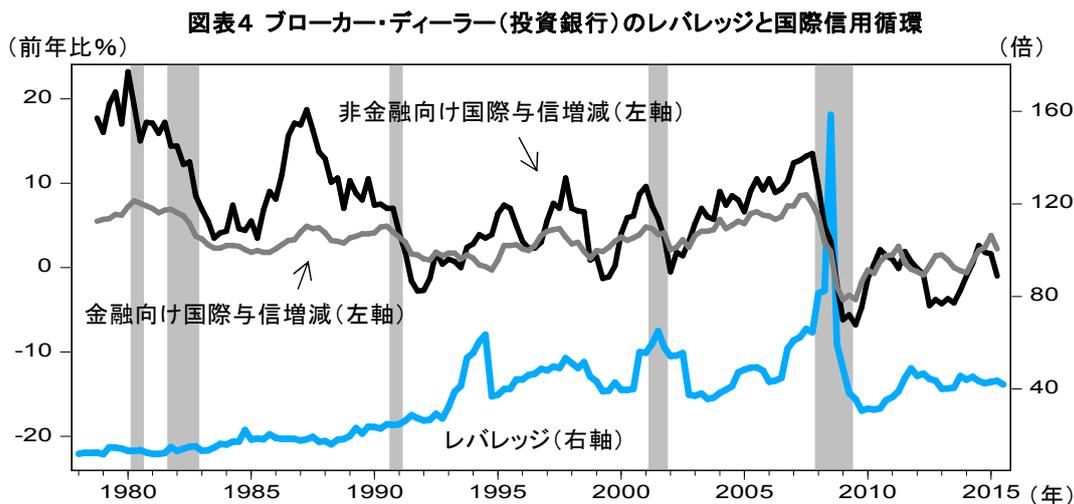


(資料)FED「Financial Accounts of the United States」より三井住友信託銀行調査部作成

## 2. 金融セクターのレバレッジとグローバルな信用循環

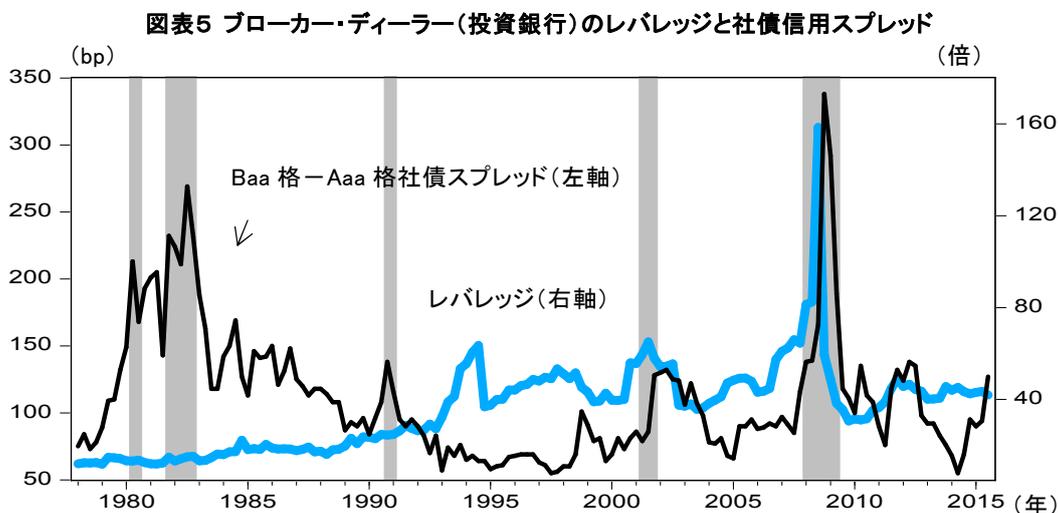
こうした米国内での投資銀行のレバレッジ水準が大きく変化するとき、国を跨ぐ貸出や社債など証券投資を通じたクロスボーダーの信用増減はどのように推移していただろうか。レバレッジ調整とグローバルな信用収縮が同時に生じるときには、株式市場の調整も大きな規模で起きやすい。

非金融機関向けと金融機関向けの国際与信増減と投資銀行のレバレッジ水準を比較すると、1990年代以降には両者の動きが概ね一致して推移していた。すなわち、投資銀行のレバレッジが拡大(縮小)する局面では、国際与信規模も増える(減る)傾向がみられる(図表4)。



(資料)FED「Financial Accounts of the United States」、BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

