

米金利低下を制御する欧中の金利上昇

デフレ修正、緩和後退、実物投資、国債増発、財政懸念

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2017/5/19

米国債は根強い金利低下（債券価格は上昇）圧力が続いているが、欧州や中国での金利上昇が低下余地を制御しよう。現状は米国の政権不安が安全逃避などによる米国債シフトを促しているが、欧州では政治リスク後退やデフレ修正、ECB（欧州中銀）の超金融緩和縮小、国債増発懸念などで金利の下限が切り上がってきた。中国でも当局の金融引き締め姿勢やインフラ整備などへの実物投資シフト、財政懸念などで金利の上昇が維持されており、2014 年前後からの世界「同時債券高（金利は低下）」の環境自体は変化してきた。

仏新大統領、欧州共通予算と財政出動に前向き

「日本の政界では憲法改正論議の本格化や来春の日銀総裁人事、来年 9 月の自民党総裁選などが意識される形で、久しぶりに財政再建を政治的な仕掛け材料にしようという動きが見られ始めた」――。

ある内閣官房の関係者はこのような解説を行う。16 日には財務（旧大蔵）省官僚 OB である野田毅前党税制調査会長が代表発起人となり、自民党の財政再建派議員による勉強会が発足された。メンバーには野田聖子元総務会長などの参加が見込まれ、「来年 9 月の自民党総裁選に向けて、アベノミクスと距離を置く反リフレ勢力の結集を狙ったもの」（同）という見方が強い。

現状では勢力拡大に冷ややかな見方が優勢だ。それでも「こども保険の提唱などで財政問題に取り組み始めた小泉進次郎衆院議員が接近したり、野田聖子議員と親しい小池百合子東京都知事が間接支援に回るようなら、微妙に注目を集める存在になり得る」（同）。安倍晋三首相（自民党総裁）は来年の総裁選での無風再選に楽観的ながら、「進次郎氏と小池氏の指南役である小泉純一郎元首相（＝元大蔵族議員）の仕掛けは気にしている」（同）という。

偶然にも同じ 16 日には、旧大蔵 OB で民主党（現・民進党）政権時代に財務大臣を務めた藤井裕久氏が、朝日新聞のインタビューに登場。現憲法には「財政」の章があり、安倍首相が熱心な憲法改正の議論では、「ドイツのような財政規律条項を検討するなど、財政収支均衡条項で空気を変えよ」という提言を行っている。来年 3-4 月の日銀正副総裁人事では財務省の OB や現役幹部が一定の影響を持つこともあり、今後は財務省グループを中心とした財政再建派の巻き返しと、安倍政権主流の積極財政派による振り返りが注目テーマとなりやすい。

一方、EU（欧州連合）では 7 日にフランスでマクロン新大統領が誕生したことで、これまでのドイ

ツ主導による「厳格な緊縮財政路線」の修正が焦点になってきた。マクロン氏は親 EU の立場であり、EU ルールに即した財政規律遵守を基本姿勢としている。それでも仏大統領選で再確認された EU 不満勢力の高まりに配慮し、ユーロ圏共通予算の創設などを含めた一定の財政出動には前向き姿勢を示している。マクロン氏勝利直後の 8 日からは、「ドイツの強硬な反対を突き崩し、ユーロ圏としての共同債券発行へと向かう大きな一歩となる」（ロイター）という観測も浮上してきた。

15 日にマクロン氏はドイツのメルケル首相と初の首脳会談を行い、EU の深化と結束強化に向けた改革の行程表を策定することで合意した。マクロン氏は自身の第一の課題が仏経済再生のための「改革実行」であり、まずは「具体的な成果」を出し、独仏両国の信頼につなげると強調。その上で「EU には中期的な現実主義も必要」として EU 改革や共通予算への理解を求めるとともに、「財政出動を含む投資政策が必要」と主張している。

米国で緩和マネー退蔵一服、米債需給にマイナス

まだユーロ共同債は長期的なテーマながら、15 日の欧州債券市場では「フランスの新発債発行」が債券価格の下落材料となった（金利は上昇）。欧州では仏大統領選の懸念払拭のほか、ドイツ議会選での与党連勝とメルケル独首相の再選観測などで政治リスクも後退している。欧州では物価指標上昇とデフレ後退も見られており、6 月 8 日の ECB（欧州中銀）理事会では、超金融緩和策の縮小に向けた地ならし前進も注目されそう。いずれも欧州における長期債金利の上昇要因となりやすい。

