

# 欧米長期金利の二極化はいつまで続くか

## <要旨>

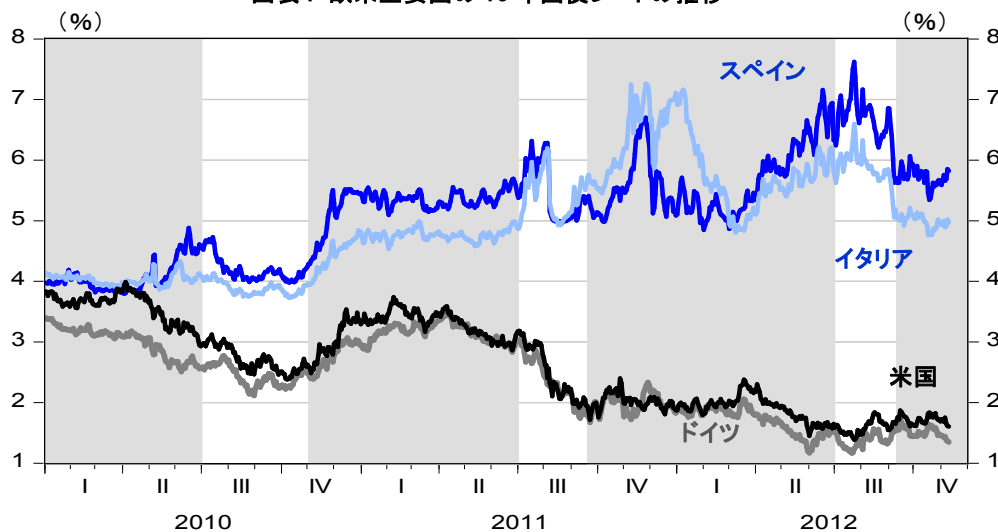
過去3年間で顕著となった欧米長期金利の二極化は一方で、米国債などより安全な国債金利のファンダメンタルズからの乖離をもたらしている。こうした乖離は、先進国経済のマクロ経済環境が好転し正常化の過程で再び収束するとの見方ができる。しかしながら現時点ではスペイン、イタリアといった南欧諸国のマクロ経済環境は半年前から見ても悪化しており、正常化への道程が見通せる状況では全くない。かかる環境を米国債レートに引きつけてみれば、財政の崖に伴う不確実性が残るなか、その不確実性が払拭されると期待される来年春ごろまでは、米長期金利水準には下押し圧力がかかろう。

## 1. 二極化する欧米長期金利

過去3年間で世界の金融市場で生じた大きな変化のひとつは、欧米長期金利の二極化が鮮明になったことにある。リーマン・ショックに続く世界的な景気後退から回復した2010年初頭には、欧米長期金利はいずれも3～4%の水準で収斂していた。そこから3年を経た2012年11月時点の長期金利水準は、2%を下回る米独の10年債レートと、南欧諸国のうち例えば5%を超えるイタリアの10年債レートや6%近辺にあるスペインの10年債レート水準とに分かれ、両者の金利差は3%～4%ポイントにまで拡大している(図表1)。

こうした顕著な乖離は、視点を換えれば、経済政治構造がある程度共通する欧米先進国間で経済ファンダメンタルズが元に戻れば、金利水準はその正常化の過程で再び収束するという見方もできる。そのタイミングは、現在のマクロ環境からすると近いうちに訪れるのだろうか。

