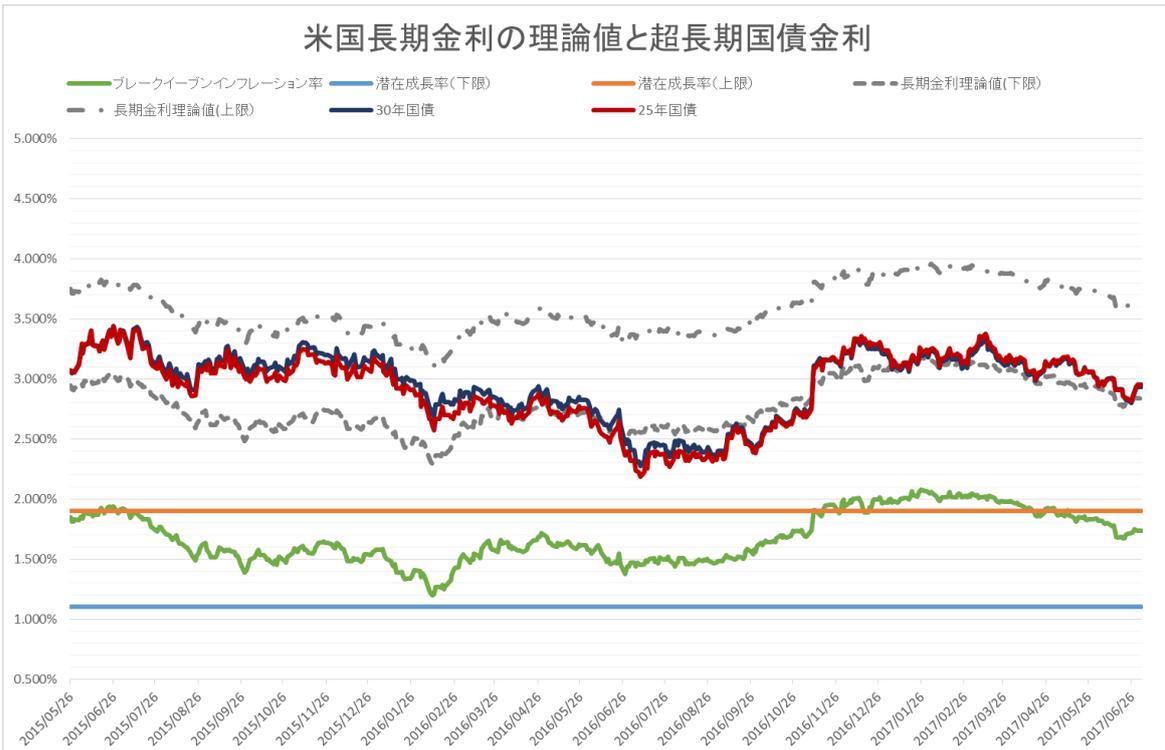


アメリカ、スペイン、イタリアの超長期金利の状況

1. 米国の超長期金利

図表1



Bloomberg より当社作成

図表1は、米国超長期国債金利(赤および青の実線)と期待インフレーション率(ブレークイーブンインフレーション率緑の実線)、潜在成長率及びそれに応じた超長期金利の理論値(グレーの破線)を示したもの。これを見ると、昨年の春先までは、理論値の上限と下限の間で推移していた。その後 2016 年 4 月以降下限値に沿って動き、4 月以降トランプ大統領の就任まで、理論値の下限を下回るいわゆるオーバーシュートの状態となっていた。トランプ大統領就任後は、理論値下限値の上を推移してきた。ここに来て、期待インフレーションの反発に反応し、金利上昇をしているものの、期待インフレーションが今後下がれば、それにつられ、理論下限値に沿って金利は低下するものと思われる。なお、今後、テーパリングの影響が出るとされる点は、注意が必要。

10 年利回りが最近上昇しているが、超長期の金利は、それほど上昇していない。図表2は、10 年債と 30 年債の金利の推移を示しているが、これを見ると 6 月半ば以降、急激に両金利が上昇していることがわかる。しかしながら、10 年債金利の上昇に対して、30 年債の金利は、