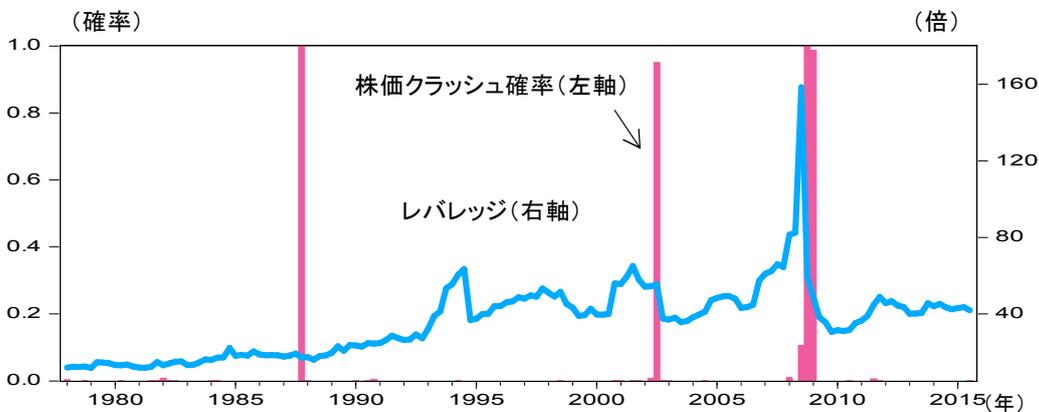
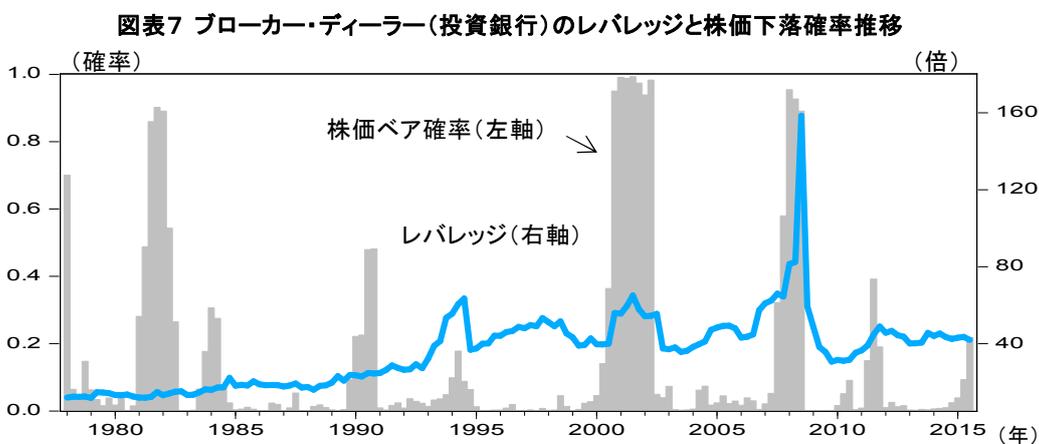
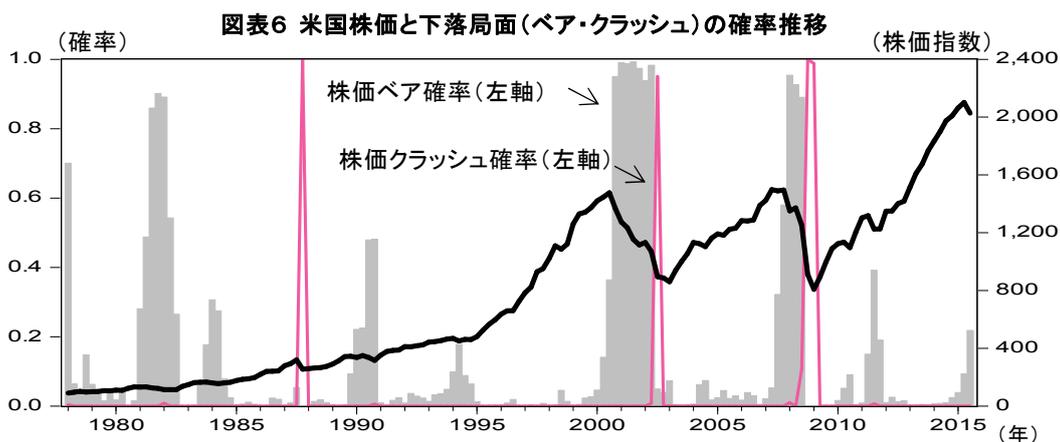
加えて、こうしたレバレッジや国際与信の拡大縮小と、米国社債市場の信用スプレッドには明確な相関がみられる。信用状況が劣るBaa格社債利回りと安全なAaa格社債利回り格差でみた信用スプレッドと投資銀行のレバレッジ推移を比較すると、2000年以降は、レバレッジの拡大・縮小にやや遅れるかたちで信用スプレッドが拡大・縮小している特徴がみられる(図表5)。つまり、金融市場の投資機会に最も敏感な投資銀行の投資ポジションが調整する局面では、グローバルな信用循環も縮小局面に入り、信用スプレッドも拡大していく。こうした投資銀行のレバレッジ推移と株式市場の下落タイミングにはどのような関係がみられるだろうか。