図表1 欧米主要国の10年国債レートの推移



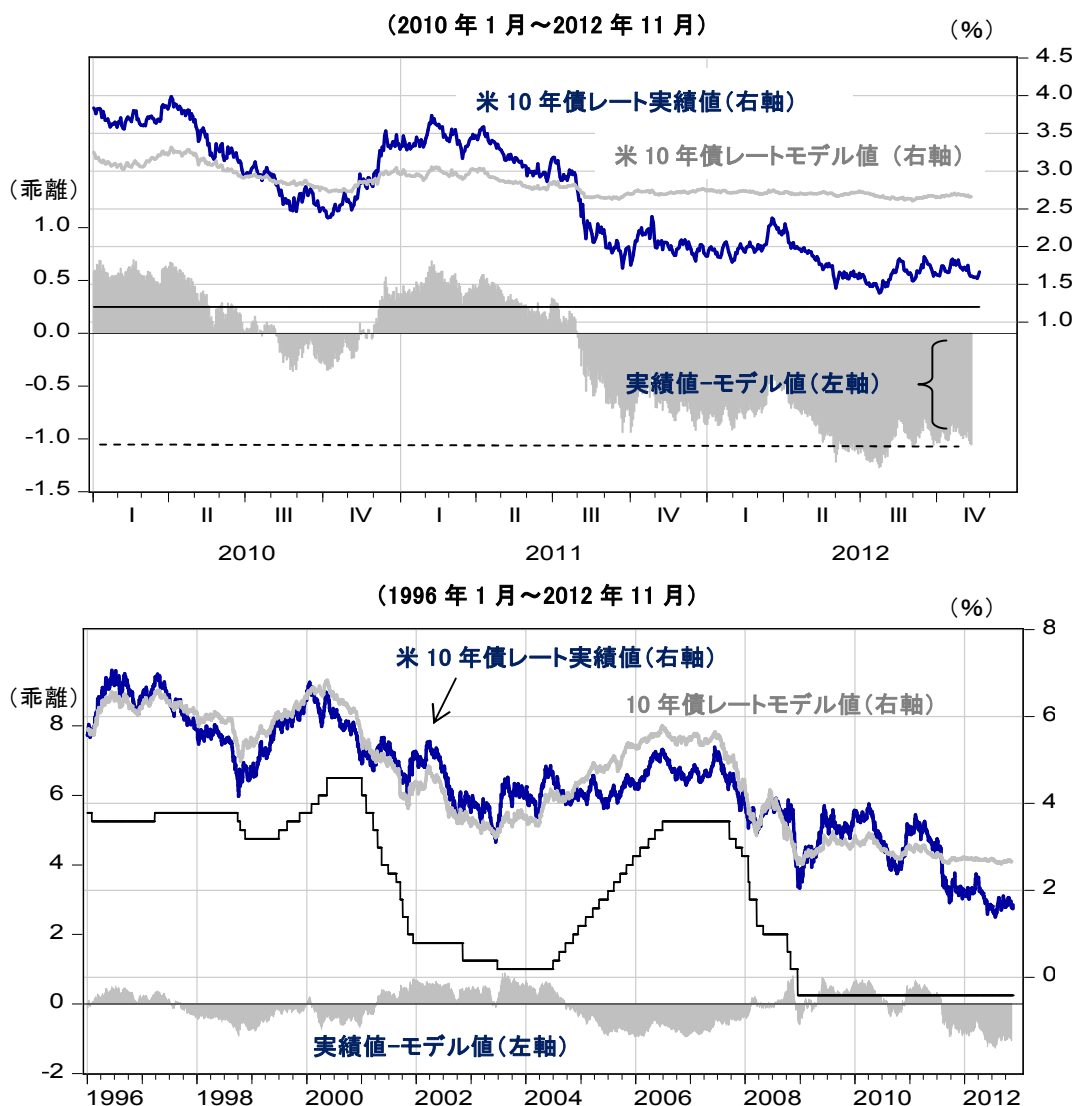
(注) 図表のシャドウ部分は米国の量的金融緩和(QE1、QE2、OT、QE3)実施期間を示す。

(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

ところで、このように二極化した欧米長期金利水準の異例なほどの乖離は、各国間での比較に止まらず、その国の経済ファンダメンタルズからみた適正水準からの乖離も著しい。例えば、2%を下回って推移する米10年債レートを例に挙げると、消費者物価で測られたインフレ率(10月前年比2.2%、食料燃料除きでは前年比2.0%)を下回り、インフレ調整後でみた長期金利水準はマイナス金利の領域にある。

将来の政策金利予想と経済ファンダメンタルズから導かれる長期金利の「適正水準」の目安として、1993年以降の米10年債レートの日次推移を、政策金利予想(米2年債レート)と実体経済の推移(フィラデルフィア連銀公表のリアルタイム経済活動指数)で回帰し計算された11月時点の適正水準2.5%~3.0%(以下、モデル値)と比較すれば、現在の米10年債レートは、1.0%~1.5%ポイントほど「適正水準」よりも低い水準に位置している(図表2)。

