2016.8　No.52

三井住友信託銀行

調査月報

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

時論

Brexitがもたらす3つの“草食系”……1

経済の動き

イギリス国民投票結果が示唆するもの……3
中国を中心に高まる新興国民間債務リスク……9
円高により高まる企業業績悪化リスク……14
グローバル金利の連動性と米長期金利低下……20

時論

Brexitがもたらす3つの“草食系”

Brexit という大きなサプライズを受け、市場は大きく動揺した。世界中の株価が急落し、為替市場では英ポンドが大幅下落する一方、円ドルレートは一時99円台まで円高が進んだ。しかし先進各国の中央銀行が迅速に潤沢な資金を市場に供給したことが奏功し、現在はやや落ち着きを取り戻した。とりわけ株価は上げ足を速め、米国株価は史上最高値を更新、英国株価も上向き、日経平均も 16000 円台を回復した。

かくしてリーマン・ショックのような急速かつグローバル規模の経済金融危機は回避できるとの安堵感が広がっているが、リーマン・ショックの再来さえなければ良いというものではなかろう。グローバル並びに日本の経済金融環境にもたらす Brexit の影響、意味合いを考えると多様なものがある。

第一は、世界経済が新たな、かつ向こう 2～3 年に渡って継続する下押し要因を抱えてしまったということである。

英国の EU 離脱がいつ、どのような形で決着するのか、ロンドンが国際金融センターとしての地位を維持できるかどうか等について、不透明感・不確実性は容易には拭えず、ポンド安と対英投資の減少によって英国経済が停滞する（おそらくはスタグフレーション色を強める）状況にあっては、欧州の企業・家計マインドは慎重化するだろう。

また、英国経済の規模自体は世界経済の中ではさほど大きくはないものの、英国経済の停滞は欧州経済の停滞を招き、欧州経済の停滞は同地域向け輸出比率が高いロシア・トルコ・南ア・中国といった主要新興国経済の重石となり、中国経済が減速の度を強めると ASEAN 経済の足を引っ張るとともに、欧州経済にもマイナスの影響が跳ね返ってくるという具合に、負の連鎖、フィードバックループが世界経済にジワジワと広がると考えられる。

第二は、金融市場では、政策金利の引き上げを伴わなくとも、実質的な金融引き締め効果が徐々に顕在化することである。これは、リーマン・ショック時のような市場流動性の消失、ポジションのパニック的な巻き戻しという事態は起こらなくとも、上記のような実体経済のもたつき・停滞が、銀行・機関投資家・各種ファンド出資者の投融資マインドを慎重化させる（いわゆるリスクオフ）ためである。このため市場のボラティリティは高まり、緊張感が走る場面も時々現出するだろう。

それは、解決・改善がなされていない経済課題や矛盾を市場が突く、投資家がリスク許容度を低めてより安全な資産へ逃避する、あるいは様子見するーという形を取って現れるだろう。不良債権処理が遅延していたイタリアの銀行が問題視されたり、英国の一部の不動産ファンドで急速に解約の動きが出たのは、その表れと言えよう。幸いにもこれらは個々の領域の問題に封じ込められているが、新興国の経済構造改革や過剰債務圧縮も、ユーロの金融・財政政策の一体化も、先進各国の財政再建や成長戦略も進んでおらず、また金融監督・規制の網に入っていないシャドーバンキング（ヘッジファンド、PE ファンド、一部の投資信託など）が金融システム内で無視できない規模に拡大していることなどを勘案すると、マネーが流出して価格が下落する領域は何なのか、それがどの程度まで隣接領域や金融システム全体、さらには実体経済へ伝染・伝播するのか、予見しがたい。

第三は、米国 FRB の年内利上げすら困難視されているように、先進各国の中央銀行は出口（異例の緩和策を縮小し、政策金利引き上げを図る）に辿りつく目処が立たなくなり、マイナス金利策を含む超金融緩和策が長期化することである。このことは、上記の第一、第二の条件も考え合わせると、投融資資金は辛うじてプラスのリターンが期待できる限られた安全資産に向かい、そこではバブル的価格形成が一段と進むということであり、とりわけ先進国の国債市場でその傾向が強まり、マイナス金利領域が広がると考えられる。

第三の事象は、本稿でかねてより指摘してきた「草食系バブル」であるが、第二の事象は「草食系信用収縮」とでも言えようか。この両者が同時進行することになる。

Brexit の日本の経済金融環境への影響については、Brexit 単独というよりも、先行した 2 つの出来事（マイナス金利導入、消費増税延期）と後発する出来事（10 兆円超の経済対策）を包括して考えた方が有益であろう。

マイナス金利導入は、日銀による大量国債購入の持続性に対する疑念を、量の面（新規発行量を大幅に上回る年間 80 兆円ペースでいつまでも購入できるはずがない）からだけではなく、価格の面（評価損発生が明らかな価格でいつまでも購入できるはずがない）からも強めてしまった。消費増税延期は、2020 年プライマリーバランスゼロという財政再建上、重要な中間目標の達成をほとんど不可能なものとし、日本国債の格下げリスクを高め（すでに顕在化している）、国債追加発行を伴う 10 兆円超の経済対策はこれにダメを押すこととなった。

こうした中でBrexitが起こった。その影響と波及経路については、①Brexitが引き起こす世界経済の減速と不確実性の高まり、米国 FRB の利上げ遅延、先進各国の国債金利のマイナス化はいずれも円高要因となるため、アベノミクス初期のような為替円安は起こりにくくなった、②このため、輸出起点の好循環を作り出すことは難しくなるとともに、輸入物価からも国内物価押し下げ圧力が強まるので、日銀は追加緩和に追い込まれる可能性が高まった、③しかし追加緩和はどのような手法によろうとも、現行金融政策の持続性に対する疑念をさらに強める、④このため、何らかをきっかけに国債金利が急騰し、その影響が各般に波及する「草食系バブル崩壊」の蓋然性が高まったーと考えられる。

当面の間は、米国経済はもたつきつつも失速せず、日本経済も経済対策の効果もあって景気は持ちこたえ、株価もその期待先行から大崩れはせず、為替円高も極端なものにはならないかもしれない。しかし、こうした表面的な平穏に安住・安心せず、慎重かつ精緻なリスクの点検、「負の連鎖」シナリオの検討、持続性を欠くものへの注視が必要と考える。

（フェロー役員 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。

イギリス国民投票結果が示唆するもの

～グローバル経済金融レビュー 2016 年夏～

＜要旨＞

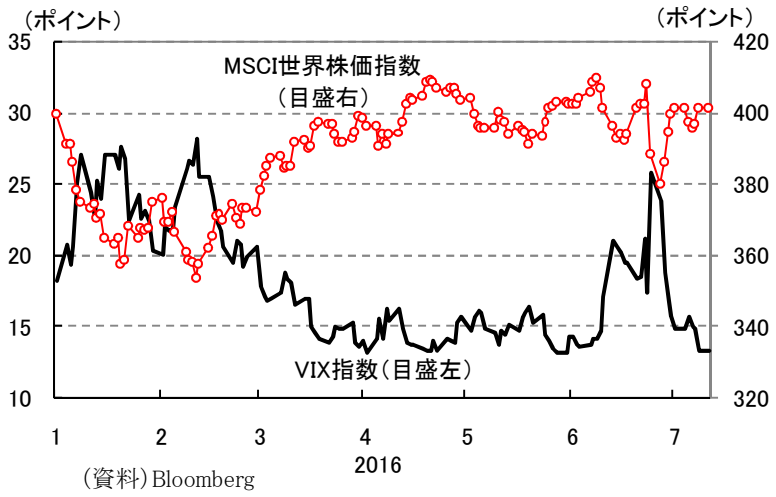
EU 離脱を選択したイギリスの国民投票がどの程度の影響を及ぼすかについて、現時点で明確な答えを出すことは難しい。確実に言えることは、イギリスと EU の離脱交渉決着まで長い時間を要するため、先行きの不確実性が高い状況が長期化するということである。新興国・資源国の不安定要素が残っていることもあって、国際金融市場の緊張が高まる局面はこの先も不定期に訪れると見られる。また、米国で漸く進み始めた金融政策の正常化の動きは一旦停滞する。これは新興国から米国への資金流出を抑える一方で、欧州向け投資を忌避した資金の流入によって米ドル建て資産の価格高騰リスクを高めよう。今回の投票結果が金融機関の破綻を伴って危機が伝播していくリーマン・ショックと同じ経路での危機をもたらすとは考えにくいが、銀行以外のいわゆるシャドウ・バンキング部門など、過去とは異なる経路で悪影響が拡がる可能性は否定できない。

1. 落ち着きを取り戻している国際金融市場

3か月前に公表した前回のレポート以降、国際金融市場を最も大きく動かしたイベントは、イギリスの EU 離脱是非を問う国民投票であろう。直前の予想が残留に傾いていたこともあり、離脱という結果が濃厚になった 24 日未明（イギリス時間）頃から、日本含む国際金融市場は急激な変動に見舞われ、VIX 指数は一時警戒ラインとされる 20 を上回った（図表1）。

しかし投票翌週になると、VIX 指数は再び 20 を下回り、一時下落した世界株価指数も投票前の水準を回復した。日本でも、投票直後に一時 1 ドル＝100 円を割ったドル円レートは、7月 中旬になって同 105 円前後まで戻している。この背景には、日本政府と日銀が新たなデフレ対策を打ち出すのではといった期待もあると思われるが、少なくとも国際金融市場全体で見ると、イギリス国民投票による悪影響は、現時点ではさほど大きくなっていない。

図表1　VIX 指数と世界株価指数



（資料）Bloomberg

イギリスの EU 離脱によるマクロ経済金融情勢への影響が、どこにどのような形で出るのかを考える上では、数多くの論点が考えられる。

例えば、「イギリスや欧州の実体経済はどの程度悪化するのか」、「金融機関の集積地としてのロンドンの地位は変わらないのか」と言ったものである。こういった問題の多くは、今後のイギリスと EU の離脱交渉の結果に大きく左右される。例えば離脱によってイギリスと EU の貿易が減ると、イギリスと EU 双方に打撃が及ぶが、それがどの程度になるのかは離脱後の貿易協定の内容次第である。また、現在のロンドンの金融集積地としての地位は、EU 圏内のいずれかの場所に拠点を置けば圏内全域で金融サービス提供を可能となる「パスポーティング」によるところが大きい。イギリスがこの制度の適用外になって、ロンドンから大挙して金融機関が大陸側に移り、金融サービス集積地としての地位が損なわれるかどうかも、離脱後の交渉次第である。

今は離脱に対するイギリス自身の姿勢や行動が流動的であり、EU との離脱交渉の行方どころかスタート時期さえ見えない。現時点で「今回の国民投票でこの先どうなるのか」という問いに対して、確たる答えを出すことは難しい。

そういった中で、今回の国民投票結果が示す、グローバル経済金融を見ていく上でのインプリケーションとして、当部は以下の諸点を挙げる。

2. 不確実性の高まりがイギリス内需を押し下げ、その状況が長期化することは避けられない

EU 加盟国の離脱手続きは、EU 基本条約の第 50 条に定められている（図表2）。

まず「加盟国が欧州理事会に離脱の意図を通知する」ことで始まり、EU と離脱希望国の間で、離脱の諸条件に関わる離脱協定の交渉が開始され、その交渉は離脱協定に関する合意が成立した日か、通知から2年が経過した日で終了し、正式に離脱する。なお、欧州理事会が全加盟国からの合意を得た上で交渉を延長することも可能とされる。