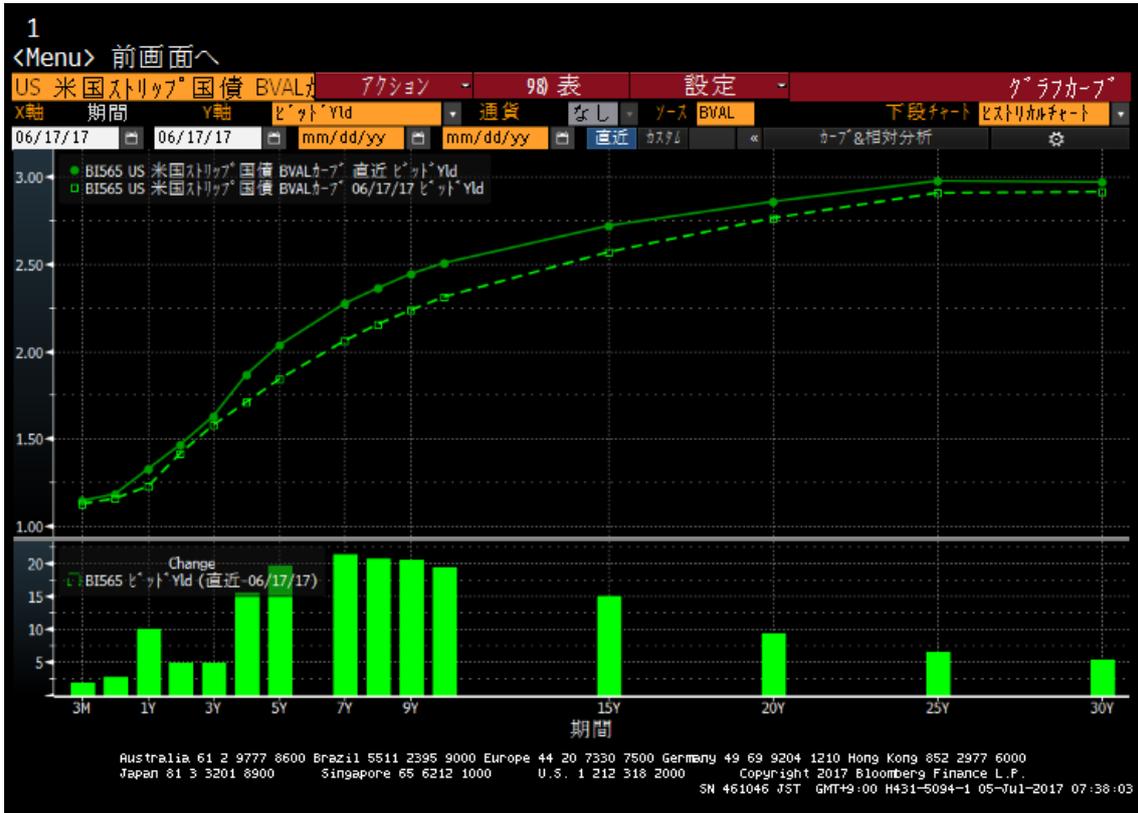
上昇幅が少ない点が特徴。また、この期間のイールドカーブ全体の動きを見ると、超長期の金利はそれほど変化がないが、5年から15年の金利が特に上昇していることがわかる。超長期金利は、FEDの利上げよりは、期待インフレ率及び実質成長率に、より影響を受けているものと思われる(図表3)。

