# 三井住友信託銀行

# 調查月報



時論	
マイナス金利の行方と待ち構えるリスク・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	٠1
経済の動き	
賃上げを阻む企業の業績悪化と財政負担・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	.3
<u>預金動向からみた欧州マイナス金利の影響</u> ······	8
民間と公的で二極化する対米証券投資・・・・・・・・・・・・1	2

# 畴 論

# マイナス金利の行方と待ち構えるリスク

マイナス金利が導入されてから 1 ヶ月強が経過した。この間、預金金利はゼロ近辺まで低下し、住宅ローン金利も引き下げられ、国債金利は長期ゾーンもマイナス領域に入り、一部の大企業では超低利の社債発行を検討し始めた。

しかし、企業部門では超低金利を好機と捉えた積極的な設備投資に動く気配は薄く、退職給付債務の増加(=企業収益の圧迫)が懸念されており、家計部門では「貯蓄から投資へ」ならぬ「貯蓄から現金へ」の志向が強まり、家庭用金庫の売れ行きが好調と聞く。金融機関はマイナス金利による減益圧力を緩和すべく、預貸両面における戦略見直しに着手するとともに、システム対応(応急措置としての手作業?)にも追われている。為替市場では円安方向への流れが強まるには至らず、株価の方向感もはっきりせず、MMF は運用停止に追い込まれた。

一般に、新たな政策の評価には年単位の時間を要するとは言え、現時点では日銀に想定や読みの甘さ、準備不足があったことは否めず、2%物価上昇に向けた道筋は依然として不透明であり、欧州の事例と比較しても日本のマイナス金利は成功裏にスタートしたとは言い難い。

今後のマイナス金利のシナリオ、並びにそのリスクや副作用をどう見ればよいのだろうか。

マイナス金利そのものは、少なくとも向こう 2 年間(黒田総裁の任期中)は継続し、その間マイナス幅も拡大し、打ち止め感はなかなか出てこない、という展開はかなりの確度で想定できる。それは、今後予想される内外環境は、海外にあっては「日本の金融緩和度合いの相対的低下」「有事の円買い」を想起させて円高要因が強まる可能性が高く、国内にあっては「為替円安→輸出企業を中心とした企業収益の増加→株価上昇→設備投資の持ち直し→求人の増加・賃上げ→個人消費の回復・・・」といった内需の好循環が弱まり、インフレ期待も実際のインフレ率も高まらないためである。

米国経済の景気回復はしばらくは続くとは言え、利上げピッチは従前予想より緩慢なものとなり、時には景気回復の頓挫や FRB の利上げ打ち止め観測が台頭すると見られる。マイナス金利をいち早く導入した ECB は、ドラギ総裁は更なるマイナス幅拡大に否定的見解を示したものの、資産買取の規模並びに対象の拡大など量的・質的緩和の強化に動くだろう。

中国経済は、過剰設備削減と国有企業改革の進捗ピッチに関らず、「景気減速・資本流出・人民元安 圧力・外貨準備減少」の4点セットは、多少の振幅あっても不変であろう。このため新興国・資源国には景 気下押し圧力がかかり続け、現在のブラジルのように双子の赤字、インフレ、構造改革の遅れなどの弱点 を抱える国はより多くの困難に直面するだろう。「新興国成長神話」の復活は見込み難い。

かくして為替円高・景気後退・デフレを阻止すべく、マイナス金利は継続・強化され、金融機関は、クレジットリスク(信用力がやや低い分野への投融資等)、為替リスク(円投外債等)、デュレーションリスク(超長期債投資等)、流動性リスク(ファンド投資等)を、慎重に見極めつつも徐々に深くテイクしていくことを強いられるとともに、日米短期金利差に起因する外貨調達コストの上昇圧力も受け続けることになる。

一方、長期金利(10年国債利回り)の先行きは判然としない。

マイナス金利という金利政策、国債の大量買い入れという量的緩和、適格担保の拡大・買い入れ国債 の残存期間長期化という質的緩和により、イールドカーブは一層フラット化し、長期金利は超低位もしく はマイナス領域で安定ーという予定調和的な姿が、向こう2~3年のメインシナリオとして描き得る。

しかし、このメインシナリオは持続可能性という観点から見ると極めて心許ない。IMF や日本経済研究 センターの推計によれば、日銀が新規発行額を大幅に上回る規模の長期国債を市場から買い続けるこ とは、2017~2018年には限界を迎えると予測されている。

その頃には日銀の国債保有割合は現在の25%程度から格段に高まっているだろうが、長期金利は日 銀による国債の高値(あるいは含み損覚悟の"腹切り"価格)買い入れにより超低位~マイナス領域で安 定推移しているのか。あるいは、市場流動性の低下により乱高下しているのか。それとも日銀の国債買い 入れ価格の切り上げにも限界観測が台頭し、民間投資家からは、国債は超低クーポンにして転売益も期 待できない"ポンカス債"と見なされ、国債を購入・保有する動機が一気に失われ、長期金利は非連続的 に急上昇(=国債価格は急落)しているのか。

また、ひとたび急上昇した長期金利は、デュレーションを長期化させた日銀や民間金融機関の実態バ ランスシートの悪化、株価・不動産価格の下落等と相俟って、銀行危機・財政危機・急速な円安、ひいて は経済危機というテールリスクシナリオを現実化させるのか。それとも大きく下落した国債価格に投資妙 味を見出す投資家と日銀の買い支えにより、長期金利の急上昇は一時的なものに終わるのか。