図表2　EU 基本条約　第 50 条

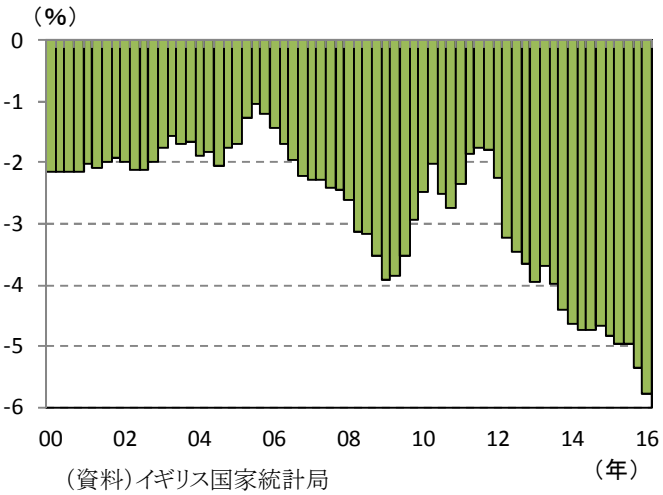
1．いずれの構成国も、自国の憲法上の要件に従って、欧州連合から脱退することを決定できる。
2．脱退を決定する構成国は、その意思を欧州首脳理事会に通知するものとする。欧州首脳理事会の示す指針に照らして、連合は、当該国の脱退に関する取り決めを明記した協定を、当該国と連合の将来の関係枠組みを考慮しつつ、当該国と交渉し締結するものとする。（後略）
3．当該関係国に対するこの憲法の適用は、脱退協定の発行日より、または発効しない場合は第二項における通知から２年後に、停止されるものとする。ただし、欧州首脳理事会が、当該関係構成国との合意により、この期間を延長する決定をした時はこの限りではない。

従って、今回の投票で即離脱となるわけではなく、離脱意思の通知さえしていない現在から、最終的な決着まではまだかなりの時間を要することは確実である。期間だけでなく、どのような形で決着するかも含めてわからないという、先行きの不確実性が高い状況が長期化することは避けられない状況となっている。

この環境では、イギリス内外を問わず家計や企業、投資家の「様子見」が増えることで支出や投資が手控えられ、景気悪化や資産価格下落といった悪影響が出易い。また、ここ数年の経常赤字拡大に象徴されるように、イギリス経済は海外からの投融資に対する依存度を高めてきた（図表3）。そのため、離脱を巡る不透明感の高まりで海外からの資金流入減少した場合の景気下振れ効果は着実に大きくなっている可能性が高い。

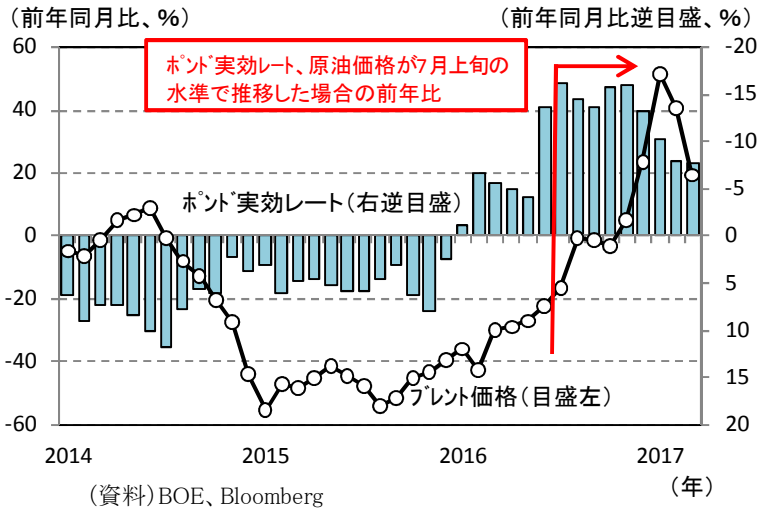
更に、ポンド安が大幅に進んだことで「マインドが下振れがちな中、通貨安による物価上昇が消費を減退させる」という、日本と同じ事態が生じる可能性が高い。ポンドの実効レートと原油価格が7月上旬の水準で推移すると、ポンドレートは 2016 年末まで前年比 1 割以上の下落が続き、原油価格の前年比プラス幅は今年末から 2017 年初めにかけて急激に拡大する（図表4）。2017 年前半のイギリス物価は双方の要因で同時に押し上げられ、消費へのネガティブな影響が拡大する可能性が高いと見る。

図表3　イギリスの経常収支 GDP 比率（過去 1 年平均）



（資料）イギリス国家統計局

図表4　ポンド実効レート・原油価格変化率試算



（資料）BOE、Bloomberg

3. 国際金融市場で緊張が高まる局面はこの先も不定期に訪れる

先行きの不確実性が高い状態が続くと、金融市場のボラティリティは拡大しやすくなる。前掲図表1で見たように、国際金融市場は一旦落ち着きを取り戻したかに見えるが、この先更なる波乱材料が出る余地は残る。現時点で取り沙汰されている主な問題には、「イギリスから独立して EU に残留する意向を示しているスコットランド独立問題の帰趨」、「大陸側諸国で EU 懐疑派が勢力を強め、イギリスに続く離脱国が相次ぎ、EU が解体に向かう」といったものがあり、これに加えて「イタリアを中心とする金融機関の不良債権問題」といった、最近は特段懸念の対象ではなくなったが、先送りして解決していなかった問題が再び浮上しつつある。

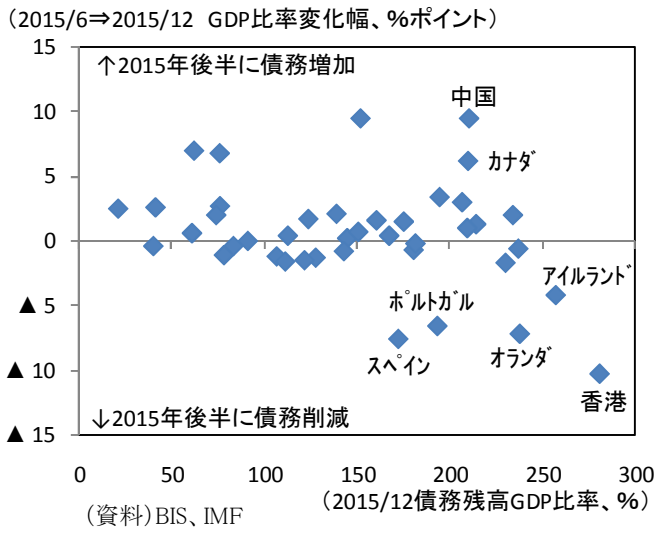
「特段懸念の対象ではなくなったが解決もしていなかった問題」は他にもある。すなわち、昨年8月と今年1～2月に国際金融市場の緊張が高まる要因となった、中国をはじめとする新興国経済の下振れと、原油価格低下で産油国が抱える問題が拡大するリスクのことである。

半年前の当レポートでは、今年初めに国際金融市場の緊張が高まった要因として①中国景気減速の影響に対する懸念、②産油国に関する懸念の高まり、③政治・地政学的リスクの高まり、④米国 FRB による速すぎる利上げに対する懸念－という複数の要因が相互作用したことを挙げた。

このうち①の中国経済について、2016 年 4-6 月期の経済成長率は前年同期比＋6.7%と、1-3

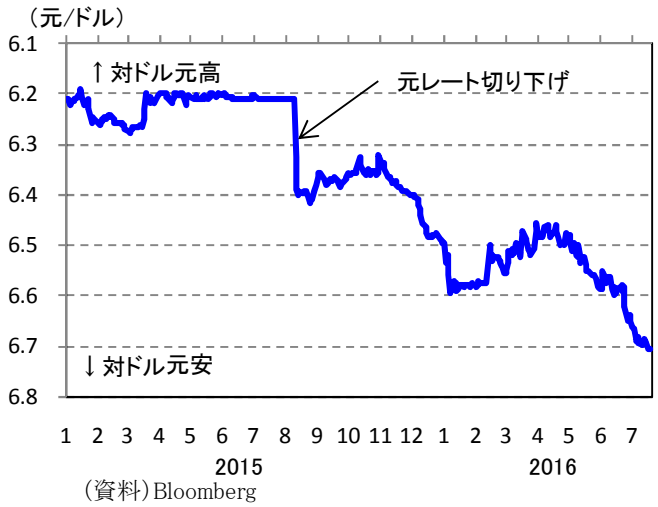
月期と同率を維持し、経済減速に歯止めがかかった形になっている。しかしGDP比で見ても高い中国の企業・家計部門債務水準は半年前から更に増えている上に、昨年8月の国際金融市場の混乱のきっかけになった元レートは、対ドルで大幅に下がっている（図表5，6）。本来調整が必要な民間部門の債務がまだ膨張していることは、必要な対応が先送りされており、債務調整による景気下振れリスクが残っており、むしろ調整局面を迎えた時のマイナスインパクトは以前よりも拡大していることを意味し、元レートの引き下げは周辺新興国への悪影響を拡大させる。中国をはじめとする新興国が抱えるリスクは、なお解消していない。

図表5　2015年末の民間部門負債GDP（横軸）と過去半年の変化（縦軸）



（資料）BIS、IMF

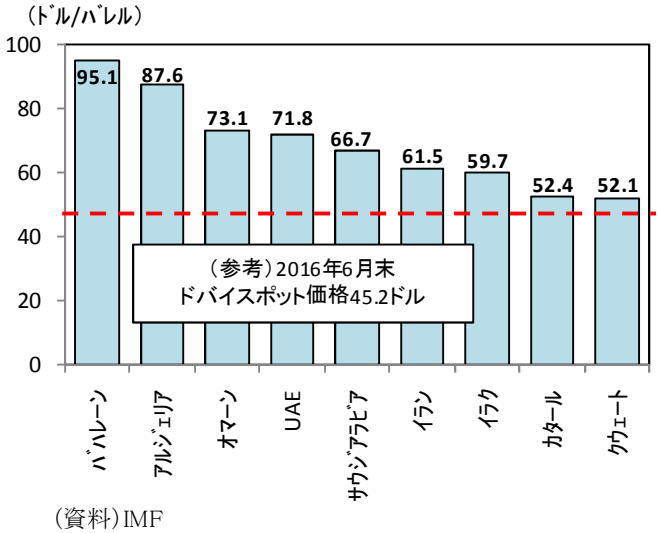
図表6　元の対ドルレート推移



（資料）Bloomberg

②の資源国のリスクについて、原油価格は下げ止まったとはいえ複数の中東産油国の財政均衡価格をなお下回っているため、産油国のクレジットの悪化も続く（図表7）。そして③の中東を中心とする政治面での不安定要因や地政学的リスクは、米国やフランスでテロと見られる事件が発生したことで、新興国と資源国中心だった状態から先進国にも拡大し、悪化していると見るのが妥当だろう。昨年から今年はじめにかけて、国際金融市場の緊張を招いた要因が残っているところに、欧州で追加的な不確実性が重なったのが現状である。国際金融市場で緊張が高まってボラティリティが拡大する局面は、この先も不定期に訪れると見る。

図表7　主要産油国の財政均衡原油価格



（資料）IMF

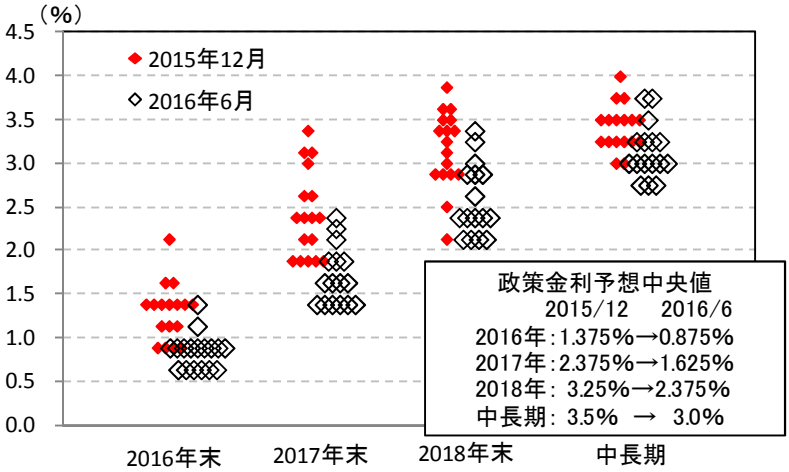
4. 米国金融政策正常化の停滞が、米ドル・円資産の価格高騰リスクを高める

先行きの不確実性が高まったことで景気が下振れしやすくなり、国際金融市場のボラティリティも拡大すると、各国の金融政策は必然的に緩和を余儀なくされる。

イングランド銀行は 2016 年8月の金融政策理事会での利下げは見送ったが、その理由の一つに適正な緩和の規模を見極めることを挙げ、次回8月に何らかの緩和策を取ることを事実上予告した。

