

複合リスクでも信用不安「波及」制御

調達金利や対米債スプレッド安定、リスク回避制御

2018/9/10

国内外で通商摩擦や新興国混乱などの複合リスクが覆っているが、グローバルな信用不安への波及は現状制御されている。短期調達金利はドル建てを中心に定位安定化を保っているほか、金利機能の正常化レベルや信用収縮の度合いの尺度となる対米国債金利・スワップスプレッド（スワップ金利と国債金利の乖離幅）は正常化方向への軌道に変調が見られていない。金融不安の震源地として警戒されるスペインでも銀行の不良債権比率は2011年以来の低水準に低下しており、リスク回避の深化・拡大に歯止めを掛ける。

銀行間金利安定、過去のリスク回避激化と違い

「米国では11月に中間選挙が迫りながらも、トランプ大統領が景気に打撃を与えかねない対外通商強硬姿勢を続けているのは、裏を返すと『米国経済は多少のショックでも崩れない』という自信の表れという見方もある。新興国危機についても現状段階では、トルコ、アルゼンチン、ベネズエラなど局地ケースにとどまったままだ。過去のように広範な地域に伝染するリスクは遮断されているほか、欧米の金融機関や金融システムなどに与える連鎖打撃も現状は限定的になっている」――。

米ワシントン在住の国際機関関係者はこのような指摘を行う。先行き予測は許さないが、6日には海外格付け機関フィッチのソブリン格付けグローバル責任者が、「新興国市場に拡散されてきた資産の売りはこれ以上広がらず、落ち着く可能性が高い」という見通しを示した（ブルームバーグ）。同氏は「感染を巡る議論は時間と共に変化しており、以前の危機のエピソードほど人々は注目していない」と指摘。新興国市場の混乱は、「沈静化するというのが投資家のコンセンサス」と説明している。

現在は新興国混乱や通商摩擦懸念などを受けて、先進国を始めとした金融機関のエクスポージャー（価格変動リスクに晒されている投融資や保証の総額・割合など）の先行き損傷が懸念されている。新興国などが抱える膨大なドル建て債務の行方にも警戒感が強い。一方で国際的な金融機関どうしの相互信用を示すICE・LIBOR（インターコンチネンタル取引所管理の銀行間取引金利）では、ドル建て金利を中心に定位安定が保たれている。

短期調達金利でもあるドル建て3カ月物金利は、昨年11月の1.4%前後から今年4月には2008年以来となる2.3%超えまで金利が急上昇してきた。しかし、5月4日の2.37%を直近最高として横這い化へと移行。8月15日には2.31%方向に切り下がり、

9月以降も同レベル前後で安定化している。あくまでも米FRBによる9月利上げの織り込みと、その後の利上げスケジュール不透明感、来年にかけての利上げ打ち止め観測などが影響しているが、信用不安の高まりや資金逼迫、資金繰り悪化などは示唆されていない。

リーマン・ショック後にはFRBの利上げ動向とは関係なく、欧州債務危機やチャイナ・ショック、米FRBの出口警戒による新興国への打撃懸念などで、おりにふれて微妙な信用収縮や資金逼迫のリスクが台頭。リスク回避相場に連動する形で、ドル建て調達金利は急上昇してきた経緯がある。

その点、現在の落ち着きは米国を始めとした先進国の金融システム正常化と耐性強化を示すとともに、新興国不安や通商摩擦懸念などによる「各国への危機感染リスクや金融不安への波及リスク」が限定的であることを示唆するものだ。

実際、潜在的に金融不安が警戒されている欧州では、欧州株全体の代表指数であるストックス600指数が6日までの直近5日間で-3.09%の大幅安となる一方、内訳の業種別では「銀行業」が-0.35%と下げ渋りに転じてきた。さらに「金融サービス業」については直近1カ月で-0.40%と、全19セクターが総じて大幅下落となる中でトップに君臨にしている。

金安・円高に歯止め、新興国発不安の一服を示唆

もちろん、欧州の金融機関についてはIMFのラガルド専務理事が5日、「金融危機後10年を経て世界各国で金融システムの脆弱性対策が進んだものの十分ではない」と指摘しながら、「特に欧州では非常に多くの銀行に脆弱さが残っている」と懸念を表明した。同じ5日にはECB（欧州中銀）銀行監督委員会のダニエル・ヌイ委員長が、「不動産市場が次の欧州危機の発生源になる可能性がある」と警告を発している。