図表2 米国債レートの経済ファンダメンタルズからの乖離



(注) 米10年債レートモデル値は以下回帰式による(決定係数0.858、カッコ内は推計値の標準誤差)

$$10年債レート = 2.54 + 0.61 \times 2年債レート + 0.09 \times \text{Aruoba-Diebold-Scotti 経済状況指数}$$

(0.01) (0.003) (0.01)

(資料) Bloomberg、フィラデルフィア連銀データより三井住友信託銀行調査部作成

こうしてみると、両者の乖離、すなわち欧米各国間の二極化にみられる乖離と経済ファインメンタルズからみた米10年債レートの適正水準との乖離は実は関連が深いということが容易に想像できよう。言い換えれば、イタリアやスペインといった南欧諸国の債券からより安全なドイツ国債や米国債などに資金が逃避し、かかる債券が買われることで異例なほどの低い金利水準がもたらされているとの見方が成立つ。現時点で見てその規模はどのくらいと見たらよいだろうか。

簡便な方法として、先ほど取り上げたファンダメンタルズでは説明しきれない米10年債レートの適正水準からの乖離を、イタリアとスペインの長期金利水準で回帰し要因分解してみた。図表3のシャドウ部分が示すように、2011年後半から2012年10月にかけての適正水準からの乖離のうち8割ほどは、欧州債務不安再燃による南欧諸国金利の上昇すなわち、南欧国債価格の下落による「質への逃避」によってもたらされたことを示している。つまり、仮に欧州債務不安が完全に払拭されれば、それだけで、1.0%ポイント程度金利が上昇する可能性があることを意味している。

図表3 欧州債務不安で一部説明される米国債レートの低下



(注) 欧州不安により説明される部分は以下回帰式(決定係数 0.58、カッコ内は推計値の標準誤差)。

$$\text{実績とモデル乖離} = 0.53 - 0.24 \times \text{イタリア 10 年債レート} - 0.29 \times \text{スペイン 10 年債レート}$$

(0.15) (0.03) (0.03)

(資料) Bloomberg、フィラデルフィア連銀データより三井住友信託銀行調査部作成

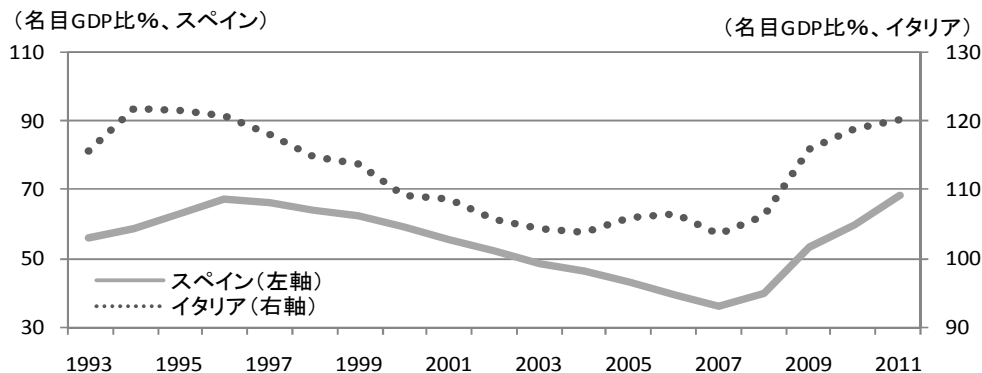
## 2. スペインとイタリアの債務安定性とマクロ状況

では、冒頭の間いに戻ってそのタイミングは、現在のマクロ環境からするといつ頃と見るべきか。より具体的に言い換えれば、金利上昇がなお懸念されるスペインやイタリアの財政再建が順調になされる目途は現時点で見通せるのだろうか。残念ながら半年前と比較しても、欧州債務安定と経済回復を達成する状況はむしろ悪化していることを踏まえると、その時期は相当先になろう。