米国 FRB の利上げについては、2015 年末までは連邦公開市場委員会（FOMC）参加者の政策金利予想中心値は「年4回の利上げ」であったが、2016 年に入ってからの2度の FOMC で利上げ予想ペースを下方修正した（図表8）。米国の雇用・賃金情勢は堅調な回復ペースを維持しているが、この先も国際金融市場の緊張が高まる局面があることを前提とすると、次の利上げは 2017 年以降にずれ込むだろう。その後の利上げ予想ペースも年間1～2回に留まり、長期金利も上がりにくくなると予想している。この見方に沿えば、先に挙げた④米国 FRB による速すぎる利上げに対する懸念は後退した一方で、米国金利の更なる低下が株や不動産など資産価格高騰を招きやすくなる。欧州における不確実性の高まりで、ポンド・ユーロ建て資産への投資を忌避して、米ドルに向かう資金が増えることも、米国での資産価格高騰を加速させる要因となり得る。ポンド・ユーロ建て資産からの資金逃避が拡大すれば、円建て資産の一部でも同じことが生じる可能性があろう。

図表8　FOMC 参加者の政策金利予想変化



（資料）FRB

5. リーマン・ショックの再来はなくとも、別経路の危機には要注意

今回の国民投票結果の影響でリーマン・ショックと同様の事態を懸念する向きもあるが、リーマン・ショックは、世界中の銀行がリスクの所在を把握できない状態で多額の不良債権を抱える中、ある金融機関の破綻が国境を跨いで他国の金融機関の破綻につながるという「負の連鎖」に対する恐怖が大規模な信用収縮を招き、実体経済にも波及したものであった。それに対して現在は、金融機関のリスクテイクがかなり規制されている上に、欧州債務問題の拡大などを経て、主要先進国の中央銀行が資金を供給し合う通貨スワップ協定や、ユーロ圏では欧州中央銀行が一定の条件付きでユーロ加盟国の国債を無制限に買い入れる制度（OMT）といったセーフティネットも設け

られているため、リーマン・ショックと同じメカニズムで世界的な経済危機につながる懸念は、当時と比べると低下している。

しかし、中央銀行の管理下になく、セーフティネットの対象外であるシャドウ・バンキング部門が依然としてある程度の存在感を維持しているため、この点は要注意点として残る。例えば、ファンドの解約返金要請が増えると、ファンド保有資産の投げ売りが行われて資産価格が下がることは考えられる。7月上旬から始まったイギリスでの不動産関連ファンド解約停止はこの典型的な例である。解約停止自体は過度な価格下落を防ぐ手段であるが、停止期間が長期化すると、ファンドとは無関係の不動産価格が下がり、あるいは他の種類の資産でも同様の事態が発生して広範な資産価格下落が生じ、銀行の資産を毀損して経営状態を危機に晒すというリスクシナリオも考えられる。言い換えれば、この先リーマン・ショックと同じことは起きないとしても、異なる原因と波及経路で悪影響が波及していくリスクは、この先も残るということである。

以上まとめると、今回の国民投票結果が示唆するのは、①「EU とイギリスの関係がどう変化してどのような影響が出るのか」がわからない不確実性の高い状況が長期化する、②それとともに国際金融市場は振れが拡大する局面を度々迎える、③金融政策の正常化は一旦停滞し、それが金融面での歪みを拡大させる、④リーマン・ショックの再来はないとしても、別経路で悪影響が拡散するリスクは残っているーと言ったことになる。

冒頭で述べた通り、イギリスの政治情勢や EU との交渉などによって状況は大きく変わり得るが、概ねこういった問題意識を持って、Brexit 問題の帰趨を見ていくというのが当部のスタンスである。

（経済調査チーム　花田　普：Hanada_Hiroshi2@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。

中国を中心に高まる新興国民間債務リスク

＜要旨＞

新興国では近年、企業債務を中心に民間債務の GDP 比が顕著に上昇している。

特に懸念すべきは中国である。同国の民間債務対 GDP 比は 2015 年末時点で 210%に達し、かつ上昇の勢いも増している。その他、アジアの高・中所得国も増勢が著しい。

新興国の企業部門は、2020 年末までに 2.4 兆ドル規模の債務償還に直面する。その一方で、不良債権拡大懸念などを背景に、銀行部門の貸出態度は厳しさを強めつつあることから、新興国では中期的に企業部門の債務借り換えリスクの上昇が警戒される。

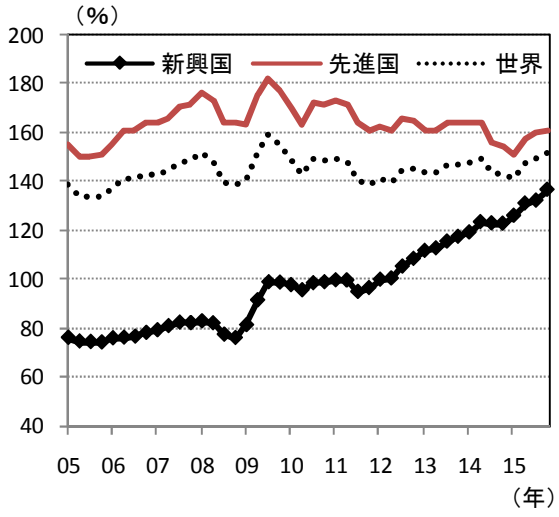
企業部門の過剰債務を起点とする不良債権問題の深刻化、債務調整に伴う長期不況、連鎖的な銀行破綻はかつて日本が辿った道である。歴史が忠実に再現される可能性は必ずしも高いとは言えないものの、新興国の民間債務問題が景気の長期低迷に繋がるリスクには注意したい。

1. 上昇が続く新興国における民間債務対 GDP 比

新興国では近年、民間債務の対 GDP 比が顕著に上昇している。

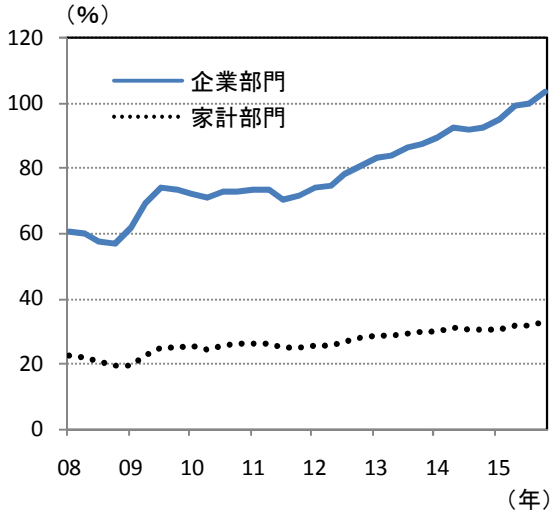
国際決済銀行（BIS）が 2016 年 6 月に公表した与信統計によると、新興 20 カ国・地域における民間非金融部門の債務残高（企業部門と家計部門の合計。以下、「民間債務」という）は 2015 年末時点で約 33 兆ドルであった。その対 GDP 比は、2005 年末時点においては 75%に過ぎなかったが、2015 年末には 137%に上昇し、先進国の水準（161%）に迫っている（図表 1）。

図表 1　民間債務残高対 GDP 比



（資料）BIS

図表 2　新興国の債務者属性別民間債務対 GDP 比



（資料）BIS

なかでも増勢が目立つのは企業債務である。新興国における民間債務対 GDP 比の推移を債務者属性（企業部門・家計部門）別にみると、2008 年末から 2015 年末の間の変化幅は、家計部門では 14%ポイント（19%→33%）と比較的緩やかであるのに対し、企業部門では 47%ポイント（57%→104%）におよぶ（前頁図表 2）。

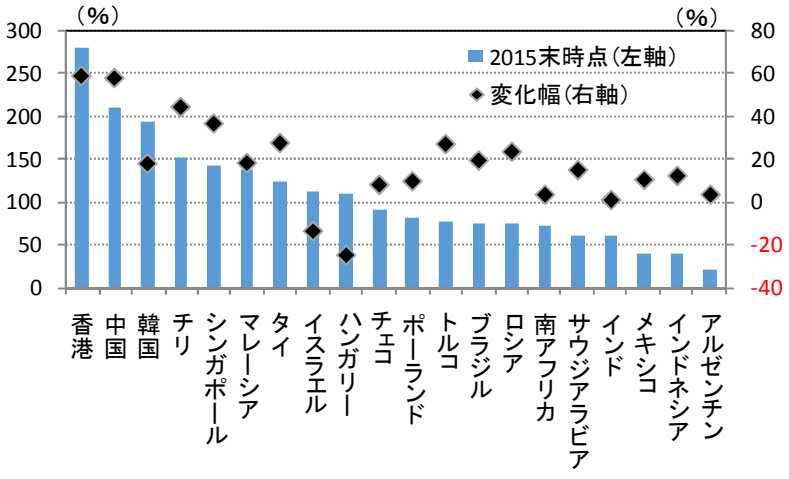
新興国における民間債務の拡大には、世界金融危機後の先進国を中心とするグローバルな金融緩和、それに伴う流動性拡大が「新興国成長神話」と結び付いたことが背景として考えられる。

2. 国別にみた新興国の民間債務

以上は新興国における民間債務の動向について、新興国を一括りにして概観したものであるが、国別にみると状況は様々である。

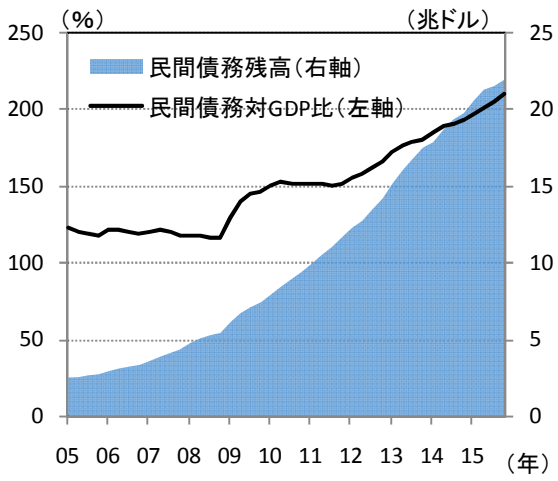
債務の規模で中国は他の新興国を圧倒している。同国の民間債務残高は、2015 年末時点で約 21.9 兆ドルと新興国全体の約 3 分の 2 を占める。経済規模に照らしても、中国の民間債務残高は高水準であり、その対 GDP 比は 2015 年末時点で 210%に達する（図表 3）。同国の民間債務対 GDP 比は近年急激に上昇しており、2010 年末から 2015 年末までの上昇幅は約 60%と香港と並び突出して大きい（図表 3、4）。

図表 3　民間債務対 GDP 比（2015 年）・変化幅（2010 年末～15 年末）



（資料）BIS

図表 4　中国の民間債務残高・対 GDP 比



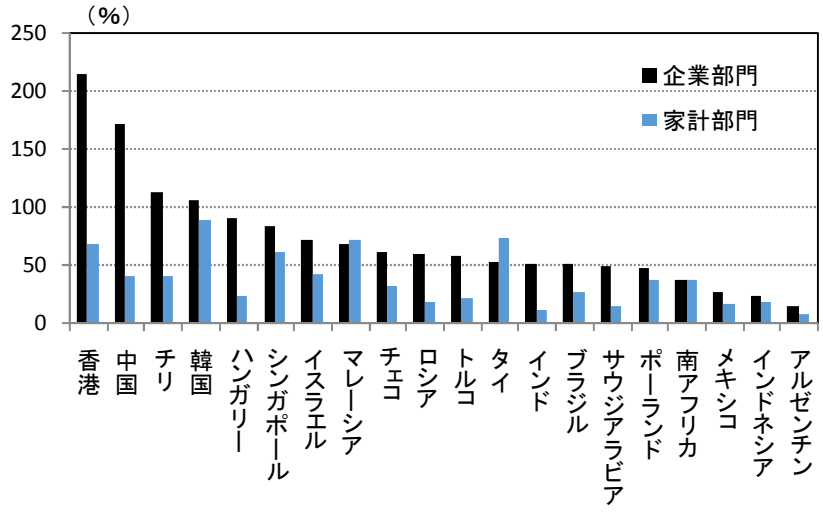
（資料）BIS

新興国のうち民間債務対 GDP 比が中国を上回るのは香港（281%）のみである。世界的なオフショア金融センターという香港がもつ特殊性が影響しているとはいえ、2008 年世界金融危機以降の上昇幅の大きさには留意すべきである。