どのシナリオを辿るのか、各シナリオの発生する蓋然性はどの程度なのか、現時点では予見し難い。

さらに、上記のいずれの展開においてもリスクファクターとなるのが日本国債の格下げであり、そのイン パクトは従来の格下げ局面より大きなものとなる恐れがある。

日本のマイナス金利と(緩慢なものであっても)米国の利上げという組み合わせは、日米金利差の拡大 を通じて日本の金融機関・企業の外貨調達コストを構造的に引き上げ、海外投融資の足かせとなるが、こ れに日本国債の格下げが加わると、コストと量の両面で困難の度合いが増し、日本経済のグローバル化 対応という国策と逆行する動きとなる。また、格下げの時期が日銀の国債大量買い入れの分岐点と見ら れる 2017~2018 年に重なると、上記のテールリスクシナリオ発生の蓋然性を高め、かつ早めるかもしれ ない。

このように考えると、来年4月の消費税率引き上げ見送りの声が出てきたことには危機感、違和感を禁 じ得ない。

内外景気がもたつく中での増税は景気の腰を折り、デフレに逆戻りするリスクがあるとの論はその通り だが、その影響は予見可能であり、対応なりマネージが可能なリスクであろう。しかし長期金利上昇は、 その蓋然性も、その程度も期間も、それがもたらす影響と伝染も、上記のように予見困難であり、政策当 局のコントローラビリティを超える恐れがある。

どちらのリスクを重く見るべきかは明らかであり、何よりも次世代(それもまだ生まれてもいない世代)に までツケを回すのはもはや限界であろう。為政者たちの賢明な判断を待ちたい。

(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。



# 賃上げを阻む企業の業績悪化と財政負担

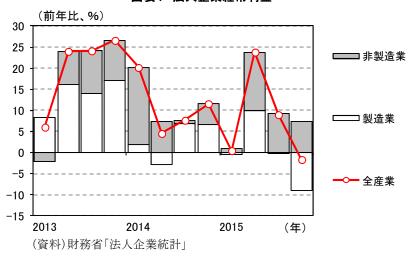
# く要旨>

足元の製造業を中心とした企業業績の下振れは、製造業の賃金の伸びを抑制することで非製造業の業績を下押しする懸念がある。実際に2016年春闘の回答状況は、非製造業は比較的堅調なものの、製造業は前年から伸びが鈍化している。

これまでの基調として、政府の社会保障費の増加が、直接家計の負担になるだけでなく、企業の負担増を通じて賃金や正社員比率の増加を抑制しているとみられる。この先も、日本経済に対する成長期待が高まりにくい状況下で、高齢化を背景に企業の社会保障負担が増加するとみられるため、企業が賃金や正社員比率の引上げを積極化するのは困難であろう。

# 1. 陰りが見え始めた企業業績

法人企業統計によると、2015 年 10-12 月期の企業業績は4年ぶりの減収・減益となった(図表 1)。経常利益を業種別に分けてみると、非製造業は増益を維持する一方で、製造業が減益となった。2015 年途中まで好調であった企業業績に陰りがみえ始めたことで、2016 年の春闘では政府が期待する賃上げの勢いが弱まっているようにみえる。そこで本稿では、足元の製造業を中心とした企業業績の下振れや日本企業を取り巻く環境が、賃金に与える影響を考察する。

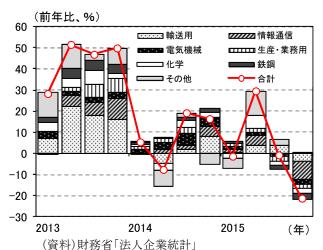


図表1 法人企業経常利益

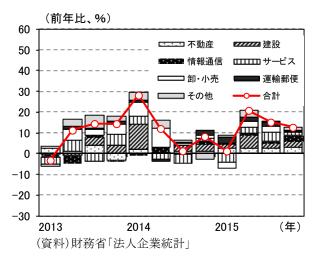
### 2. 製造業の減益が賃金の伸びを下押し

法人企業の経常利益を各業種別にみると、為替差益が剥落したことを背景に製造業では 2015 年 10-12 月期に加工業種を中心に幅広い業種で減益となった(次頁図表2)。一方、非製造業は不動産、建設を中心に増益を維持している(次頁図表3)。

### 図表2 製造業経常利益



### 図表3 非製造業経常利益



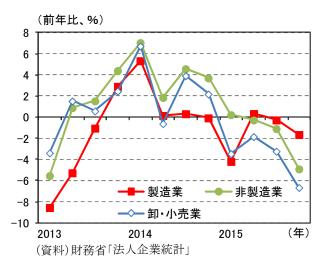
ここで足元の企業業績と各産業の賃上げ動向を確認すると、前年比で減益となった自動車、電気はベアの金額が抑制されており、増益を維持している非製造業ではベアも伸びを高めている傾向にある(図表4)。2014年4月の消費税率引上げ以降、消費の停滞が続いているが、卸・小売業は円安進行の落ち着きと資源安を背景に売上原価の減少が大きく、賃上げペースを維持している(図表5)。業績が好調な建設業は前年と比較してベアの伸びを抑える企業もあるものの、他業種と比べて賃上げ水準は高い。