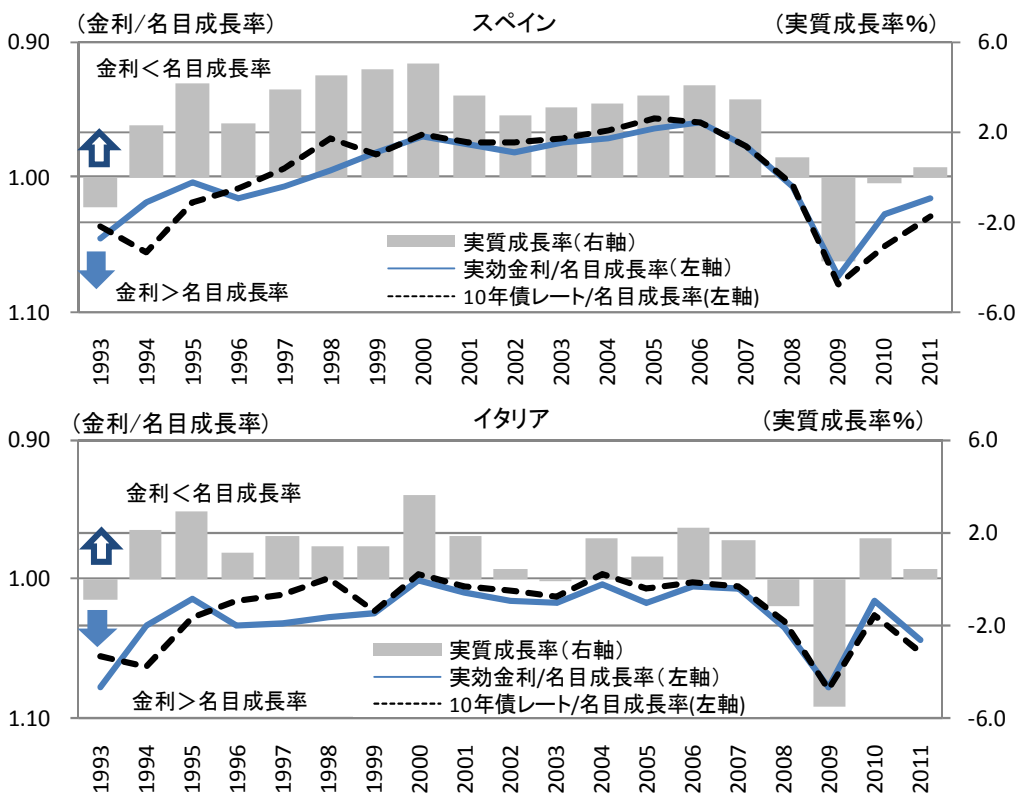
実はイタリアやスペインといった南欧諸国は、必ずしも債務規模が過去一貫して悪化してきたわけではない。次頁図表4が示すように、1990年代後半から2000年前半にかけて名目GDP比でみた政府債務規模は両国とも改善がみられていた。悪化が顕著となったのはここ数年のことである。

続く図表5が示すように、スペインの場合、債務GDP比が1990年代ピークの69%から改善していった理由は、金利水準を上回る3~4%の実質成長率の高い伸びが数年続いたことによる。イタリアの場合も、一時債務GDP比が100%を下回ったのは、プラス成長を維持するなかで、この間利払い除きのプライマリー収支が常に黒字であったことが大きい(詳細末尾の補足参照)。

図表4 スペインとイタリアの政府債務GDP比推移(1993年~2011年)