民間債務対 GDP 比は、中国と香港のほか、韓国、チリ、シンガポール、マレーシア、タイ、イスラエル、ハンガリーで 100%を超えるが、上位は概ねアジアの高・中所得国に占められている。

民間債務対 GDP 比の内訳を債務者属性別にみると、企業債務対 GDP 比は香港、中国、チリ、韓国で 100%を超える。なお、韓国については家計債務対 GDP 比も 90%弱と高い（次頁図表 5）。

図表 5　債務者属性別民間債務残高対 GDP 比（2015 年）

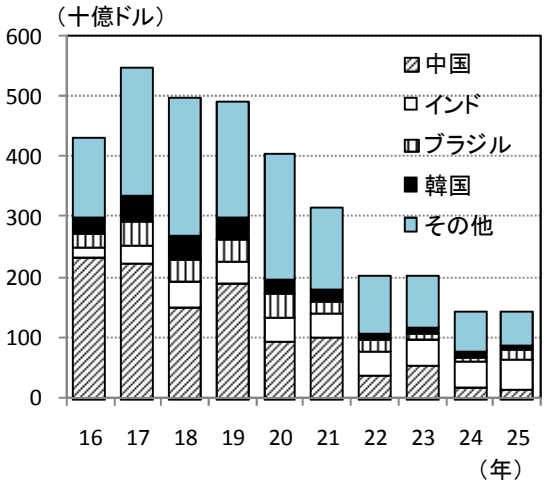


（資料）BIS

3. 高まる債務借り換えリスク

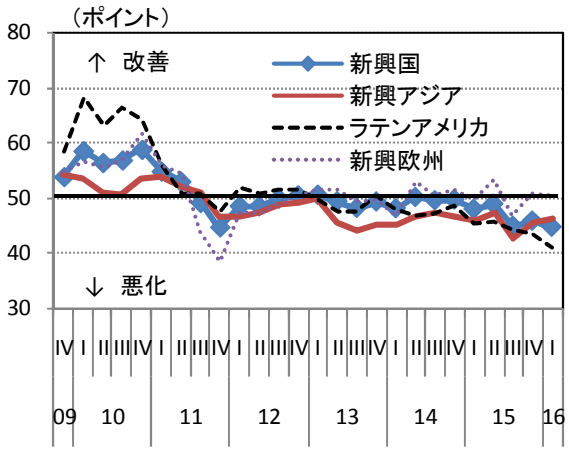
国際金融協会（IIF）によると、新興国の企業部門は、今後 5 年間で約 2.4 兆ドルの債務償還（ローンと債券の合算）に直面する見通しである（図表 6）。これは、リーマン・ショック後に生じた新興国バブルの下で組成されたローンや債券の多くが 2020 年までに返済期限を迎えることを反映したものと推測される。

図表 6　新興国企業部門の債務償還額　（2016 年は 7 月以降）



（資料）IIF

図表 7　新興国貸出態度指数



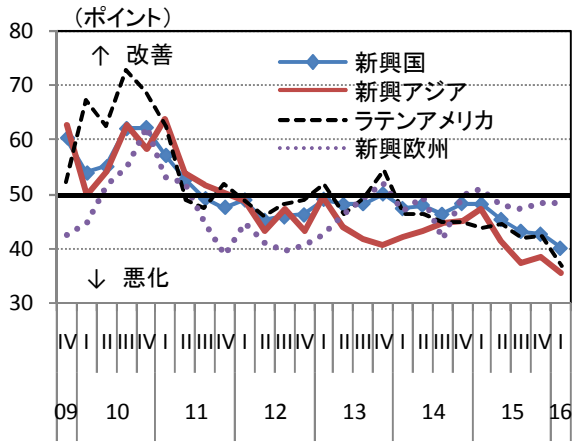
（資料）IIF

そうした中、新興国では銀行部門が貸出態度を厳格化している。IIF による新興国銀行貸出態度指数は、2014 年第 3 四半期以降、改善と悪化の節目となる 50 を一貫して下回る形での悪化が続いており、2016 年第 1 四半期には 44.8 と 2012 年以降で最低となっている（図表 7）。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

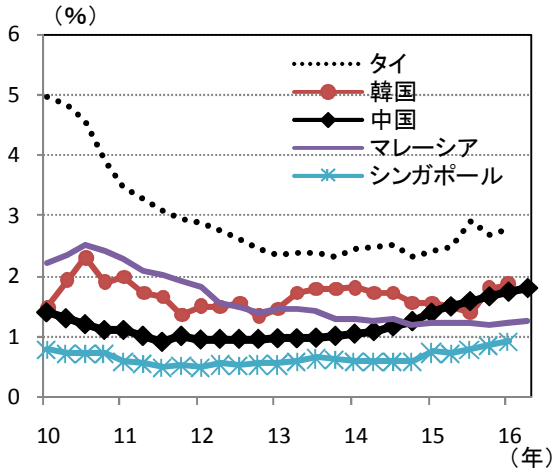
貸出態度指数の悪化には不良債権をめぐる懸念が大きく影響している。貸出態度指数を構成する不良債権指数（不良債権に関する実績および見通しに関する指数）の推移をみると、中国経済の減速懸念が強まった 2015 年以降、特に新興アジアで悪化しており、直近 2016 年第 1 四半期には節目の 50 を大きく下回る 35.6 にまで低下している（図表 8）。実際、銀行不良債権比率は中国や韓国、タイなどにおいて、2015 年以降緩やかながら上昇基調にある（図表 9）。

図表 8　新興国不良債権指数



（資料）IIF

図表 9　アジア主要国の銀行不良債権比率



（資料）Bloomberg

不良債権をめぐる懸念の高まりなどを背景に、資金調達環境が厳しさを増す中、新興国、とりわけ中国を中心とするアジアの企業部門については、債務借り換えリスクの上昇が警戒される。

4. 過剰債務、不良債権、連鎖的な銀行破綻、長期不況

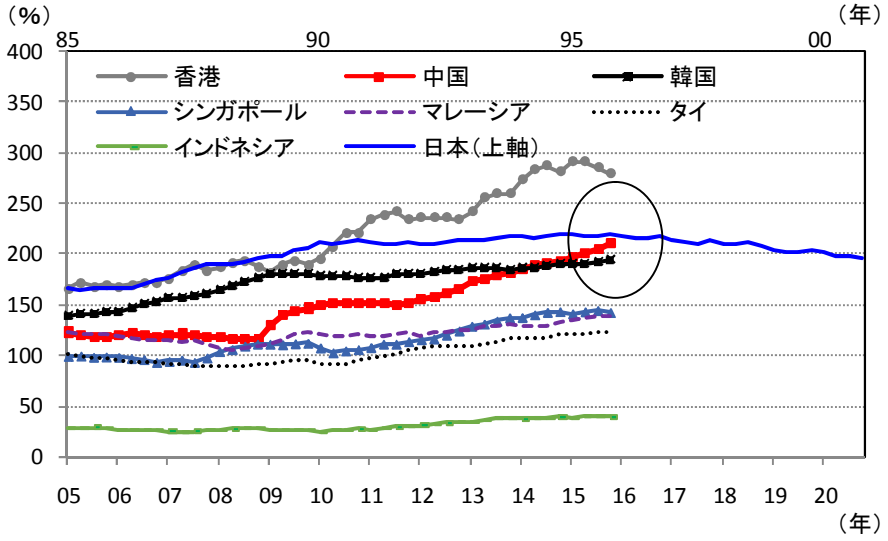
既述のとおり、2015 年末時点における中国の民間債務対 GDP 比は 210%にのぼる。この水準は日本の 1990 年代前半に匹敵する。中国の勢いがこのまま維持された場合、2016 年中にも、日本が 1995 年末に記録したピークである 221%を超える公算である（次頁図表 10）。また、韓国の民間債務対 GDP 比も同時点で 194%に達しており、ピーク時の日本に迫る。

過剰債務問題が不良債権問題に転じ、その後、連鎖的な銀行破綻や長期不況を引き起こしたことは、日本が 20 年前に経験済みである。では、1990 年代の日本で起こったような一連の金融イベントは中国や韓国でも再現されうるのか。当時の日本との間の金融システムの在り方の違い、とりわけ世界金融危機以降に導入された金融規制の強化などを勘案すると、歴史が忠実な形で繰り返すことは想定しにくい。しかしながら、企業部門の債務調整に起因する経済の下振れリスクには十分留意すべきである。

ところで、以上は主に国内要因から新興国民間債務をめぐるリスクをみたものである。ここで英国の EU 離脱をめぐる不確実性の高まりが新興国の民間債務に与えうる影響について簡単にふれておくと、中東欧やラテンアメリカの国々に比べ、アジア新興国は、英系銀行のプレゼンスが大きい香港とシンガポールを重要な例外とすれば、欧州系金融機関からの資金調達依存度は概して

低い。したがって、英 EU 離脱の民間債務に対する影響は、アジアにおいては比較的限定的なものにとどまるものと想定される。

図表 10　民間債務対 GDP 比（日本のみ 20 年先行）



（資料）BIS

5. まとめと今後の見通し

新興国では近年、企業債務を中心に民間債務対 GDP 比が顕著に上昇している。

特に懸念すべきは中国である。同国の民間債務残高は新興国全体の約 3 分の 2 を占め圧倒しているが、経済規模に照らしても高水準であり、しかも近年急速な勢いで拡大している。

中国以外の国についてみると、民間債務対 GDP 比が大きい国には、アジアの高・中所得国が多い。なかでも韓国の民間債務対 GDP 比は 1990 年代における日本の水準に迫る。

新興国の企業部門は、2020 年末までに 2.4 兆ドル規模の債務償還に直面する。一方で、銀行部門の貸出態度は、不良債権拡大に対する懸念の高まりなどを背景に厳しさを強めつつあり、新興国では企業部門の債務借り換えリスクの上昇が警戒される。

企業部門が抱える過剰債務の不良債権化、これに続く連鎖的な銀行破綻、長期不況はかつて日本が辿った道である。歴史が忠実に再現される可能性は必ずしも高いとは言えないものの、中国や韓国の民間債務が過去の日本と照らしても既に高い水準に到達していることを踏まえると、これらの国については債務調整が長期的な景気低迷を引き起こすリスクに注意したい。

さらに、日本の経験に基づくより悪いシナリオとして、不良債権問題が深刻化し、連鎖的な銀行破綻に発展していった場合、金融当局による金融機関救済が選別的なものになり、「システム上重要ではない」と判断された金融機関が破綻を余儀なくされるリスクも想定しておきたい。

（経済調査チーム　村上 和也：Murakami_Kazuya@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。

円高により高まる企業業績悪化リスク

＜要旨＞

2013年初頭より始まった円安局面が2015年後半以降一転して急激な円高が進み、円安によって支えられた企業業績にピークアウトの動きが見られる。

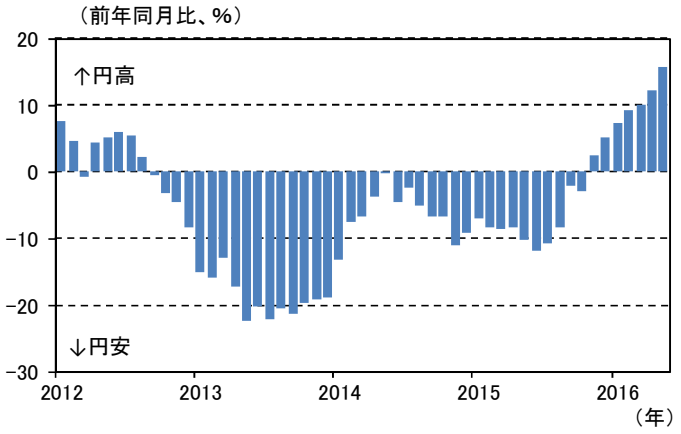
円高の企業業績への影響は加工業種の製造業で大きく、素材業種では交易条件の改善に支えられて相対的に軽微である。しかし、今後は資源価格の底打ちが交易条件の悪化につながる可能性が高い上に、円高による輸出物価の下落幅は加工業種よりも大きく、これが収益を押し下げる要因となる。更に、日銀短観では加工・素材を問わず、円ドルの想定為替レートを足元よりも円安方向に見ており、この先の収益計画は下方修正される可能性が高い。円高の影響が大きくなると、これまで好調な企業業績に支えられてきた国内経済の前向きな循環が弱まることになる。