図表4 主要企業の2016年春闘回答

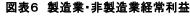
業種	社名	ベア(円)	前年比	
自動車	トヨタ	1,500	•	
	日産	3,000	•	
電生	日立	1,500	•	
電気	パナソニック	1,500	▼	
7 <del>.1.</del> ≘几	大林組	9,200	Δ	
建設	清水建設	6,400	•	
	NTTグループ	1,600	▼	
通信	KDDIグループ	5,457(派遣)	Δ	
	לוסטו	500(総合)	<b>A</b>	
小売	ファミリーマート	3,000	Δ	

(資料)各種報道より作成

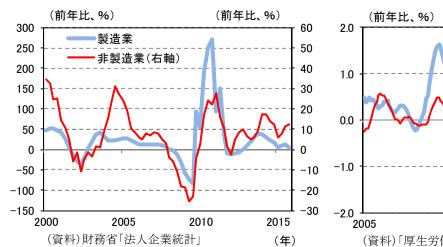
図表5 法人企業売上原価



足元の製造業の減益は、図表4で示されるように製造業の雇用・所得環境の改善ペースを弱めることで、この先非製造業の増益ペース鈍化に繋がるとみられる。過去の実績としても、製造業と非製造業の経常利益や所定内給与の動きは連動しており、製造業が非製造業に先行する傾向がある(次頁図表6、7)。



### 図表7 製造業・非製造業所定内給与



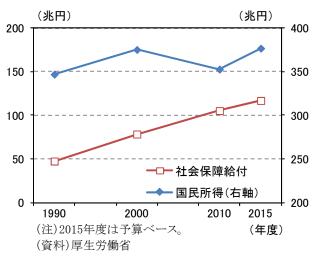


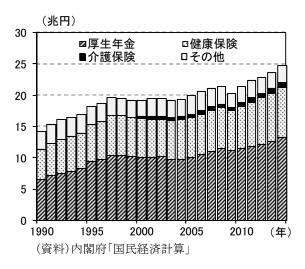
# 3. 社会保障負担が賃金、正社員比率を抑制

今年の春闘に関するコメントには業績に関するものだけでなく、社会保険の適用範囲拡大<sup>1</sup>によって企業の負担が増えるため、賃上げをためらうというものがあった。今回の制度変更のみによる企業全体の負担は大きくないものの、企業の厚生年金や健康保険といった社会保障負担は年々増大しており、高齢化の進展によって政府の社会保障給付費を減らすことは困難であるため、企業の負担も増え続ける可能性が高い(図表8、9)。

図表8 国民所得と社会保障給付費

図表9 社会保障雇主負担内訳

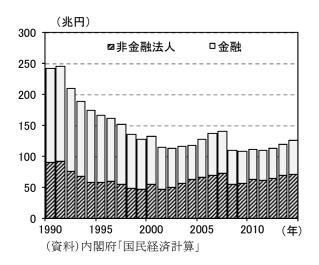




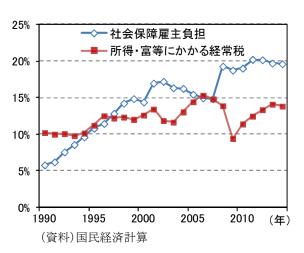
この先、法人税が実効税率 20% 台に引下げられ、企業の税負担が軽くなることから、賃上げや設備投資が促されるとの期待もあるが、国民経済計算によると、現状では企業にとって税負担よりも社会保障負担の方が大きくなっている。したがって、法人税が数パーセント引き下げられたとしても、将来の社会保障負担増に対する懸念から、企業は賃上げや設備投資をためらう可能性がある(次頁図表 10、11)。

<sup>1</sup> 平成28年10月施行の短時間労働者に対する被保険者保険の適用拡大。

図表 10 法人企業受取(営業余剰、財産所得)

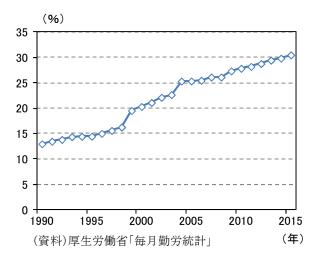


図表 11 企業の社会保障負担率と税負担率

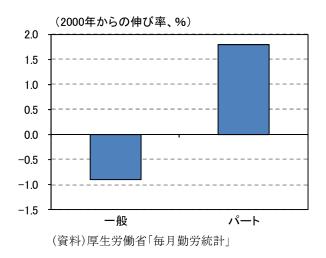


2013 年以降、失業率や有効求人倍率の改善が続いているにも関わらず、パートタイム比率の上昇は止まっていない(図表 12)。企業が正社員(被保険者)²と折半する社会保険料率の上昇によって、正社員の人数や基本給を増やすことを避け、社会保険料負担のないパートタイム労働者を増やす誘因が高まっていることが背景にあろう。実際に、一般労働者の所定内給与は2000年にピークを着けた後に減少基調にあった中で、パートタイム労働者の所内給与は増加基調が続いていた(図表 13)。

図表 12 パートタイム労働者比率



図表 13 一般・パート労働者所定内給与の増減



パートタイム労働者に対する賃上げによって、賃金格差は縮小しているが、依然として相対的に賃金が低いパートタイム労働者の比率が高まることで、全体で平均した1人当たり給与は基調的に抑制されてきた。2014年、2015年はベースアップの動きも生じ、一般労働者・パートタイム労働者個々の給与は増えているが、パートタイム労働者比率の上昇による1人当たり給与の伸び抑制は続いている(次頁図表 14)。