図表5 スペインとイタリアの実質成長率と金利/名目成長率の推移



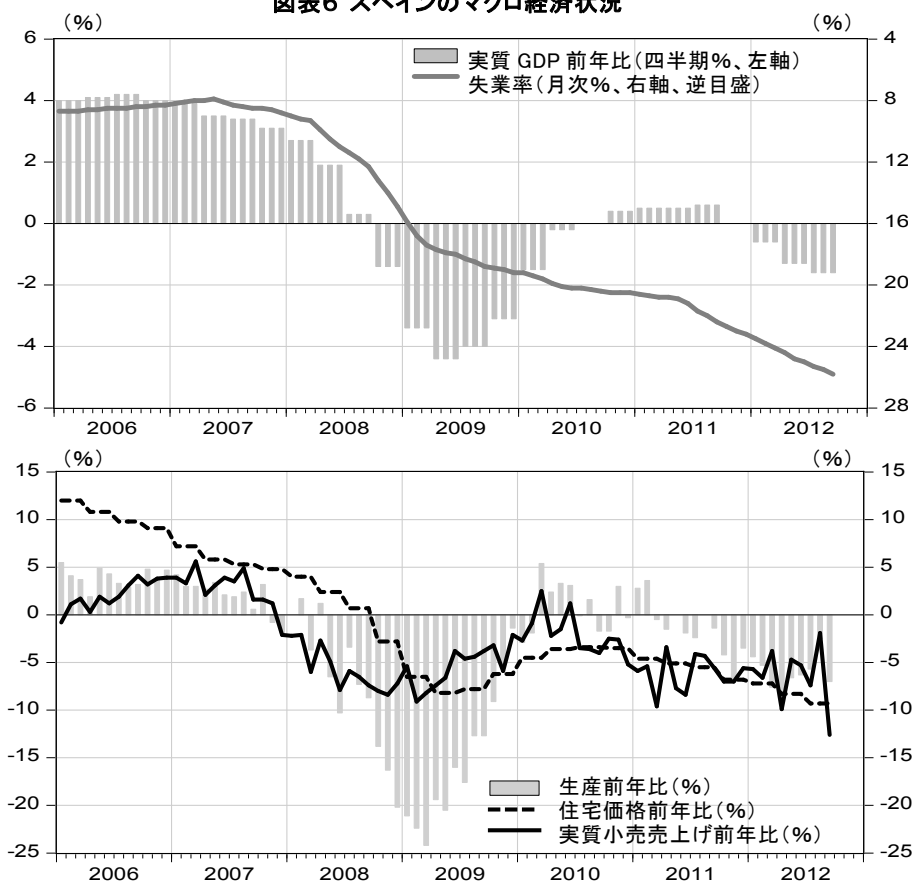
(資料) 図表4・5ともIMF、Bank of Italy 公表データより三井住友信託銀行調査部作成

なお、債務GDP比が将来安定するか増大するかは、利払い除きの財政収支(プライマリー収支)が均衡しているもとでは、分母である名目GDPの成長率と分子である債務の金利水準に依存する。名目成長率が金利水準を上回れば、債務GDP比は縮小に向かう。両国についてその条件を金利/名目成長率の推移でみると、スペインは3~4%成長を実現するなかで金利/名目成長率比率も大幅に1を下回り、イタリアも2%成長実現で債務GDP比が低下していった(図表4、5)。

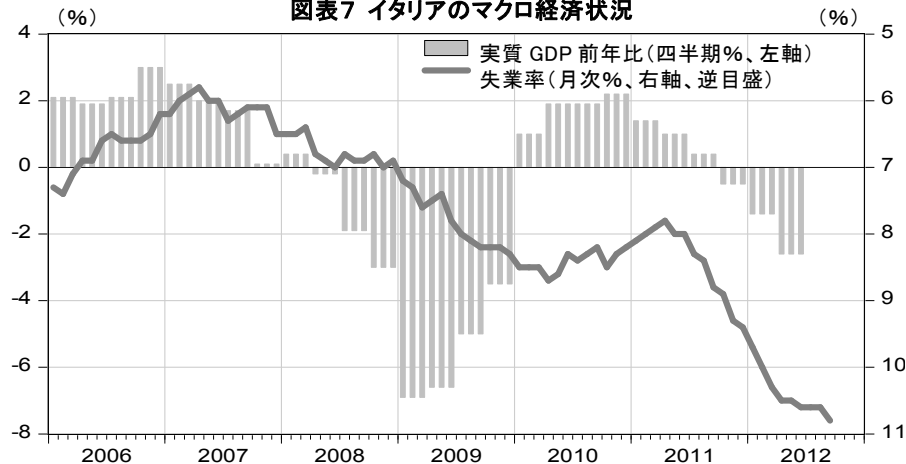
そこで問題となるのは、比較的早い時期に、両国ともプラス成長に復することができるか否かという点となる。スペインについては、未だ住宅バブル崩壊による金融と経済の悪循環が進行中であり、とても単独でプラス成長に復する目途は立たない。下図表6が示すように、スペインの失業率はマイナス成長に陥るとともに急速に悪化し、9月時点での失業率は25%にまで上昇している。

高成長からの転落をもたらしたのは住宅価格の低下にあり、2006年頃まで前年比10%を超えていた住宅価格は、2009年以降前年比マイナスに転じ、現在も前年比10%近い下落が続いている。住宅資産価格の低下に伴いスペインの実質小売売上高も前年比マイナス幅が拡大し、国内生産の下落をもたらしている(図表6下段)。イタリアについても、スペインほどではないものの、失業率は11%と悪化が続いており、すぐにプラス成長に復する目途は立っていない(図表7)。