その中でドイツの 10 年債金利は 5 月 11 日に 0.46% に上昇したあと、米国債金利の低下の中でも 17 日にかけては 0.40% 前後で下げ渋りとなっている。4 月 18 日の 0.15% を直近最低として、下限切り上がりの軌道を維持させている。

同じく中国の 10 年債金利も高止まりを保ち、米国債金利低下との乖離が目立ち始めた。5 月 10 日には 3.7% と 2 年ぶりの高水準を記録したが、16 日時点でも 3.6% と高止まりとなっている。中国では金融当局が信用バブル抑制に向け、金融規制強化やレバレッジ解消の圧力を強めており、実質的な引き締めと融資絞り込みの強化余波が金利の押し上げに作用している。

さらに中国では一帯一路構想の具体化などによるインフラ整備と内需刺激策を受けて、国債などから実物投資への資金シフトも散見され始めた。内需拡

大政策と裏表で、中国では公的債務が悪化。今年 1－3 月には政府の財政支出が収入を上回り、第 1 四半期としては 1995 年以来 22 年ぶりの財政赤字へと転落している。

同時に中国では民間企業や国有企業、地方政府などによるドル建て債務も膨張したままだ。日銀の黒田東彦総裁は 9 日、改善傾向にある世界経済の弱点の一つとして、新興国のドル建て債務問題を挙げた。米 FRB が利上げなど金融環境を正常化させつつある中で、「債務に対する金利負担増大と為替レートでの新興国通貨の下落（ドル高）」という 2 つの側面で注意を払う必要がある」と警告を発している。中国では財政赤字や人民元建て、ドル建ての巨額債務も、潜在的な国債価格の下落要因となっている。

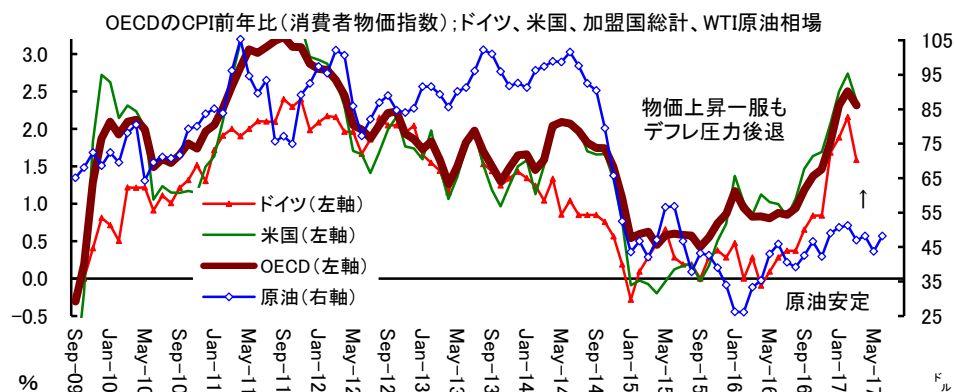
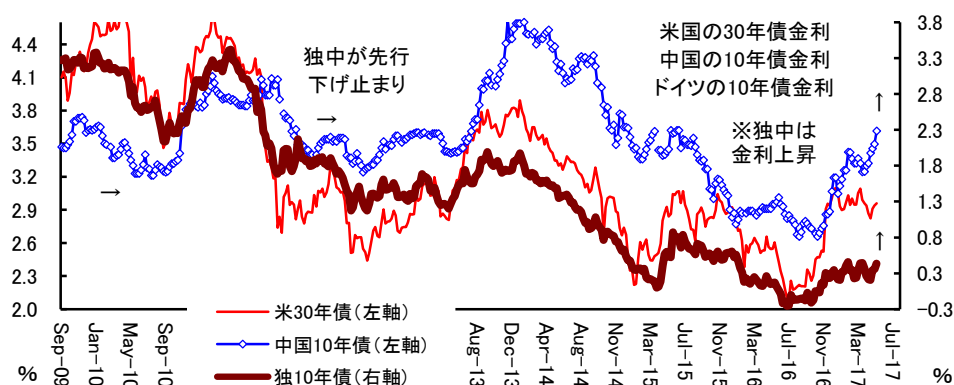
こうした欧州や中国などでの金利上昇持続は、現状のところ米債金利低下との見合いでドル安要因となっている。しかし、2014 年前後からの世界的な債券バブル（金利は低下）では、欧州の金融緩和強化やマイナス金利導入、中国でのデフレ圧力と緩和強化などにより、米国債金利が過剰に押し下げられた経緯がある。その意味で 2014－2016 年までとは異なり、世界的な経済の循環回復とあいまって米債金利の低下余地は制御される可能性がある。