<sup>2</sup> パート、アルバイト、嘱託、契約社員等であっても条件によっては、被保険者となる。

図表 14 1人当たり給与内訳 (1)所定内給与 (2)現金給与総額 (前年比、%) (前年比、%) 3.0 3.0 ョパート比率要因 -ト比率要因 ≖パ-■■■■ 一般給与要因 ■■■一般給与要因 2.0 2.0 コパート給与要因 コパート給与要因 現金給与総額 現金給与総額 1.0 1.0 0.0 0.0 -1.0-1.0-2.0 -2.0-3.0 -3.0-4.0-4.0 1995 2000 2010 2015 1995 2000 2005 2010 2015 2005 (年) (年)

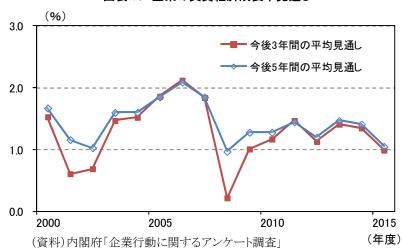
# 4. まとめとこの先の展望

(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

足元の製造業を中心とした企業業績の下振れは、製造業の賃金の伸びを抑制することで非製 造業に波及する懸念がある。また、政府の社会保障費増大は直接労働者の負担を増やすだけで なく、企業の社会保障負担の増加を通じて賃金や正社員の増加を抑制しているとみられる。

足元で業績の下振れ懸念が生じていることに加えて、日本経済に対する成長期待が高まりにく い状況下で、企業の社会保障負担増加は続くとみられるため、この先も企業が賃金や正社員比 率の引上げを積極化するのは困難であろう(図表 15)。

現在、景気後退懸念から、2017年4月に予定されている消費税率引上げの先送り観測が出て いるが、もし先送りとなれば社会保障制度を維持するために社会保険料率が引上げられることによ って、家計や企業に対して見えにくい形で負担が増える可能性がある。税の在り方を議論するに あたっては、増大する家計と企業の社会保障負担を考慮に入れることが求められる。



図表 15 企業の実質経済成長率見通し

(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。

# 預金動向からみた欧州マイナス金利の影響

# く要旨>

ユーロ圏では、マイナス金利政策導入後も顧客の預金金利はプラスであり、預金残高は増加している。しかし、①家計や企業の要求払い預金への資金シフトもあり、銀行の調達構造が短期化し、②短期の市場運用がマイナス利回りとなった結果、調達と運用の期間ミスマッチ拡大や、無理な市場運用・貸出行動に繋がりやすい環境となっている。

欧州中央銀行(ECB)の物価目標は未達であり、マイナス金利政策はさらに1年以上続く可能性が高いことから、その過程で悪影響が顕在化する可能性には引き続き注意が必要である。また、わが国にとってもユーロ圏の動向は先行事例として重要である。

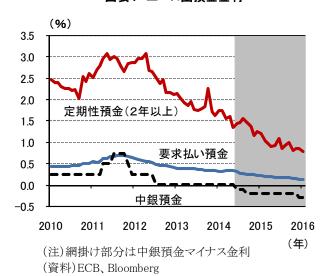
わが国でマイナス金利政策が導入されてから約1ヶ月が経過した。日本に先立って欧州中央銀行(ECB)は、2014年6月に市中銀行に対する負債(中銀預金)にマイナス金利を適用する政策(マイナス金利政策)を導入した。

本稿では、マイナス金利政策採用から2年弱となるユーロ圏においては、顧客預金に変化が生じたのか、それを受けて銀行の資金繰りに影響があったのか、について考察する。

# 1. 顧客預金に生じた変化

ユーロ圏では、マイナス金利政策(当初-0.1%、現在は-0.4%)導入後も、預金金利はプラスを維持しており、預金残高も増加している。しかし、預金残高の変化率をみると、家計の預金が前年比2%前半で比較的安定しているのに対し、非金融企業(以下、企業)の預金では変化率の振幅が拡大傾向にある(図表1、2)。

図表1 ユーロ圏預金金利



図表2 預金残高の変化

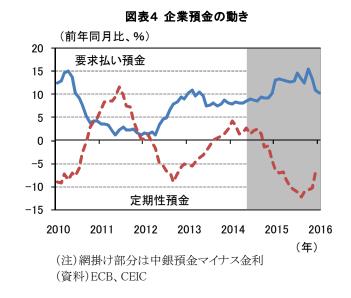


この背景としては、家計・企業預金共に、定期性預金の減少と要求払い預金の増加が並行して 生じたものの、家計と企業では動き方が異なる部分もあることがあげられる。その中には、主に定 期性預金と要求払い預金の金利差が縮小したことによる、定期性預金から要求払い預金への資 金シフトも含まれるとみられる(図表3、4)。

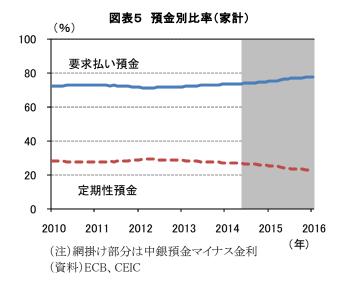
これは、家計預金の方が、相対的に多数かつ小口の預金にて構成されることから預金の動きが分散され平準化しやすいのに対して、企業預金では少数の大口先の動きの影響を受けて振幅が大きくなりやすいことを意味する。このこと自体は、家計・企業預金それぞれの定性的な性質と考えられるものの、マイナス金利策導入後は企業の定期性預金の減少率、要求払い預金の増加率各々が拡大し、企業預金全体の振幅もさらに拡大した。