図表6 スペインのマクロ経済状況



図表7 イタリアのマクロ経済状況



(資料) 図表6・7ともIMF、Bloombergデータより三井住友信託銀行調査部作成

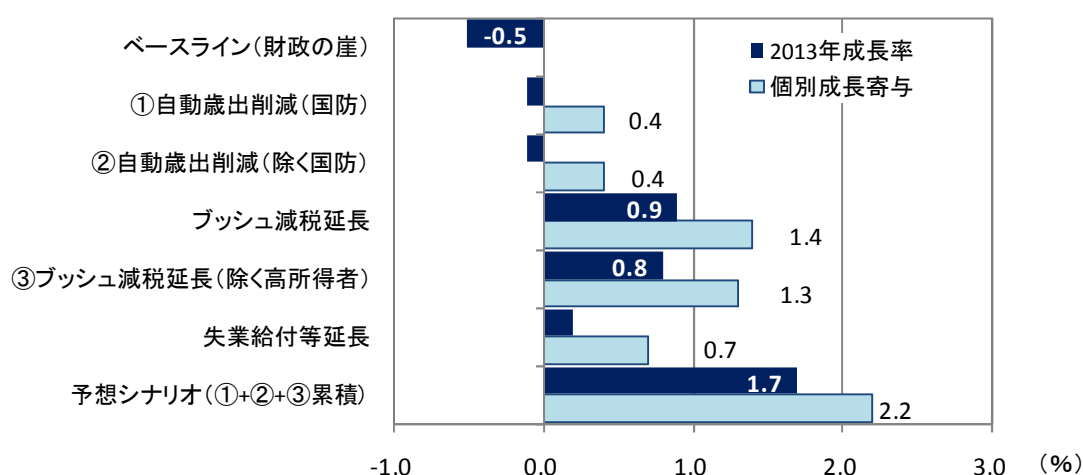
### 3. まとめ—相当な時間を要す欧米長期金利の二極化解消

過去3年の間に欧米長期金利水準は、各国間での二極化と一国のなかでも経済実態からの乖離がより顕著となった。両者は別個に生じているわけではなく、特定国、とりわけ南欧諸国の経済・金融環境の悪化に伴う投資資金の「質への逃避」を通じて相対的に安全とされる国債が買われ、その国の経済実態から乖離するほどの金利低下をもたらしている。実際に米10年債レートを事例とした簡単な分析によれば、米10年債レートの適正水準2.5～3.0%から1.0～1.5%下振れ、その乖離の大半は2011年後半以降に生じた欧州不安再燃による南欧諸国の金利上昇によって説明がつく。従って、正常化の過程ではいずれこうした乖離は解消されることが期待できる。

しかしながら、米10年債レートを押し下げている欧州経済環境、とりわけ住宅バブル崩壊の調整過程にある中で緊縮財政が求められているスペインが、この先直ちに財政再建と経済回復を実現するとは見込み難い。今は小康状態を維持している欧州金融情勢は再び悪化する可能性がきわめて高く、その際には再び米10年債レートに下押し圧力がかかる局面も生じよう。

なお、かかる欧州債務問題に加え、米国では来春まで財政削減と減税廃止に伴う「財政の崖」といわれる不確実性が残っている。すでに、財政協議がオバマ大統領と上院(民主党)下院(共和党)議会指導部との間で開始され、現時点では「財政の崖」回避に向けた包括的財政赤字削減策を検討という大枠では合意した模様である。仮に物別れに終わった場合には財政自動削減と高額所得者除く減税停止の先送りの可能性が高く、最新11月の議会予算局(CBO)の試算によれば2013年の米国成長率は2%をやや下回る見込みである(図表8)。包括合意までは不確実性高い状況が続くことを踏まえると、米10年債レートが国内要因によって上昇するには、かかる国内の不確実性が払拭される春先以降となろう。

図表8 米国の財政削減の延長による2013年成長率への影響



(資料)CBO「Economic Effects of Policies Contributing to Fiscal Tightening in 2013」

より三井住友信託銀行調査部作成



**(補足)スペインとイタリアの財政悪化の要因と相違**

スペインとイタリアの債務悪化要因を見ると、スペインは2008年以降、利払い除きの財政収支(プライマリー収支)が大幅赤字に転落した一方、イタリアは何とか収支均衡を維持している相違が見られる。住宅バブル崩壊で高成長からマイナス成長に転落したスペインは自力での財政再建がそれだけ困難であることを示唆している(図表9、10)。