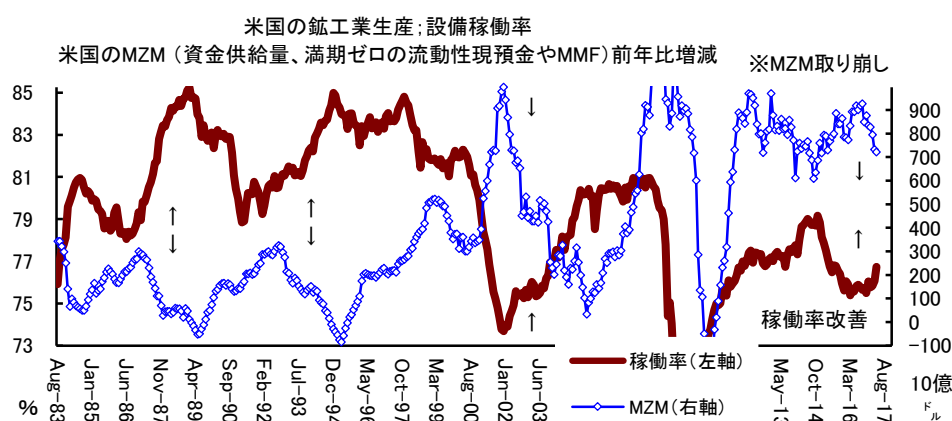
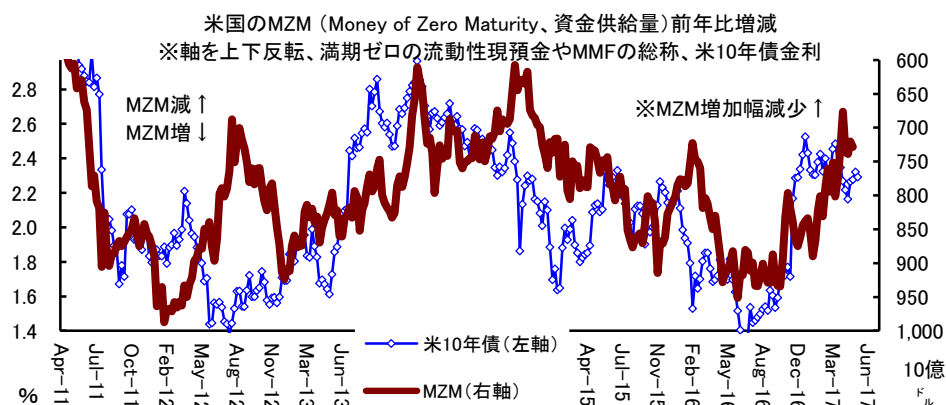
米国では成長ペース鈍化が警戒されているが、16

日の米 4 月鉱工業生産では設備稼働率が 76.7% となり（3 月は 76.1%）、2015 年 8 月以来の高水準を記録した。設備投資やインフレ動向の先行指標として注目されやすい。あくまでの資源業界が主導しており、改めて原油などの過剰生産を警戒させるものだ。それでも米国では局地的な設備投資などの「実物資産投資」を示唆する形で、大きく退蔵されてきた過剰流動性マネーからの資金溢出が観測されている。

米セントルイス連銀が発表している通貨供給量の指標、MZM（Money Zero Maturity、満期期間ゼロで流動性の高い現預金や MMF などのトータル）は、5 月 1 日週に前年比 +7285 億ドル増となり、昨年 10 月の +9345 億ドル増をピークとした減少傾向が示されている。4 月 3 日週には +6763 億ドル増となり、2014 年 11 月以来の低い増加額へと頭打ちとなってきた。

1980 年代以降の過去実績として、MZM の増加幅減少は「緩和余剰マネーの減少」となって米国債市場では需給悪化と金利上昇（債券価格は下落）要因となってきた。同時に MZM の取り崩しは、現在のように設備投資などリアルな経済活動への資金活用や信用創造の復調と連動してきた。その意味で、FRB による緩和的な金融政策維持の遅行的な累積効果表出としても注目されよう。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。