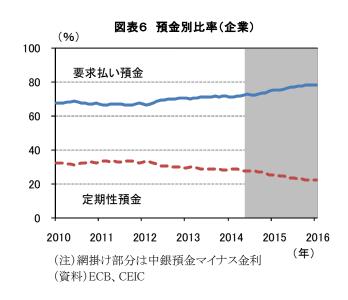
図表3 家計預金の動き (前年同月比、%) 20 15 要求払い預金 10 5 0 -5 -10定期性預金 -15-20 2016 2010 2011 2012 2013 2014 2015 (年) (注)網掛け部分は中銀預金マイナス金利

(資料)ECB、CEIC



このような動きの結果、家計預金残高に占める要求払い預金比率は2014年6月の73.8%から16年1月には77.5%に約4ポイント上昇した。また、企業預金残高に占める要求払い預金比率は2014年6月の72.8%から16年1月には78.1%に約5ポイント上昇した(図表5、6)。





マイナス金利政策と、2015 年1月に導入された量的緩和政策は、顧客預金の要求払い預金シフトの相乗作用を及ぼしたとみられる。マイナス金利政策は長短金利の中でも短期金利を直接低下させ、その影響が徐々に期間の長い金利に及ぶのに対して、長期国債購入を含む量的緩和政策は、長期金利を直接低下させ、長短金利全体に下方圧力を及ぼすからである。

実際に、要求払い預金と定期性預金(期間2年以上)の金利差は、2014年6月のマイナス金利 導入時点では1.2ポイント、15年1月の量的緩和政策導入時点では1ポイント、そして16年1月で は0.7ポイントにまで縮小した。

マイナス金利政策導入後も、預金者は(顧客金利はプラスなので)損失回避の行動を迫られた 訳ではなく様子見が可能であった。しかし、量的緩和政策が重なり金利水準がさらに低下し、要求 払い預金と定期性預金の金利差が縮小したことに加え、異例の金融緩和が長期化するとの期待 が強化され、背中を押されて要求払い預金への選好を強めた預金者も少なくないであろう。

## 2. 銀行資金繰りへの影響

マイナス金利政策導入後、ユーロ圏国債利回りは年限の短いものから徐々にマイナス化が進み、量的緩和政策導入後には、主要国の国債利回り、銀行間取引金利共に1年以内はマイナスとなり現在に至っている。このような金融市場の状況と、顧客預金動向の変化は、銀行の資金繰りに対して以下の2点で影響を与えかねない。

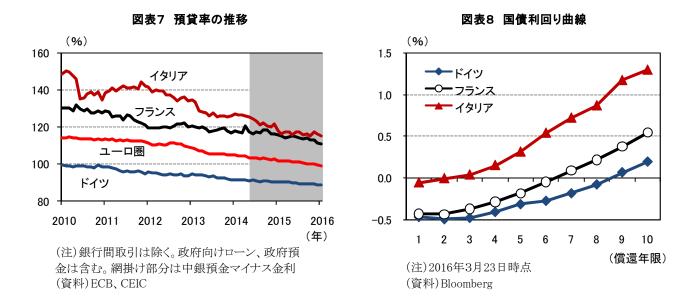
まず、預金残高全体は増加しているものの、定期性預金から要求払い預金への資金シフトにより、調達構造は短期化している。この資金シフトは、目先は調達コスト削減に寄与し得るものの、預金金利が低下し続けゼロ金利に接近するにつれて削減効果は逓減すると予想され、調達安定性の観点も重ね合わせるとプラスとは言い切れない。例えば、企業預金残高変化の振幅が拡大しており、企業預金の動向予測、引いては顧客性資金尻の予測が難しくなっている。

次に、顧客性資金尻の予測が難しくなっているにも関わらず、個々の銀行レベルでは、資金余剰となった場合の限界的な短期の市場運用(銀行間取引、証券取引等)にてプラスの利回りを確保するのが困難になっている。

マイナス金利政策の下では、短期の市場運用手段がマイナス利回りなので、預貸率が低く市場運用が必要な銀行は、より長期の運用を迫られ調達と運用の期間ミスマッチが発生しやすく、これを回避したければマイナス付利(現在は一0.4%)の中銀預金に資金を滞留せざるを得ない。一方で預貸率が高い銀行はマイナス利回りでの市場調達の機会だけでなく、中銀調達(現在は0%)も利用可能である。その結果、マイナス金利政策は預貸率の低い銀行から高い銀行への所得移転をもたらすことになりやすい。なお、預貸率とは、銀行間取引を除く貸出残高を預金残高で除したものである。

ユーロ圏銀行部門全体では預貸率は概ね 100%で見合っているものの、国別でみると、預貸率が 90%未満のドイツの銀行から、110%を超えるフランス、イタリアの銀行への所得移転が発生しやすい状況にある(次頁図表7)。欧州債務危機後も続く、国毎の資金偏在・不均衡是正は必要であるとは言え、マイナス金利政策には係る側面もあることには注意が必要である。

例えばドイツでは、残存期間8年の国債までマイナス利回りとなっており、中銀預金のマイナス 付利を避けてプラスの利回りを確保したければ、利回りがプラスのドイツ 10 年国債の金利リスクを 取るか、より短い年限でもプラス利回りを確保できるイタリア国債の上乗せスプレッド(ドイツ国債との利回り差)見合いの信用リスクを取る等の必要がある(図表8)。