2013年以降の為替動向を見ると、2013年4月の日本銀行による異次元緩和政策の導入、2014年10月の追加緩和を契機として、円ドルレートは円安方向に大きく進み、2014年の前半を除き、2015年の前半までほぼ一貫して円安基調を保ってきた。

しかし、2015年後半以降、中国経済をはじめとした新興国経済の減速と金融市場への不安、米国の利上げ観測の後退等から円高基調に転換し、2016年6月23日に行われた英国国民投票によるEU離脱支持という結果も一時的な円高の要因となっている。

円の名目実効為替レート[1]で見ても、既に前年同月比で1割以上の円高となっており円安に支えられてきた日本企業の収益に影響していくと見られる（図表1）。そこで本稿では製造業を中心に、円高が企業業績に与える影響を分析する。

図表1　円の名目実効為替レートの推移



（資料）日本銀行『金融経済統計月報』

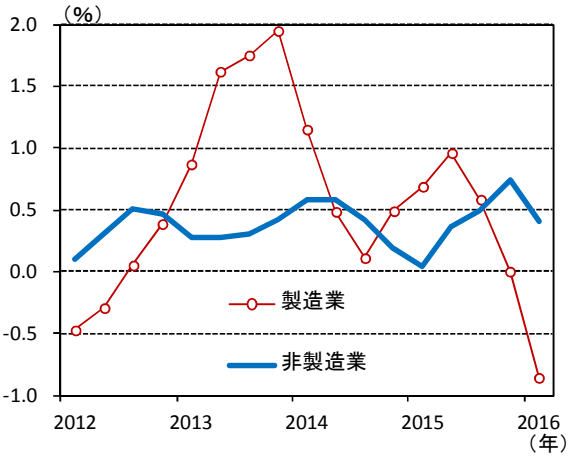
[1] 円と複数の通貨との為替レートを貿易額などに基づきウエイト付けして算出した為替レート。

1. 製造業で顕著な円高の影響

法人企業統計で経常利益の動きを見ると、2016 年 1-3 月期の製造業の経常利益は前年同期比▲20.4%と 2 四半期連続のマイナスで、しかもマイナス幅は非製造業の同▲4.5%を大幅に上回った。売上高経常利益率で見てもほぼ同様で、足元の企業業績は製造業が非製造業よりも速いペースで悪化している(図表 2)。図表 2 の動きを、前掲図表 1 と比較すると、名目実効為替レートが大きく円安に振れた 2012 年後半から 2014 年の初頭にかけて、製造業の売上高経常利益率の伸びは非製造業を大きく上回り、円高が進行している足元では逆に下回っている。このことは、円の名目実効為替レートの変動が国内製造業の収益を大きく左右していることを示唆している。

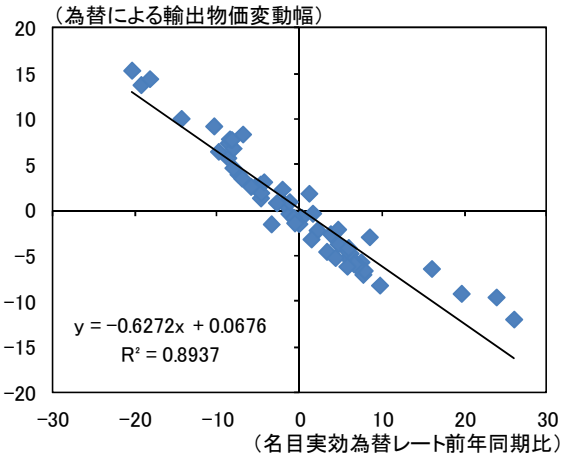
また、別の観点から円高の影響を見たのが図表 3 である。ここでは製造業の過去 5 年間の契約通貨建と円貨建の輸出物価指数の前年同期比伸び率の差と、円の名目実効為替レートの前年同期比の関係を見たものである。これをみると円高で名目実効為替レートが 1%上昇した時に輸出物価は▲0.63%下落する関係にあり、円高による輸出価格低下が、製造業の利益率低下の背景にある。

図表 2　業種別売上高経常利益率の推移



(資料) 財務省『法人企業統計』

図表 3 輸出物価指数と円の名目実効為替レートの関係



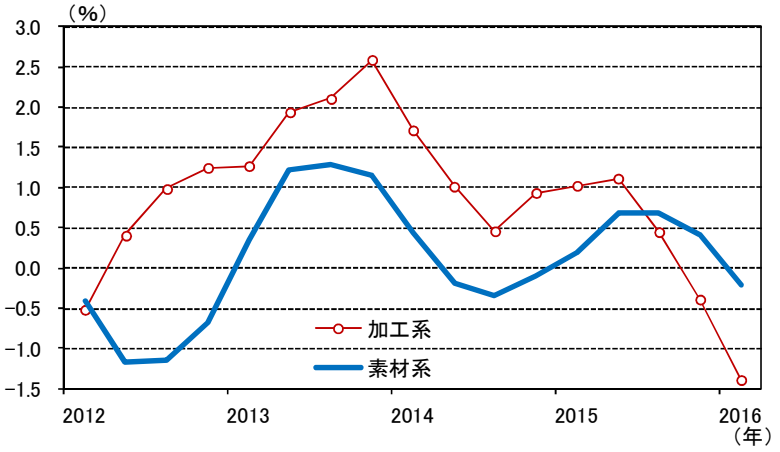
(資料) 日本銀行『企業物価指数』、
経済産業研究所『世界 18 カ国の産業別名目・実質実効為替レート』

2. 素材・加工業種別で見た円高が与える影響

製造業の売上高経常利益率の動きを素材・加工業種別に見ると、円高時には加工業種での下落が顕著である(次頁図表 4)。加工業種は売上高に占める輸出割合が高いために為替変動による円建売上高への影響が大きく、製造業の経常利益の 7 割程度を加工業種が占めている。そのため、足元では円高が製造業全体の利益率を大きく押し下げ要因となる(次頁図表 5)。

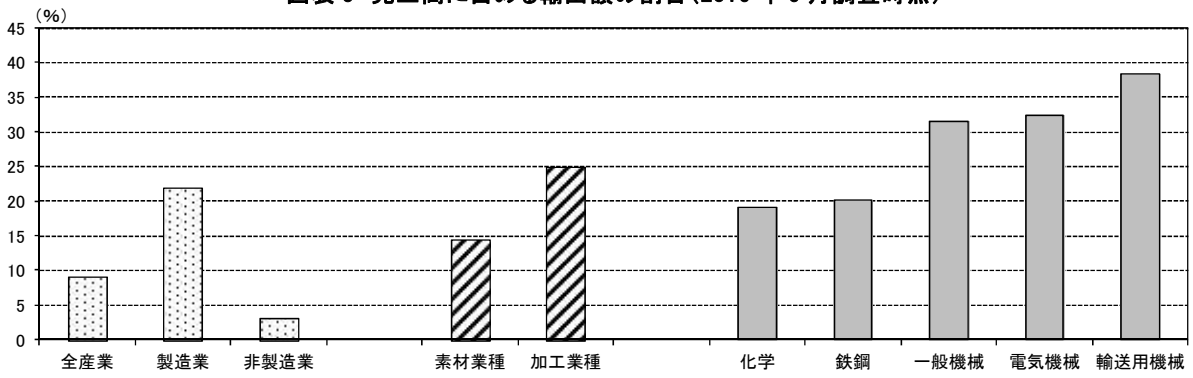
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

図表 4 素材・加工業種別売上高経常利益率の推移



（資料）財務省『法人企業統計』

図表 5 売上高に占める輸出額の割合（2016 年 6 月調査時点）



（資料）日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

しかし、足元における輸出物価の前年同期比下落幅は、加工業種よりも素材業種の方が大きい。製造業の中でも代表的な5業種の輸出物価を見ると、素材業種である化学・鉄鋼は加工業種と比べると円高の影響を受ける前の契約通貨建で大幅に下落している。（図表 6）。

図表 6 業種別輸出物価指数

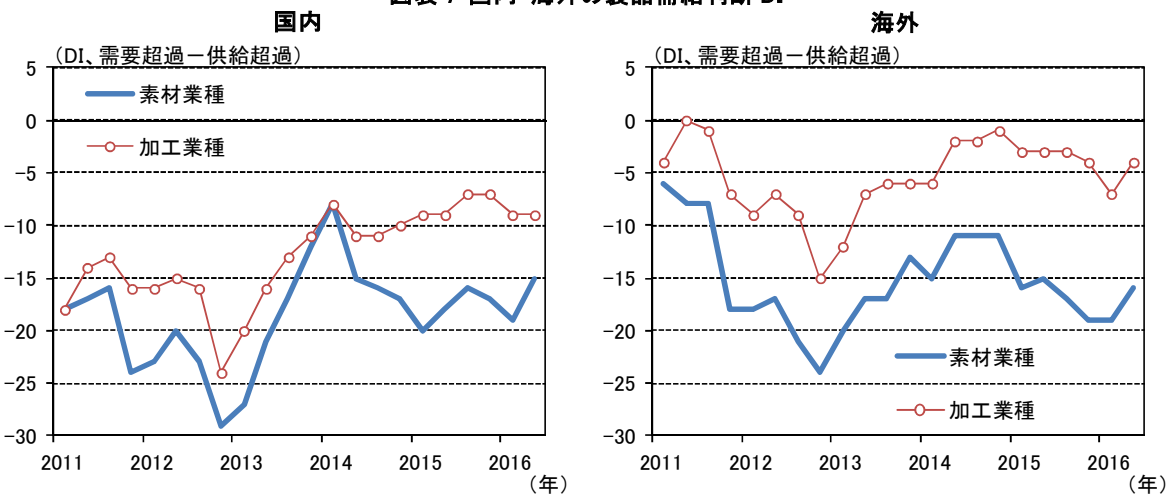
（前年同期比、%）

			2015:1	2015:2	2015:3	2015:4	2016:1	2016:2
製造業	輸出物価指数	円建	2.7	4.8	2.5	▲ 4.7	▲ 8.0	▲ 11.8
		契約通貨建	▲ 5.1	▲ 4.5	▲ 5.9	▲ 6.6	▲ 5.1	▲ 4.4
	国内企業物価指数		▲ 2.8	▲ 2.3	▲ 3.2	▲ 3.3	▲ 2.9	▲ 3.7
化学	輸出物価指数	円建	▲ 5.1	2.2	▲ 3.9	▲ 12.7	▲ 11.3	▲ 17.0
		契約通貨建	▲ 13.8	▲ 9.0	▲ 13.7	▲ 15.1	▲ 8.5	▲ 9.0
	国内企業物価指数		▲ 7.6	▲ 6.1	▲ 7.9	▲ 8.3	▲ 5.4	▲ 8.5
鉄鋼	輸出物価指数	円建	3.5	2.3	▲ 4.6	▲ 13.9	▲ 17.1	▲ 16.1
		契約通貨建	▲ 7.9	▲ 10.4	▲ 15.9	▲ 17.6	▲ 14.6	▲ 8.0
	国内企業物価指数		▲ 2.2	▲ 3.6	▲ 4.4	▲ 6.4	▲ 7.1	▲ 6.7
一般機械	輸出物価指数	円建	3.8	5.5	5.5	0.9	▲ 2.2	▲ 5.2
		契約通貨建	▲ 0.5	0.1	0.5	0.0	▲ 0.3	▲ 0.2
	国内企業物価指数		0.8	1.0	0.3	0.6	0.0	0.3
電気機械	輸出物価指数	円建	5.5	7.8	7.2	▲ 1.2	▲ 6.8	▲ 12.0
		契約通貨建	▲ 2.3	▲ 1.7	▲ 1.8	▲ 3.7	▲ 4.5	▲ 5.3
	国内企業物価指数		▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 1.6
輸送用機械	輸出物価指数	円建	6.8	8.0	7.4	0.2	▲ 3.8	▲ 9.0
		契約通貨建	▲ 1.0	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 1.3	▲ 0.5	▲ 0.5
	国内企業物価指数		0.0	0.3	0.5	0.6	0.3	▲ 0.5