(資料)FED「Financial Accounts of the United States」他より三井住友信託銀行調査部作成

図表6は米国株価指数の推移そのものから計量的な手法を用いて、ベア局面(株価が低下し始め弱含む局面)とクラッシュ局面(過去にないほど大きく株価が下落する局面)を識別したものである。各局面はその局面の確からしさを確率で表現しており、確率水準が1に近いほど、株式市場の状態が、それぞれの株価下落局面に入っていることを示す。

図表6を見ると過去に株価が弱含む局面が何度か表れているが、大きく株価が下落するクラッシュ局面は1987年のブラックマンデーの時を除いて、ベア局面の後に生じている。こうした局面推移と投資銀行のレバレッジを比較すると、ベア局面の前に既にレバレッジの大幅な拡大がみられ、その後の調整により株価の大幅な下落が生じやすい(図表7)。ポジションの偏りがあるとところに株価が弱含むと、リスク資産の売りを通じて大幅な株価下落をもたらすためである。



(注) 株価のベア局面・クラッシュ局面の特定はマルコフ・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

### 3. ファンドの価格下落の伝播をどうみるか

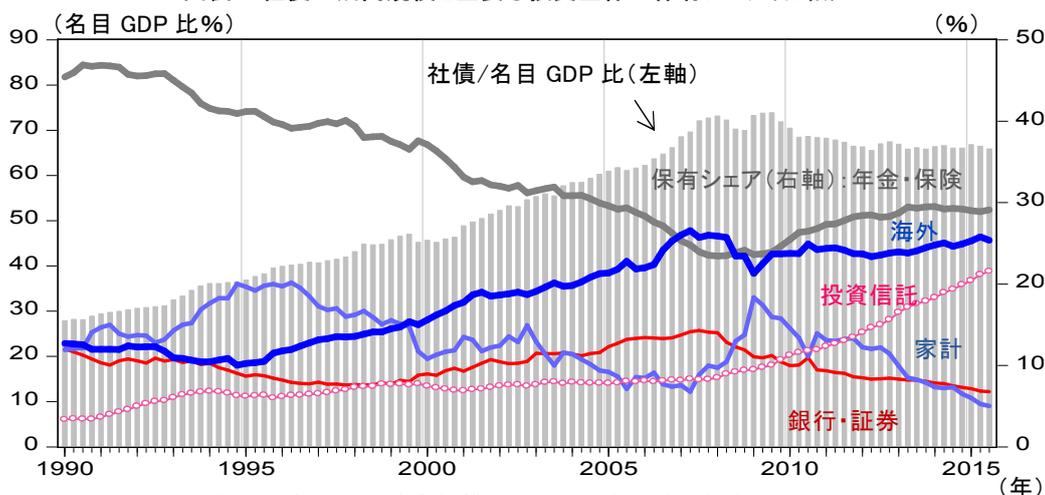
幸いなことに、現時点では投資銀行を含むブローカー・ディーラー部門には過去に見られたような100倍を超える過剰なレバレッジは見られず、株価が少々弱含んでも、資産の投げ売りを伴ったレバレッジ調整が重なることで資産価格下落の悪循環が生じる可能性は低い。これは、金融危機後にレバレッジ規制が厳しくなり、金融セクターで過大なレバレッジが取れないことにも起因する。

ただし、規制の範囲外にある投資信託(ミューチュアルファンド)などのファンド保有資産の価格下落が、金融市場全体を揺るがす可能性は残っている。例えば、エネルギー価格の下落により、価格が弱含んでいる社債を含むクレジット市場の市況悪化が伝播するリスクなどである。