一方で欧州域内での「金融不安の震源地」として警戒されるスペインでは8月28日、6月の銀行不良債権比率が6.39%と前年比で-26%も減少したことが明らかになった。2013年12月の13.62%をピークに減少傾向を保ち、2011年4月以来の低水準に改善している。依然として米国や他の欧州地域に比べると不良債権処理の正常化は周回遅れになっているが、少なくとも2012-2017年におけるリスク回避局面に比べると耐性が強化されてきた。

また、米国市場では金利機能の正常化レベルや、信用収縮の度合いなどの尺度となる対米国債金利・

スワップスプレッド（スワップ金利と国債金利の乖離幅）が、正常化方向のモメンタムを堅持させたまま。10年物ベースでいえば2008年以降の崩落的な縮小低下と、2015年以降のマイナス転換を経て、今年4月以降は2015年9月以来となるプラス幅の軌道を固めている。過去に米国でのスワップスプレッド正常化は、米国での金融経済の正常化や信用創造の拡大などが示され、底入れ局面でドル/円はドルが反転上昇トレンドに移行する連動性が観測されてきた。

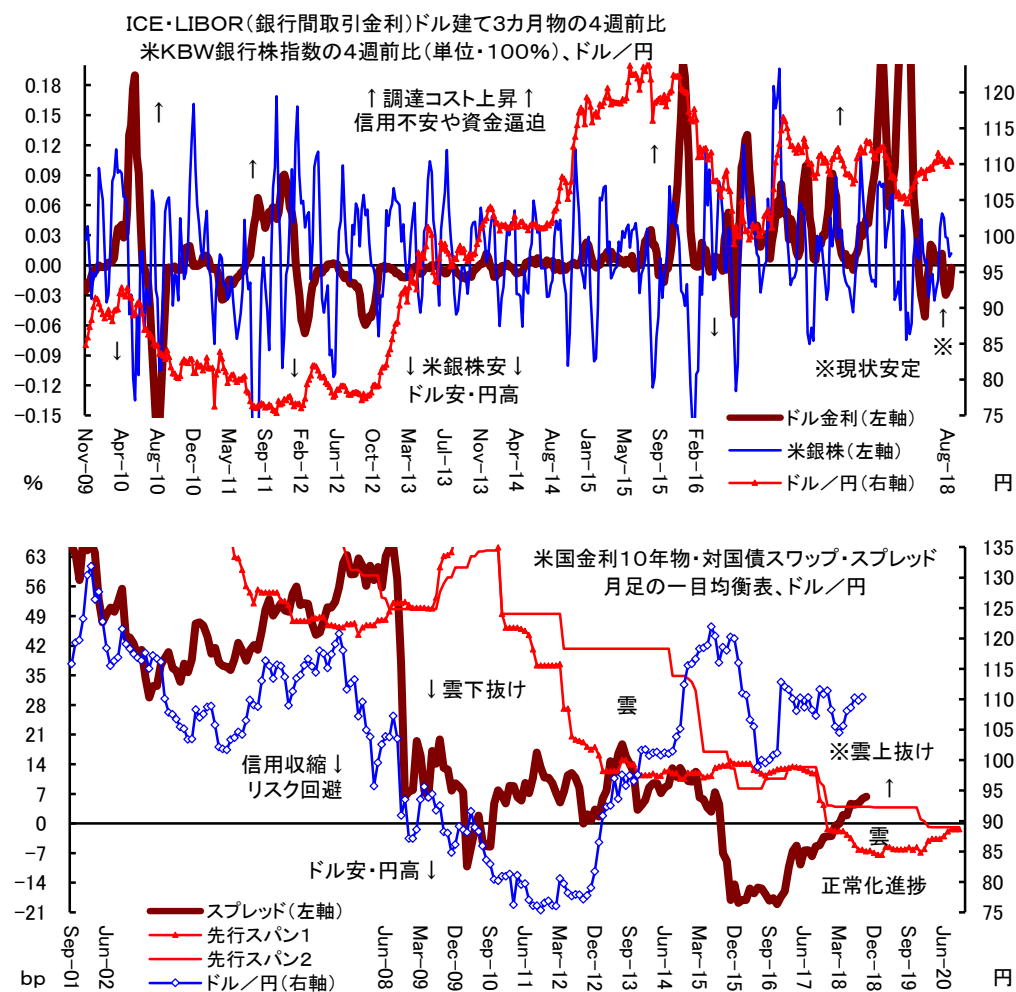
その反面、日本では日銀の超低金利政策や構造問題などにより、銀行業の収益悪化と株価低迷が続いたまま。それでも国内での需給ギャップ改善とデフレ是正、日銀による実質金利の押し下げ努力堅持などにより、金融システムは盤石化されている。過去実績として「需給ギャップのプラス化」と「実質10年債金利のマイナス方向」が同時定着している局面では、金融不安とリスク回避の円高・株安の度合いが抑制される。