（資料）日本銀行『企業物価指数』

この背景には、原材料である資源価格の下落が国内の販売価格を低下させていることの他、鉄鋼をはじめとして、中国を含めた海外の供給過剰による国際的な需給バランスの悪化が国内物価へ波及している影響があると見られる。実際に日銀短観を見ると、国内・海外ともに素材業種は加工業種よりも供給超過の度合いが強いことが分かる(図表 7)。

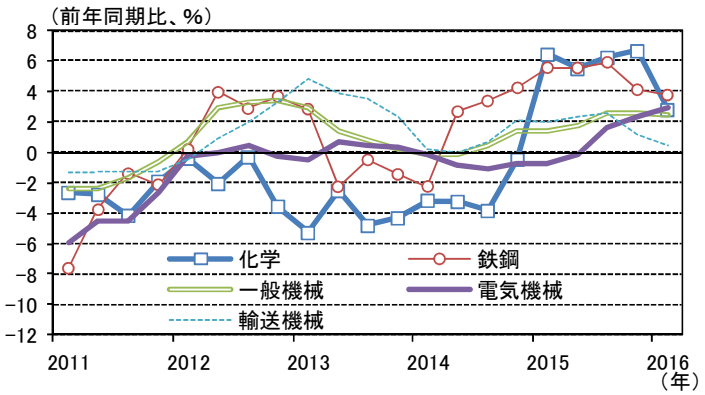
図表 7 国内・海外の製品需給判断 DI



(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

それにも関らず、素材業種の経常利益が加工業種に比べて堅調なのは、販売価格の低下よりも原材料価格の低下幅の方が大きいことにより、交易条件が改善されたためである(図表 8)。しかし資源価格が底を打った現在、これ以上の交易条件改善は見込めず、むしろこの先は悪化する可能性が高い。実際に代表的な素材業種である化学・鉄鋼の交易条件も足元では減速が見られる。

図表 8 交易条件の推移



(資料)日本銀行『製造業部門別投入・産出物価指数』

3. 円高長期化を前提とした企業収益見通し

原材料価格が上昇しても販売価格を引き上げられれば収益に悪影響は出ないが、素材業種は需給バランスの悪化で価格転嫁力が弱い。前掲図表3で見た円の名目実効為替レート変化と輸出価格変化率の関係を業種別に見ると、円高による輸出価格下落の影響は、鉄鋼・化学といった素材業種では製造業平均よりも大きくなっている(図表9)。

鉄鋼では2015年以降、損益分岐点比率[2]の上昇が顕著で、円高による売上高下落で収益が下振れしやすくなっている(図表10)。更に、すべての業種で円ドルの想定為替レートを現在の水準よりも円安方向にみていることから、円ドル為替レートがこの先円安に振れない限り、現時点でも前年比マイナスとなっている経常利益計画は、更に下振れする可能性が高い(図表11)。

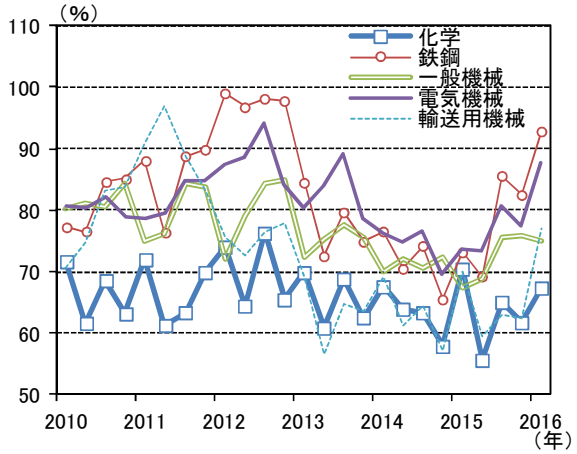
図表9 円の名目実効為替レートが1%上昇した時の輸出価格変動幅

(%ポイント)

製造業		▲0.63
	化学	▲0.67
	鉄鋼	▲0.75
	一般機械	▲0.43
	電気機械	▲0.56
	輸送用機械	▲0.73

(資料)日本銀行『企業物価指数』、
経済産業研究所『世界18カ国の産業別名目・実質実効為替レート』

図表10 損益分岐点比率の推移



(資料)財務省『法人企業統計』

図表11 2016年度円ドル想定為替レートと経常利益計画

		想定為替レート (円／ドル)	経常利益年度計画 (前年同期比、%)
製造業		111.57	▲ 9.3
	化学	113.34	▲ 3.7
	鉄鋼	112.44	▲ 28.5
	一般機械	111.98	▲ 5.4
	電気機械	112.21	▲ 13.5
	輸送用機械	109.44	▲ 22.1

(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

[2] 損益分岐点売上高=固定費÷(1－変動費÷固定費)として、損益分岐点比率=100×損益分岐点売上高÷売上高により算出。なお固定費は減価償却費、人件費、支払利息等の合計、変動費は売上高－経常利益－固定費で算出。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

4. まとめと今後の展望

2013 年以降の好調な企業業績は、日本銀行の異次元緩和政策の導入を契機とした円安に支えられた面が大きい。多くの企業が過去最高益を記録した中でも、外的要因に左右される環境には変化はなく、今後さらに円高基調が続くと企業の業績悪化は避けられないであろう。

円高のマイナスの影響が大きくなるとこれまでの企業業績に支えられた国内経済の前向きな循環が弱まる。企業の設備投資行動へのブレーキ、好業績に支えられた労働需要の減退等企業サイドを起点とした減速の動きが見られるようになれば、国内景気の悪化・停滞感が広まる恐れがある。

（経済調査チーム　加藤　秀忠：Kato_Hidetada@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。

グローバル金利の連動性と米長期金利低下

＜要旨＞

米国経済の強さから緩やかな金利上昇を見込む予想は大きく外れ、英国の欧州連合（EU）離脱の決定前より米国長期金利の低下が進んだ。金利低下には、米連邦準備理事会（FRB）による年内利上げ期待の後退と、日欧含む世界的な金利低下の影響が大きく働いている。金融危機以降、国債市場に占める海外投資家のシェアは上昇しており、各国間の長期金利の連動性の高まりも、米国長期金利の低下に拍車をかけている。

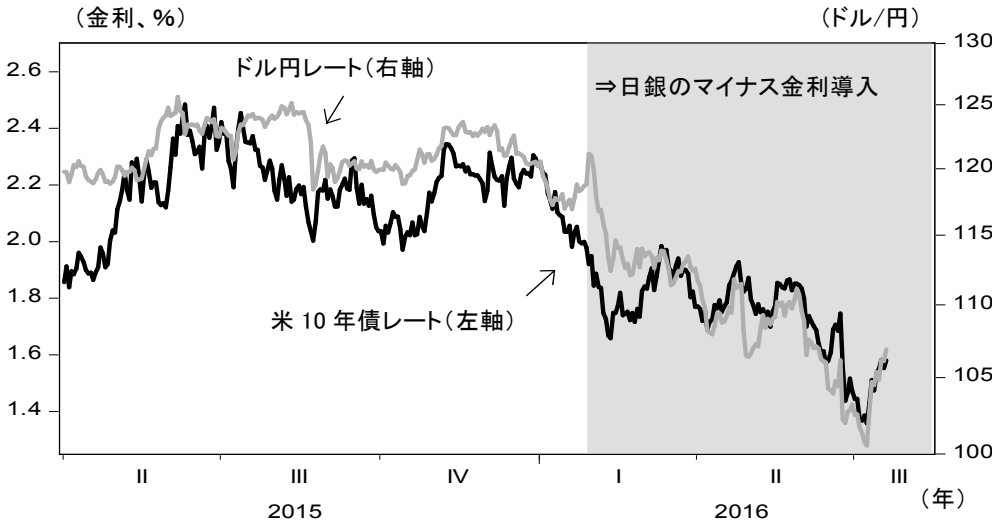
英国のEU離脱は、欧州金融緩和の拡大から各国長期金利を下押しやすく、中期的な成長鈍化は、米国利上げ終点水準の低下から米国長期金利の上限を抑える。従って、米10年債レートは年内1回の利上げが織り込まれる1.7%前後までは戻る可能性はあるが、均せば1.4%から1.7%の横ばい圏内を推移しよう。ただし、各国金利の連動性が高まっていることから、レンジ内の上下の金利変化幅も大きくなり易い点には留意したい。

1．米長期金利の低下とドル円レート

米国経済の堅調さを反映し長期金利が緩やかに上昇していくとの予想は大きく外れ、米10年債レートは、金融危機後の最低水準1.388%を一時下回った。長期金利低下は、英国による欧州連合（EU）離脱の国民投票前から進んでいることから、英国離脱の影響ばかりではない。

米長期金利の水準が重要なのは、為替レートとも密接に関連していることがある。過去1年間、米10年債レートとドル円レートは概ね一致して推移しており、政策期待や経済実勢が織り込まれる米長期金利を予測することは、ドル円レートを予想することに他ならない（図表1）。また、政策的観点では、マイナス金利導入を含む世界的な金融緩和により米長期金利が押し下げられたなら、円高是正を企図した日本銀行によるマイナス金利導入は、むしろ逆効果であったことにもなる。

図表1　米10年債レートとドル円レート

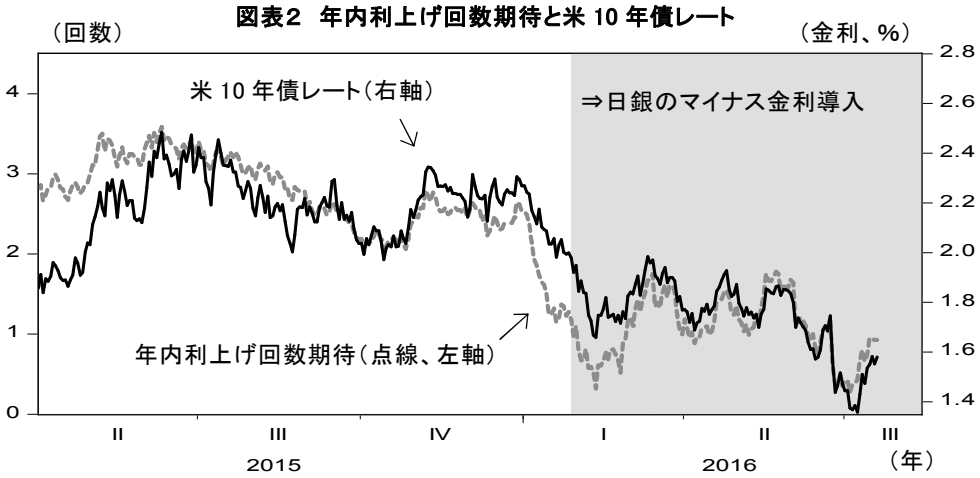


（資料）Bloomberg他より三井住友信託銀行調査部作成

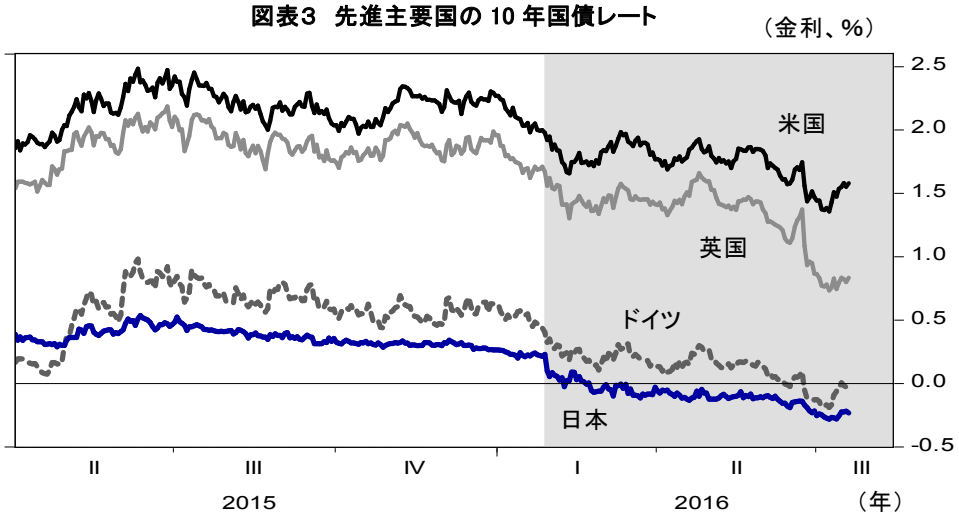
年初からの米長期金利低下は、直接にはFRBによる年内利上げ期待の後退を反映している。市場で観察される先物レートから試算される年内の期待利上げ回数と、米 10 年債レートの推移を比べると、利上げ回数が2回から1回に、1回からゼロ回（据え置き）へと期待が後退するにつれ、米 10 年債レートも 2.0%から 1.7%、1.7%から 1.4%へと水準レンジが低下している（図表2）。