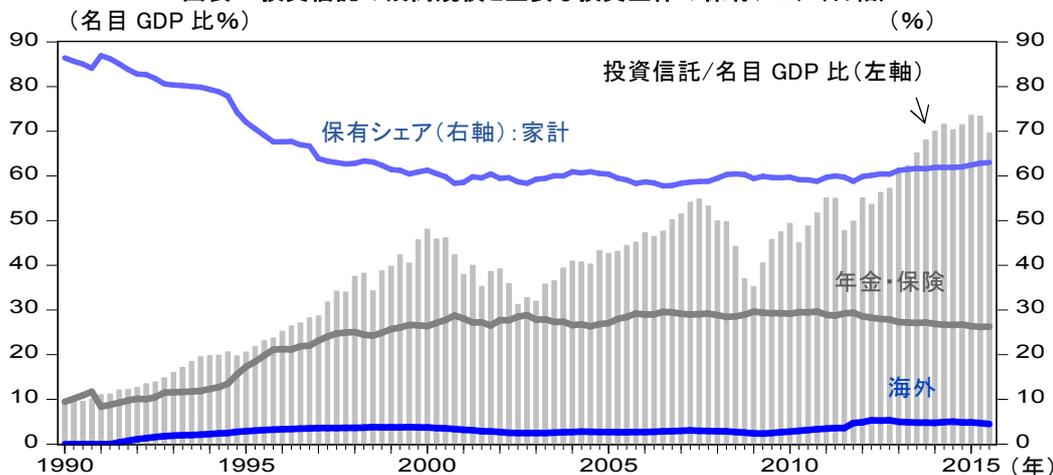
図表8は、米国社債市場の規模とその保有構造を時系列で比較している。米国社債市場の残高は、2015年9月末時点で11.9兆ドルにのぼり、名目GDPの7割弱の水準にある。このうち3割が年金・保険といった機関投資家により保有され、次いで海外、投資信託という順となる。金融危機後に顕著にシェアが増えているのは投資信託であり、異例に低い金利環境のもとで、社債も含むリスク資産への投資が、投資銀行ではなくファンドを通じて拡大していることを示唆している。

図表9はその投資信託の規模と保有構造を比較している。投資信託全体の規模は12.5兆ドルと名目GDPの7割を超える。主な保有主体は家計と年金・保険といった長期保有かつ分散された投資主体であるため、大幅な価格下落の影響はある程度分散されると想像しうる。

図表8 社債の残高規模と主要な投資主体の保有シェア(右軸)



図表9 投資信託の残高規模と主要な投資主体の保有シェア(右軸)



(資料) 図表8・9ともFED「Financial Accounts of the United States」より三井住友信託銀行調査部作成

#### 4. まとめ—相場変調の予兆を探る

2008年の金融危機を経て7年が経過した米国経済は、7年ぶりにゼロ金利政策より脱却し、金融政策の正常化への最初のステップを踏み出した。こうした環境のもと、米国株価指数の先行きに対し、過去2000年と2007年のピークの後、3回目の大きなピークの可能性が懸念されている。

過去の大きな株価下落局面においては、家計や企業といった実体経済セクターに過剰な債務や投資があり、その調整過程で景気後退を伴うパターンや、投資銀行など金融セクターに過剰なレバレッジがあり、その調整過程で資産価格が下げ止まらないパターンが特徴として見られた。

幸いなことに、金融危機後はこうした過剰債務やレバレッジは見られず、多少の株価下落はあっても、リスク資産の価格下落が、投げ売りを伴う株価下落の悪循環に陥る可能性は低い。一方で、異例に低い金利環境の下で投資信託などのファンド残高規模が拡大しており、市況悪化がファンドを通じて伝播する可能性は残っている。もっとも、投資信託の保有者はレバレッジが高い金融機関ではなく年金・保険や家計といった最終投資家が主であり、価格下落の影響は分散され、レバレッジの調整を伴った信用収縮が生じる構造にはなっていない。

従って、市況悪化があっても、その影響は一部の市場やその投資家に限定され、金融市場全体に拡散する可能性は低いと現時点では判断できよう。政策金利の正常化によって金利水準が適度に高まれば、リターンを求めた過度なリスクテイクや低い金利水準の下での過度なレバレッジの誘因も低下するため、利上げそのものは必ずしも大規模な株価下落リスクを高めるものではない。ただし、過去の資産価格下落は、こうした理論的な整理を超えて生じていたこともまた事実であり、拡大する投資信託を含むファンドの市況悪化の伝播や、利上げ局面において市場とのコミュニケーション不足により金利が急騰するリスクなど、複数の要因が重なることで、当初のショックが大きく金融市場に波及する可能性については注意深く見ていく必要があるだろう。

(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。