# 3. まとめと日本への示唆

以上のように、ユーロ圏のマイナス金利政策は、家計や企業の要求払い預金への選好を高め、銀行の調達構造短期化や、調達と運用の期間ミスマッチを招きやすい。加えて、マイナス市場金利の年限拡大につれ、市場運用での金利リスクの取り過ぎや、無理な貸出を誘発しかねないという点でも、マイナス金利政策は金融システムの安定性とは潜在的に相性がよくない面を孕んでいる。ECB が無制限のマイナス金利幅拡大には否定的立場を示唆したのも、係るリスクを踏まえてのものと推定できる。

しかし、2016年2月のユーロ圏消費者物価指数(HICP)は前年比-0.2%と5ヶ月振りにマイナスとなり、「2%以下だがそれに近い」物価目標達成は容易ではなく、マイナス金利政策はさらに1年以上続く可能性が高い。量的緩和政策によるECBの資金供給は資金繰りを支援し、特に長期の資金供給(TLTROII)には調達構造の短期化を緩和する効果もあるとは言え、マイナス金利政策が長期化する過程で、金融システムの安定性との潜在的な相性の悪さが顕在化することを杞憂と切り捨てるのは避けるべきではないだろうか。

銀行のバランスシート調整途上の南欧諸国を抱えるユーロ圏と比較すると、日本の金融システムはより健全である。また、日本では、量的緩和政策(「量的・質的金融緩和」)が先行し、マイナス金利政策(「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」)が追加されたように、ユーロ圏と金融政策の経緯が全く同じではない。しかし、日本でも2%の物価目標達成は容易ではなく、マイナス金利政策の長期化・拡大もあり得る以上、日欧の相違点を認識した上で、預金動向に限らずユーロ圏の動きを先行事例としてみていく意義はある。

(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。



# 民間と公的で二極化する対米証券投資

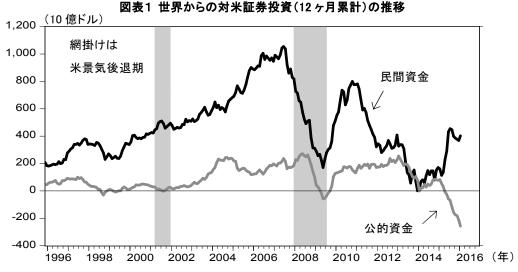
# く要旨>

世界からの対米証券投資は民間による投資が大幅に増える一方で、外貨準備を含め 公的機関が運用する公的資金を原資とした投資は減少が続く変化が生じている。乖離 が著しいのは米国債であり、対米証券投資全体で見れば、中国含む新興国からの減少 が目立っている。公的資金の投資減少は原油価格の下落と連動し、外貨準備の減少を 伴っていることから、資源価格下落や新興国の成長鈍化が要因と見られる。名目 GDP 比1%規模の対米国債投資の増減は、潜在的に長期金利水準を0.3~0.5%ポイント動 かす影響を持つため、対照的な投資資金の動きには注意が必要となる。ただし、公的投 資の減少そのものは、対米証券投資に占める民間資金のウエイトを高めることになるた め、米国に投資資金が集中し易い環境が続く限り、金利押し下げ要因として働こう。

# 1. 民間と公的で二極化する対米証券投資

日欧の国債マイナス金利や原油安が示すように世界全体で経済投資環境が悪化していること で、世界の投資資金は相対的に堅調な米国に集中しやすい状況が続いている。ただし、この間に 世界から米国に向かった証券投資金額の推移をみると、ネットでみた対米証券投資は民間からの 投資は大幅な流入超となる一方で、公的資金は売り越しが続く変化が生じている。(図表 1)。

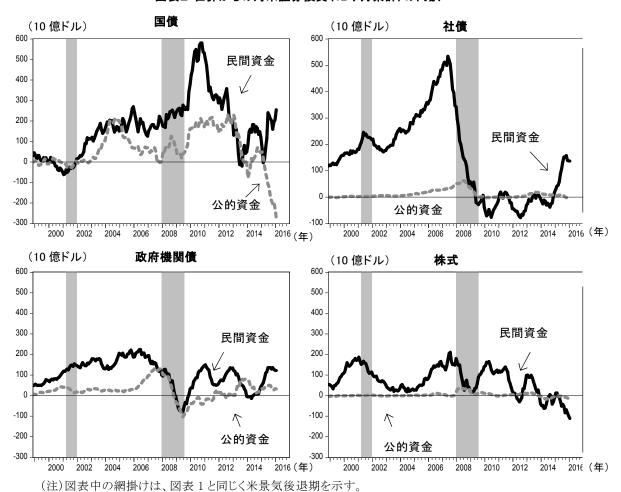
米国への証券投資金額は、米財務省の国際証券投資統計(TIC データ)から月次ベースで把 握することができる。図表1で示した対米証券投資金額の時系列推移は、海外からの買い越し額 を民間部門と公的部門に分け、それぞれ12ヶ月累計し季節変動を均している。月次ベースのTIC データは残高ではなく売買データであり速報性を重視しているゆえ、カバレッジと正確性について は、やや割り引いてみる必要があるが、全体のトレンドを把握するには有用なデータである。