**図表9 スペインの財政・債務推移と金利並びに成長率推移**

	政府債務 GDP比(%)	プライマリー収支 (GDP比%)	金利水準(%)		GDP成長率(%)		金利/名目GDP成長率	
			実効金利	10年債レート	名目	実質	実効金利ベース	10年債ベース
1993	56.1	-1.9	8.9	8.0	4.2	-1.3	1.045	1.036
1994	58.6	-1.7	8.0	11.8	6.0	2.3	1.019	1.055
1995	63.3	-1.7	8.1	9.7	7.7	4.1	1.004	1.019
1996	67.4	0.0	7.7	6.8	6.0	2.4	1.017	1.008
1997	66.1	1.0	7.1	5.6	6.3	3.9	1.007	0.993
1998	64.1	0.7	6.6	4.0	7.1	4.5	0.995	0.971
1999	62.4	1.9	5.6	5.6	7.5	4.7	0.982	0.982
2000	59.3	2.0	5.4	5.2	8.7	5.1	0.970	0.968
2001	55.5	2.1	5.4	5.2	8.0	3.6	0.976	0.974
2002	52.6	2.0	5.1	4.3	7.1	2.7	0.981	0.973
2003	48.7	1.9	4.7	4.3	7.4	3.1	0.975	0.971
2004	46.2	1.5	4.3	3.7	7.4	3.3	0.971	0.965
2005	43.0	2.5	4.2	3.3	8.1	3.6	0.964	0.956
2006	39.6	3.3	4.0	4.0	8.4	4.1	0.960	0.960
2007	36.1	3.0	4.4	4.4	6.9	3.5	0.977	0.977
2008	39.8	-3.1	4.0	3.8	3.3	0.9	1.007	1.005
2009	53.3	-9.9	3.4	4.0	-3.7	-3.7	1.073	1.079
2010	60.1	-7.9	3.2	5.5	0.3	-0.1	1.028	1.051
2011	68.5	-6.6	3.6	5.1	2.1	0.7	1.015	1.029

**図表10 イタリアの財政・債務推移と金利並びに成長率推移**

	政府債務 GDP比(%)	プライマリー収支 (GDP比%)	金利水準(%)		GDP成長率(%)		金利/名目GDP成長率	
			実効金利	10年債レート	名目	実質	実効金利ベース	10年債ベース
1993	115.6	2.1	11.0	8.7	3.0	-0.9	1.078	1.055
1994	121.8	1.5	9.4	12.4	5.8	2.2	1.034	1.063
1995	121.6	3.3	9.5	10.9	7.9	2.9	1.015	1.027
1996	120.9	3.8	9.5	7.5	6.0	1.1	1.034	1.015
1997	118.1	6.1	7.9	5.6	4.5	1.9	1.032	1.011
1998	114.9	4.7	6.9	4.0	4.1	1.4	1.027	1.000
1999	113.7	4.6	5.8	5.6	3.3	1.5	1.025	1.022
2000	109.2	5.2	5.8	5.3	5.7	3.7	1.001	0.996
2001	108.2	2.9	5.8	5.3	4.8	1.9	1.010	1.005
2002	105.1	2.4	5.3	4.4	3.7	0.5	1.016	1.007
2003	103.9	1.4	4.9	4.4	3.1	0.0	1.018	1.013
2004	103.4	1.1	4.6	3.8	4.2	1.7	1.005	0.997
2005	105.4	0.1	4.5	3.5	2.8	0.9	1.016	1.007
2006	106.1	1.1	4.4	4.2	3.9	2.2	1.005	1.002
2007	103.1	3.2	4.8	4.7	4.1	1.7	1.007	1.005
2008	105.7	2.2	4.9	4.4	1.3	-1.2	1.035	1.030
2009	116.0	-1.0	4.0	4.1	-3.5	-5.5	1.078	1.079
2010	118.6	-0.3	3.8	4.8	2.2	1.8	1.016	1.026
2011	120.1	0.8	6.2	7.1	1.7	0.4	1.044	1.053

(資料)Bank of Italy「Public Finance Statistics」他より三井住友信託銀行調査部作成

(マクロ経済調査グループ) 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。