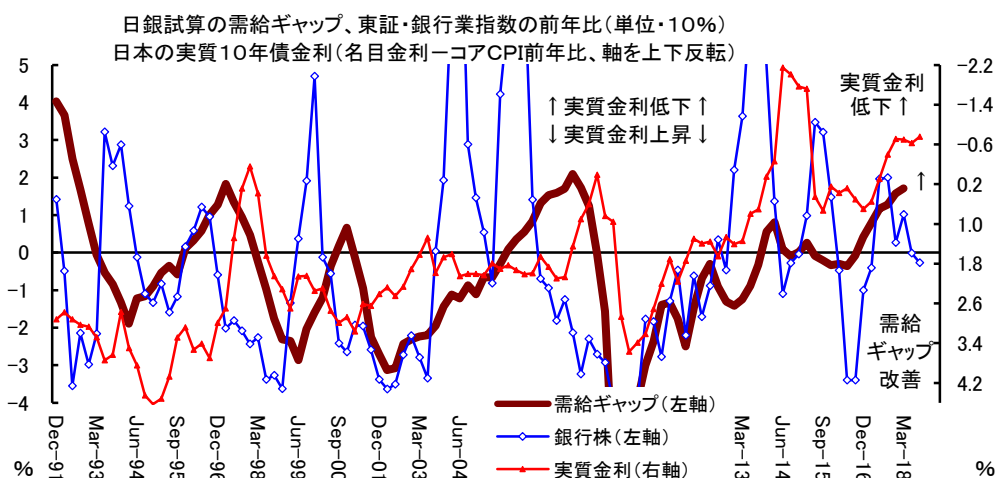
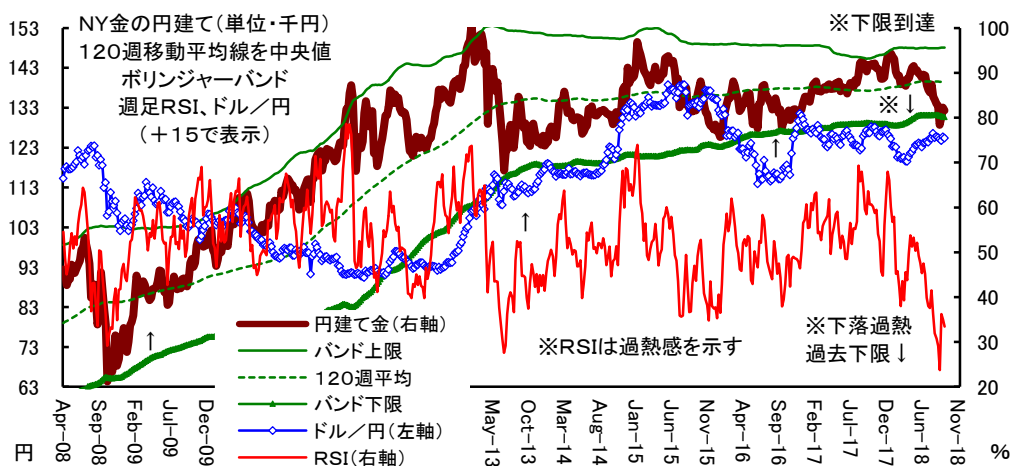
リスク回避の円高でいえば、7月以降の新興国懸念などによる安全逃避のドル高と金下落、あるいは

新興国での金需要の減退警戒などによる金下落を受けた「金と円のクロス取引での円高・金安」に過熱修正が見られ始めた。すでにNY金相場の円建ては8月16日を底値として、下げ止まりに移行している。新興国発の信用不安リスクの一旦の後退を示唆するものだ。

しかも円建て金相場では、買われ過ぎ・売られ過ぎの過熱感を示すRSI指数（相対力指数）で、週足が8月17日週に24%、9月7日週が31%と「下落過熱警戒ゾーン」の30%に到達してきた。実に1997年7月以来という、アジア通貨危機以来の下落過熱レベルに直面している。

長期トレンドラインでも、リーマン・ショック以降の重要な下限ラインで一旦の下げ止まりとなりつつある。8月21日以降の為替相場では、円と同じ安全逃避通貨であるスイス・フランのほうが対円での優位性を強めてきた。同じく安全資産である金の対円での持ち直しは、リスク回避による円全面高の圧力を分散化させるとともに、円逃避エネルギーの漸減を示す現象として注視されよう。





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。