かかる米国金融政策の期待変化に加え、日欧では長期金利がマイナス領域にまで下がるなど、グローバルでみた各国長期金利も低下しており、相対的に利回りの高い米国債への需要を高め、米長期金利を押し下げる力として働いている（図表3）。

図表2　年内利上げ回数期待と米 10 年債レート



図表3　先進主要国の 10 年国債レート



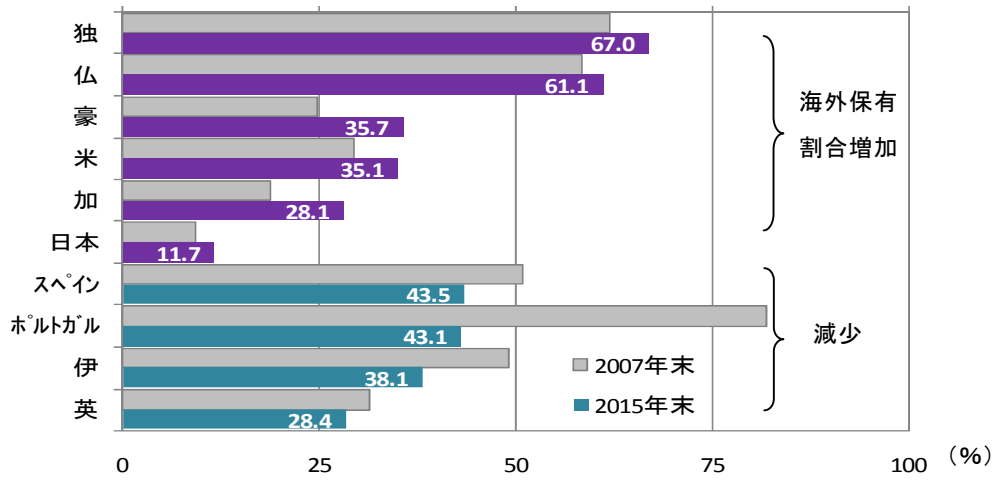
（資料）図表 2・3 とも Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

2. 金融危機後の各国国債保有構造の変化

世界的に長期金利が低下することと並行して、米国を含む先進各国の国債市場の構造変化も金利低下の伝播に拍車をかけている。市場の規模や流動性に優れ相対的に安全である米独の国債市場では、2008 年の金融危機以降、海外投資家とりわけ機関投資家の国債保有割合が増加している。海外投資家の存在感の高まりは、かかる投資家の利回り追求の姿勢を通じて国債需給に大きな影響を及ぼし、各国長期金利の間で裁定が働き易い。

国債市場に占める海外保有割合の変化を、2007 年末から 2015 年末で比べると、先進国間の国債市場のグローバル化という点で、金融危機以降、市場の二極化が進行している(図表4)。独仏や米国、豪州とカナダでは、海外投資家の保有割合が顕著に増えているのに対し、イタリアやスペインなど欧州周縁国では保有割合が減少している。海外投資家のウエイトが高い市場は、海外投資家需要が高いことの裏返しでもあり、各国間の金利裁定や連動性が高まることになる。日本でも海外投資家の保有割合は 1 割に過ぎないものの、過去に比べれば増加している。

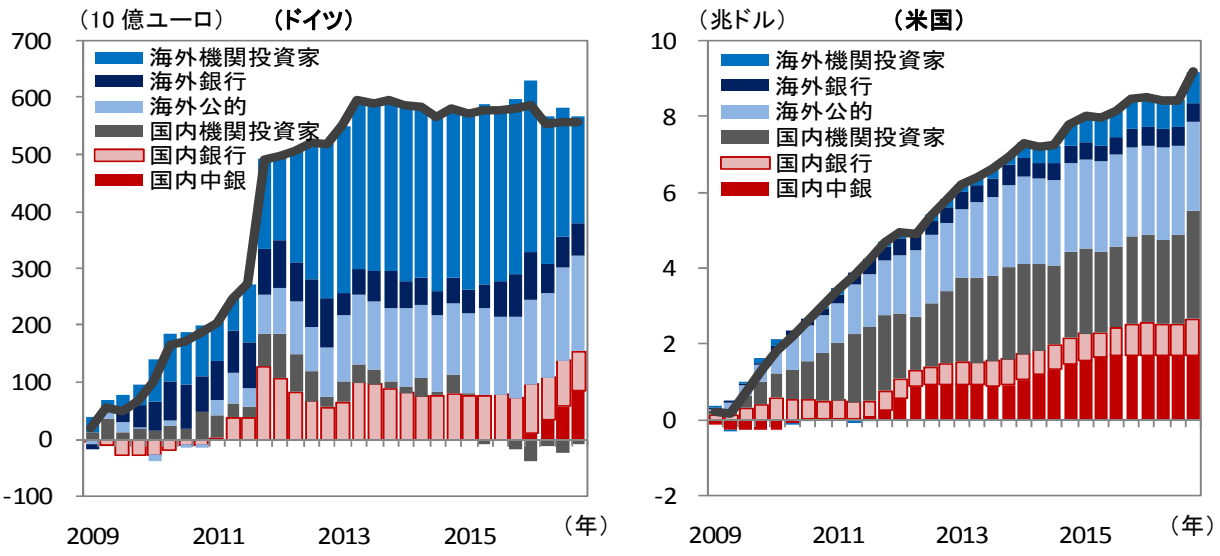
図表4　各国国債に占める海外部門の保有割合の変化



(資料)国際通貨基金(IMF)データベースから三井住友信託銀行調査部作成

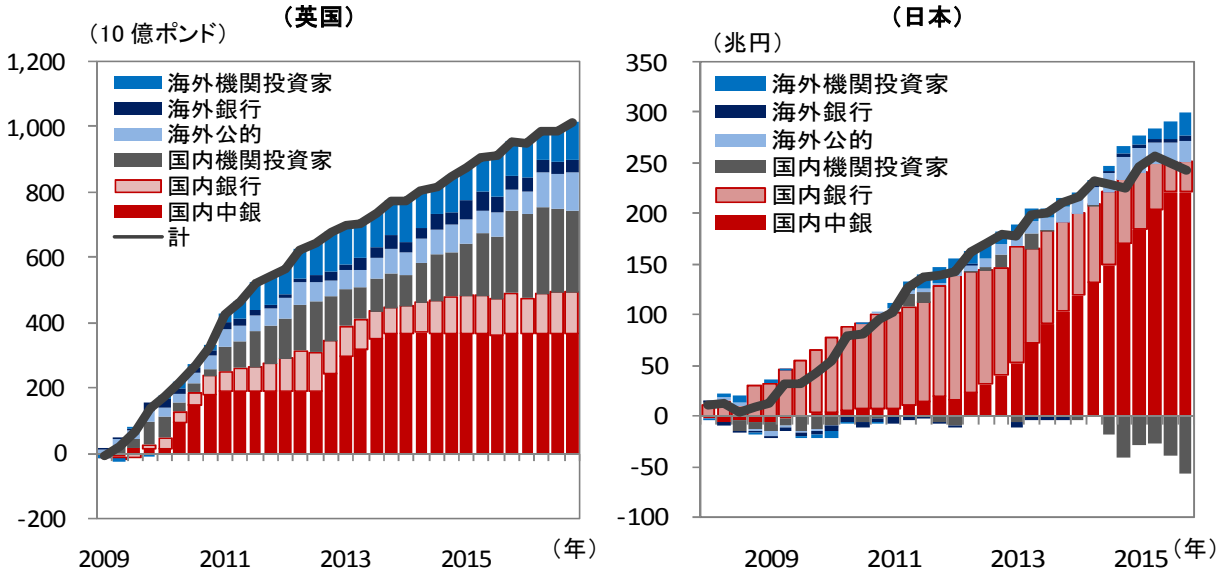
国債市場の構造変化は、ストックでみた構成割合の変化ばかりでなく、2007 年以降の各部門の純購入額を積み上げた累積売買金額の推移からも伺える(図表5)。ドイツ国債はもともと海外投資家の保有割合は高いが、海外の機関投資家と銀行による純購入額の増加が著しい。米国債については、その市場規模ゆえ海外からの購入金額の伸びは目立たないものの、海外機関投資家の純購入金額が増えている。増加ペースを米独で比較すると、ちょうど海外機関投資家によるドイツ国債の購入ペース鈍化と入れ替わる形で着実に伸びている。

図表5　2007 年末以降の各国国債の純購入額の累積推移



(資料)国際通貨基金(IMF)データベースから三井住友信託銀行調査部作成

図表5 2007年末以降の各国国債の純購入額の累積推移（続き）



（資料）国際通貨基金（IMF）データベースから三井住友信託銀行調査部作成

英国についても、データで取り上げた2015年末までは米国と似た傾向が読み取れる（図表5）。欧米と比べてやや特異なのは日本のケースであり、日本銀行による量的緩和の導入以降、日本銀行（国内中銀）による国債保有が著しいペースで増える一方、国内銀行による日本国債の購入は鈍化し、2015年中には国内機関投資家が売り越しに転じた。この間も海外機関投資家の純購入は増え、結果として海外からの日本国債の保有割合が増加することとなった。

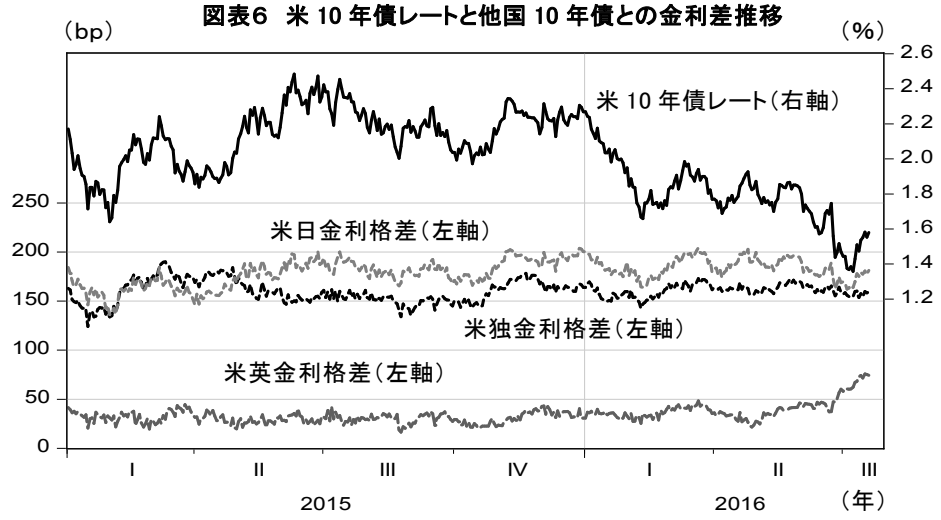
各国ごとに相違はあるものの、海外投資家の保有が増えている市場では、国内要因のみならず海外要因、とりわけ利回り格差の拡大などのグローバルな投資環境変化が各国長期金利に及ぼす影響が、過去に比べて増していることが推測される。

3．グローバルで見た米長期金利の連動性

海外投資家の投資行動を通じた内外長期金利の連動性は、日次ベースの各国長期金利の変動にも表れている。内外金利に連動性がある状況では、例えば、前日に米独間で10年債レート格差が拡大したときには、利回りの高い米国債に買いが入ることで、翌日の米国債レートは前日に比べて低下しやすい。この結果、内外金利格差はある一定水準まわりを推移する傾向が観察されることになる。こうした内外金利の裁定や連動性の高まりは、その反応速度や変化の程度が過去に比べて大きい特徴として表れよう。

実際に、2015年以降の米10年債レートと独英日それぞれとの金利差の推移を見ると、米10年債レートが2%半ばから1%半ばに大きく低下するなかで、米10年債レートと各国10年債レートの金利差はほぼ一定の水準まわりを推移していたことが確認できる（次頁図表6）。