(資料)米財務省「Treasury International Capital reporting System」より三井住友信託銀行調査部作成

こうした米国向けの長期証券投資の全体像を、米国債、社債、政府機関債、株式に分けてみると、民間資金と公的資金の乖離が著しいのは米国債である。米国向け短期債を除く債券投資のうち民間資金による投資流入額は、過去1年、国債、社債、政府機関債いずれも増加しているが、公的資金による米国債投資は2015年半ば以降大幅な売り越しが続いている(図表2)。

なお、証券投資のうち民間資金の投資流入規模が米国債に匹敵する米国社債向け投資は、網掛けで示す 2008 年の景気後退期を境に大幅に減少したあと、しばらく低迷していたが、より高い利回りを求める民間資金を引きつけ 2015 年以降は流入超に転じている。

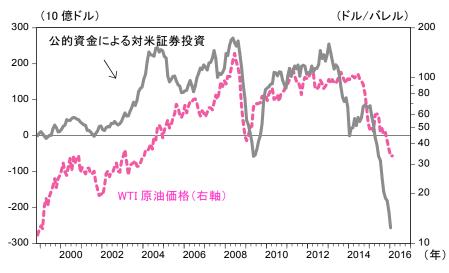


図表2 世界からの対米証券投資(12ヶ月累計)の内訳

(資料)米財務省「Treasury International Capital reporting System」より三井住友信託銀行調査部作成

### 2. 公的資金による対米証券投資減少の背景

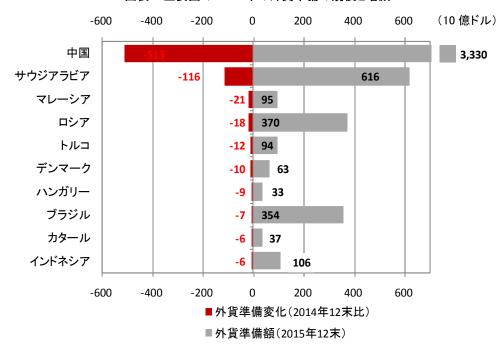
対米証券投資のうち、とりわけ米国債に顕著にみられる民間資金の流入増と公的資金による売り越し流出という乖離の背景には、先進国国債の利回り低下で民間資金が米国に集中しやすい一方、原油安と景気鈍化を要因として新興国からの資金流入が細っている可能性が考えられる。そう推察する根拠のひとつは、公的資金による対米証券投資の推移は原油価格と相関が高いことにある。公的資金と原油価格の推移を時系列で比較すると、原油価格の上昇・下落にやや遅れて公的資金による対米証券投資金額が増加・減少する特徴がみられる(次頁図表3)。



図表3 公的資金による対米証券投資と原油価格の推移

(資料)米財務省「Treasury International Capital reporting System」より三井住友信託銀行調査部作成

公的資金と原油価格の高い連動性の背景には、各国政府や中央銀行など公的機関が運用する政府系ファンド(ソブリン・ウエルス・ファンド)の動向があるとみられる。原油安や景気減速により財政が悪化すれば、公的運用資金にも影響が及ぶ。政府系ファンドの運用資金源は、為替介入によって積みあがった外貨準備を原資とするケースと、単純に国営企業などが上げた利益を原資とするケースがある。このうち外貨準備の増減に着目し、主たる国で比較すると、中国を含む新興国や産油国では、2015年中に外貨準備が大きく減少している(図表4)。外貨準備が大きく減った国では、その運用先として米国債を含む対米証券投資を減らさざるを得なかった可能性が高い。



図表4 主要国の 2015 年の外貨準備の規模と増減

(資料)Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

また、こうした国々による米国債投資フローの12ヶ月累計を2016年1月時点で算出すると、先進国では米国債向け投資流入額が増えた国が多い一方で、中国など新興国では米国債投資が売り越しとなっている(図表5)。なお、図表5で取り上げた国は、国際証券投資統計(TIC データ)のうち、月次ベースの売買データよりも精度が高い2015年6月時点の残高データから、証券保有額が多い上位15ヶ国・地域にブラジル、トルコ、ロシアを加えている(図表6)。2015年6月末の対米証券残高は前年同期比で増えた国が多いが、2016年1月時点のフロー累計でマイナスが多いことから、原油安が加速した2015年後半から売り越しが増えたことを示唆している。

# 

図表5 対米証券保有上位国の残高と米国債向け純投資金額累計

図表6 対米証券保有上位国の残高と株式・債券の純投資金額累計

	2015年6月時点の対米証券保有額(ストック)					2016年1月時点の純証券投資年間累計(フロー)					
			うち株式		うち長期の	責					
	合計	前年差		前年差		前年差	合計	株式	米国債	政府機 関債	社債
日本	1,903	-14	391	30	1,438	-56	-66	10	-110	32	1
中国	1,843	26	331	11	1,510	22	-45	-3	-58	17	-1
ケイマン諸島	1,506	97	883	45	525	39	70	-9	60	5	14
英国	1,453	163	835	94	576	65	177	-46	67	35	121
ルクセンブルグ	1,299	101	518	16	681	65	-20	-1	-20	4	-3
カナダ	996	7	761	-8	208	12	23	-8	37	8	-14
アイルランド	833	158	235	31	476	134	-1	-5	6	-2	0
スイス	709	75	343	12	338	59	16	0	19	-1	-3
中東産油国	612	11	285	-33	265	40	_	_	_	_	_
ベルギー	606	-107	34	0	558	-108	-49	-1	-32	0	-15
台湾	454	57	36	5	416	51	49	2	39	9	0
ドイツ	346	26	159	22	182	5	18	-4	11	2	9
シンガポール	331	24	145	3	174	19	3	-5	6	-1	4
オランダ	320	17	202	7	109	10	-11	-4	-6	2	-4
ノルウェー	310	13	199	23	109	-10	12	7	2	0	4
ブラジル	268	5	8	1	239	10	-9	-1	-8	0	0
トルコ	76	23	0	0	19	−6	−5	0	-5	0	0
ロシア	73	-42	0	0	72	-42	-2	-2	0	0	0
対米証券投資計	17,125	728	6,660	304	9,526	364	146	-127	154	134	-127