図表6 米10年債レートと他国10年債との金利差推移



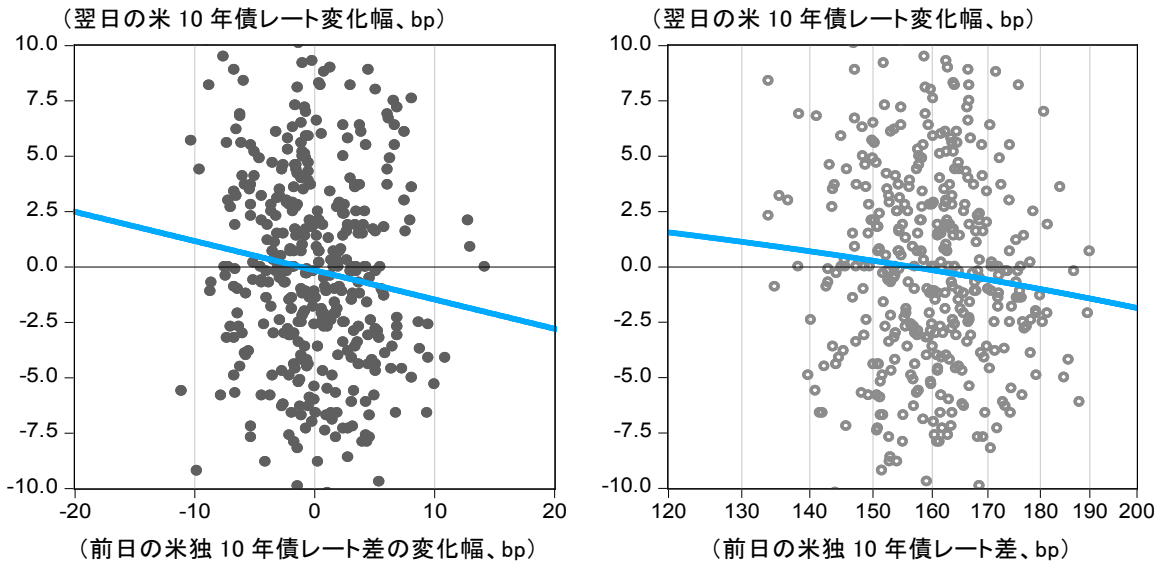
(資料)Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

また、前日の金利差や金利差変化がその翌日の米10年債レートの変化にどう反映されるかを2015年以降のデータで見ると、日次ベースのためバラツキは大きいものの、米独金利差の拡大縮小は米10年債レートの低下上昇をもたらし易い。

前日の米独金利差変化(図表7左、横軸)と米10年債レートの日次変化(図表7左、縦軸)の散布図より、両者の統計的な関係を示す回帰線に着目すると、傾きは右下がりであり、金利差拡大は米10年債レートを低下させる。図表7右図からは、前日の米独金利差が150bp(1.5%ポイント)を超える状況では、金利差がこれよりも小さい場合に比べて米10年債レートは低下し易い。

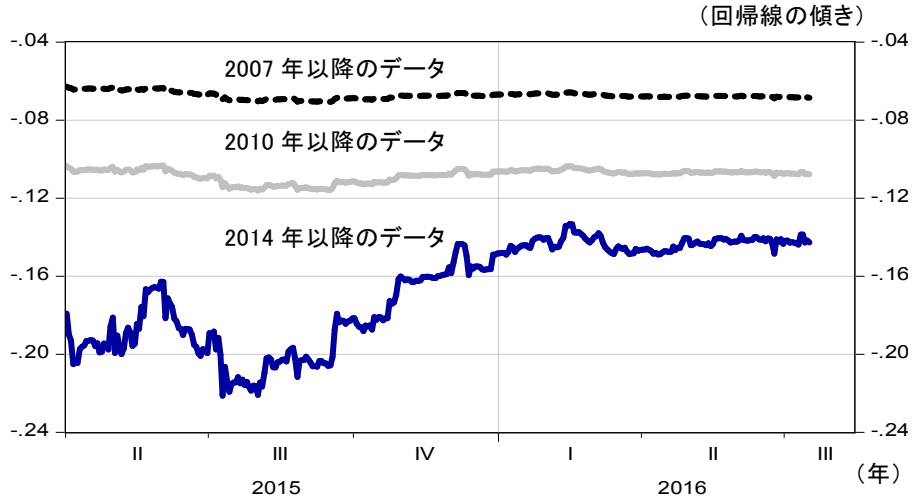
図表7が示す回帰線の傾きが急になれば、前日の金利差拡大が直接、米10年債レートの低下をもたらす影響や効果が大きいことになる。この傾きの推移を、計測のもととなる日次データサンプル期間を手前に減らし、2007年以降のデータ、2010年以降のデータ、2014年以降のデータの3つで比べると、時系列でみたマイナスの傾きの大きさは最近のデータになるほど上昇しており、連動性が高まっていることを示している(次頁図表8)

図表7 日次ベースの米独金利差(前日)と米10年債レート変化(翌日)



(資料)Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

図表8 米10年債レート日次変化幅の傾きの時系列推移



（注・資料）図表7左の回帰線の傾きの逐次推計。三井住友信託銀行調査部作成

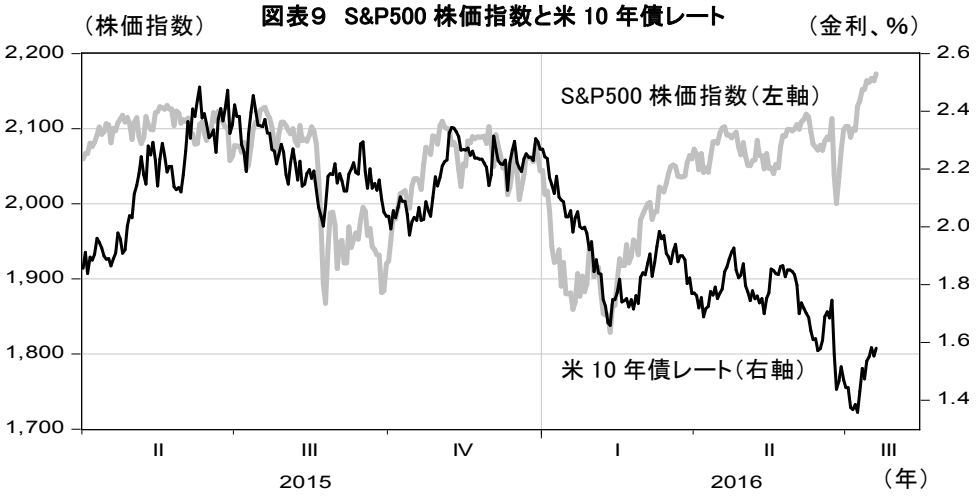
2014年以降のデータを用いた金利日次変化の傾きは、2016年以降、概ね0.15前後で安定している。この数字を金利予想の変化として解釈すれば、前日に米独金利差が例えば10bp（0.1%ポイント）拡大すると、米10年債レートは翌日、1.5bp低下する傾向が予想できる。なお、こうした金利連動性を反映した傾向は、米独間ばかりでなく、日米や英米間でも同様の結果が得られた。

4. 英国のEU離脱が米10年債レートに及ぼす影響

昨今の国債市場の特徴と米10年債レートの振る舞いを踏まえると、英国によるEU離脱が米10年債レート水準に及ぼす影響は、どのように整理できるだろうか。米国の株式市場では、英国離脱に伴うリスク回避的な流れが一旦収まり、離脱前の水準を超えて株価水準は戻っており、米10年債レートとの乖離が拡大する状況となっている（図表9）。

英国離脱による金融市場の悪化が一旦おさまり、経済指標の堅調さが続く米国経済もこのまま2%半ばの成長ペースを維持する前提では、年内1回程度の利上げが織り込まれるに従い、米10年債レートも1.7%前後まで戻る可能性は十分に考えられる。

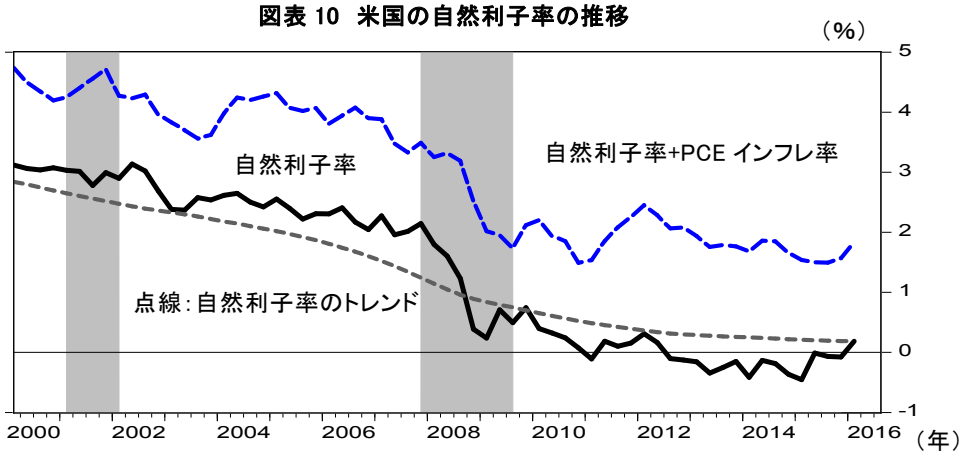
図表9 S&P500株価指数と米10年債レート



（資料）Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

但し、英国のEU離脱は、短期的には英国やユーロ圏の更なる金融緩和により欧州金利の低下が進むことで、各国間の長期金利の連動性から米国長期金利の低下圧力が働くことになる。中期的に見れば、世界経済全体の成長期待の低下が米国企業の設備投資行動にマイナスの影響を及ぼすことになれば、米国自身の労働生産性と成長ペースの鈍化から、金融緩和終了後のフェデラル・ファンド(FF)レートの終点水準も低下する。2%程度の成長ペースのもとで米国の中期的な需要と供給を均衡させる実質均衡金利(自然利子率)は現在ゼロ近傍にあり、これに2%前後のインフレ率を加えた名目均衡金利は2%強となる(図表 10)。これが、FFレートの終点水準の目安であるなら、2%程度の水準が長期金利の上限となり、これを超える上昇を抑えることになろう。

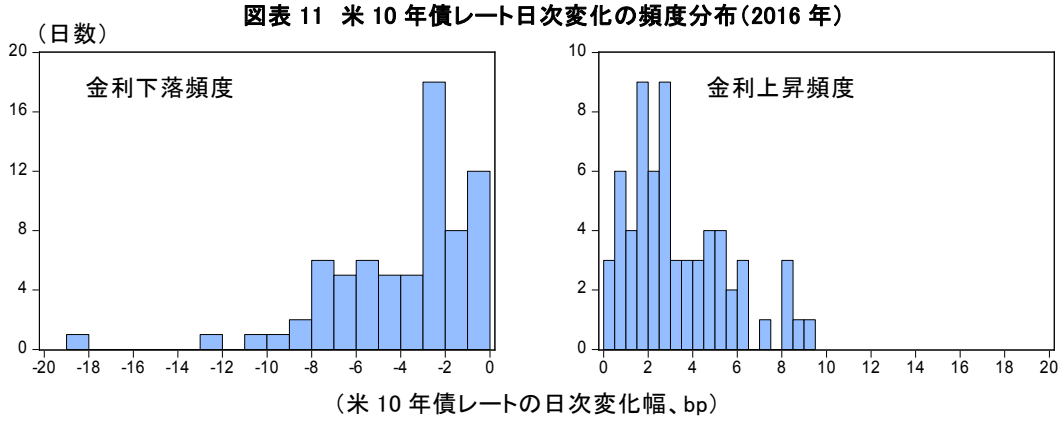
図表 10　米国の自然利子率の推移



(注・資料)網掛けは景気後退期。サンフランシスコ連銀データから三井住友信託銀行調査部作成

かくして、米国長期金利は当面、1.4%～1.7%のレンジで横ばい圏内を推移する可能性が高い。但し、レンジ内で横ばいという見方は、金利が全く動かないということではない。2016 年中の日ベースの米 10 年債レートの変化幅の分布は、下方に偏っているものの、金利上昇方向にも厚みがあり、日次ベース 5～10bp(0.05～0.1%ポイント)の上昇頻度は少なくない(図表 11)。金利連動性の高まりは、海外要因からレンジ内の金利変化幅を大きくし易いことには留意を要しよう。

図表 11　米 10 年債レート日次変化の頻度分布(2016 年)



(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。