(資料)図表 5·6とも米財務省「Treasury International Capital reporting System」より三井住友信託銀行調査部集計

(10 億ドル)

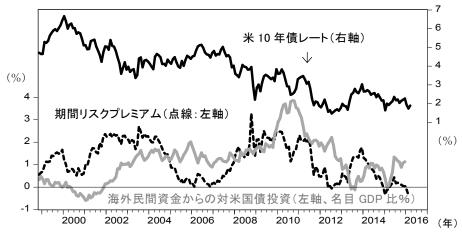
# 3. 海外からの米国債購入増減が長期金利に及ぼす影響

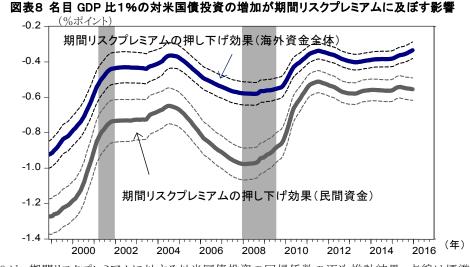
整理してきたように、ここ最近の対米証券に向かう投資は、民間資金による投資流入が増える一 方で、公的資金からの投資は売り越され投資流出が続く変化が生じた。 両者の乖離が著しい米国 債投資動向が米10年債レート水準に及ぼす影響についてはどう考えたら良いだろうか。

米国債投資が米10年債レートの期間リスクプレミアムに及ぼす効果に着目すれば、海外からの 米国債購入の増加は、期間リスクプレミアムの縮小を通じて長期金利水準を押し下げるように働く。 期間リスクプレミアムとは、長期金利水準のうち、短期金利の予想に上乗せされる部分であり、政 策金利の予想が変化しなくとも、米国債需給や価格変動リスクを反映し変動する。実際に、海外か らのネットで見た米国債投資金額の12ヶ月累計と期間リスクプレミアムの推移を見ると、海外から の米国債投資規模の増減に合わせ期間リスクプレミアムが縮小・拡大している(図表7)。

この特徴から、海外からの対米国債投資の名目 GDP 比1%規模の増加が期間リスクプレミアム に及ぼす影響を回帰式より試算すると、期間リスクプレミアムを通じた金利押し下げ効果は過去に 比べ低下しているものの、0.3~0.6%ポイント(30~60bp)であることがわかった(図表8)。また、民 間資金よりも公的資金を含めた全体効果がやや小さいのは、公的資金が必ずしも民間資金と同じ 動きをするとは限らないことを反映しているためである。

図表7 米 10 年債の期間リスクプレミアムと対米国債投資規模の推移





(注)図表8は、期間リスクプレミアムに対する対米国債投資の回帰係数の逐次推計結果。点線は標準誤差を示す。 (資料)図表 7・8 とも米財務省「Treasury International Capital reporting System」他より三井住友信託銀行調査部作成

# 4. まとめと展望

本レポートでは、先進国の国債マイナス金利の拡散や原油安に見られる新興国経済の低迷という大きな環境変化を背景に、海外からの対米証券への投資資金フローにどのような変化が生じたかという点に着目して考察してきた。米財務省の国際証券投資統計(TIC データ)の推移からわかったのは、民間資金による米国証券投資は増加する一方で、公的資金による投資が細っているということである。加えて、かかる投資資金の多寡は米10債の期間リスクプレミアムにも相応の影響を及ぼすことも試算により確認してきた。期間リスクプレミアムは、より簡単にいえば長短金利格差でもあるため、対米証券投資動向は長期金利水準のみならずイールドカーブの形状を左右する。

公的資金による対米証券投資フローが細っていることは、他の条件を一定とすれば、米国債需要の減少を通じて期間リスクプレミアムの拡大(長期金利上昇とイールドカーブのスティープ化)要因となるため、公的資金による対米証券投資動向には十分注意を払う必要があろう。ただし、公的資金による証券投資が顕著に減少した2015年半ば以降でも、米10年債レートの期間リスクプレミアム縮小と金利水準の低下が観察されたことからすれば、この間の公的資金の減少が長期金利に及ぼす影響は民間資金の増加で相殺され、さほど大きくなかったとの解釈ができる。

外貨準備の規模でみて無視し得ない中国からの投資動向を除けば、新興国からの公的資金の減少は、海外から対米証券投資に向かうマネーフローに占める民間資金のウエイトを高めることになる。従って、より大局的に見れば、公的資金による流入が細ったとしても、世界的に見て米国に民間資金が集中し易い環境が続く限り、引き続き金利押し下げ要因として働くことになろう。

(木村 俊夫: Kimura\_Toshio@smtb.jp)

<sup>※</sup>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。