図表2: 米国30年国債金利と10年国債金利の推移



出典: Bloomberg

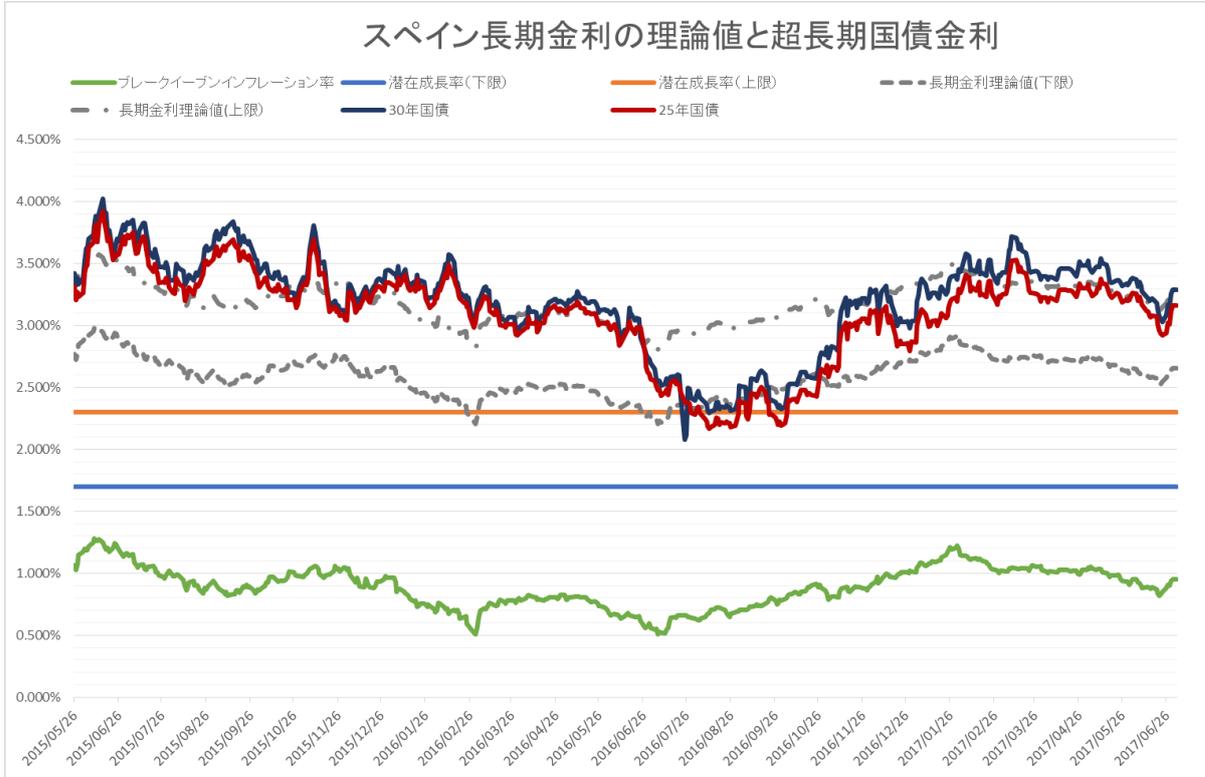
図表3: 米国国債のイールドカーブ



出典: Bloomberg

2. スペイン及びイタリアの超長期金利

図表4



Bloomberg より当社作成

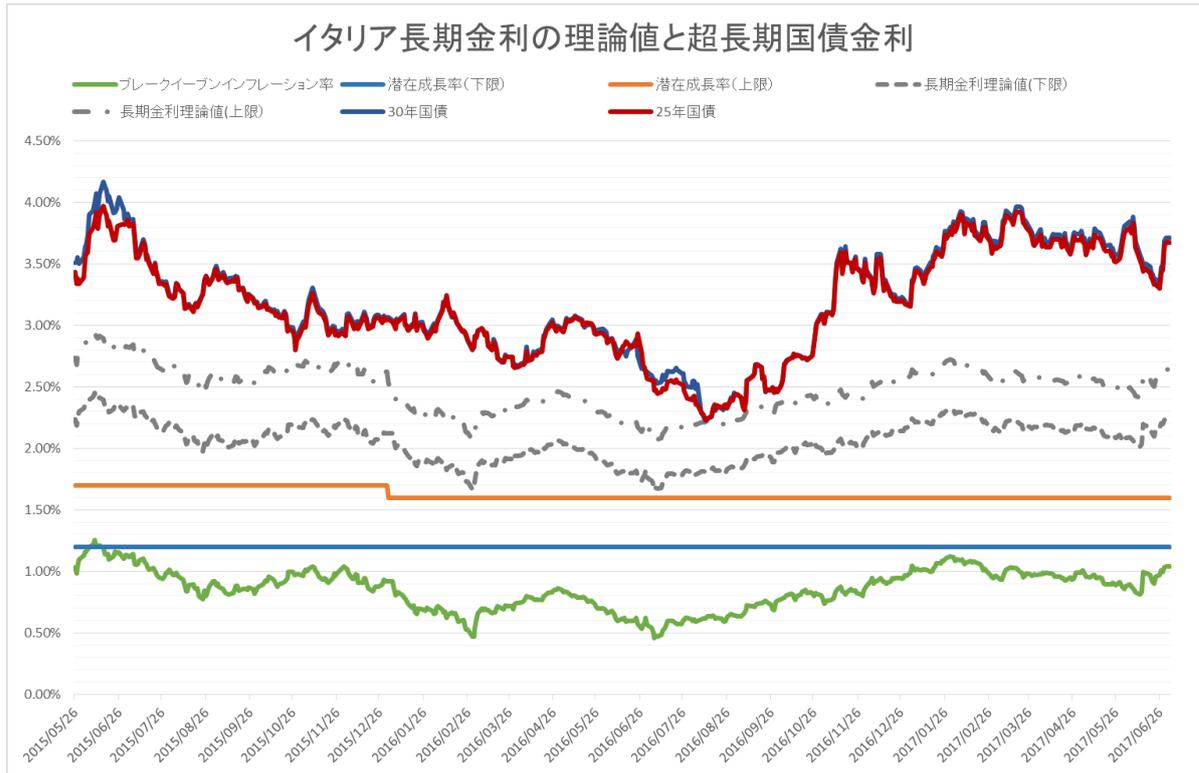
欧州は、通貨がユーロに統一されているため、各国独自に金融政策を実施することができない。仮に、経済過熱感が出たとしても、インフレ抑制のために、金利を単独国で政策的に上げることができない。また、財政に関しても欧州内のルールで、財政均衡を維持することを義務付けられているため、各国の裁量で独自に発動することができない。このため、単純に米国のように理論値から金利水準自体を評価するのは難しい。

図表4は、スペインの超長期金利の推移を米国債金利同様に理論値との関係で見たもの。スペインの国債金利は、ECBの金融緩和が始まって以来、この理論金利のバンドに近づいて推移してきた。スペインの国債の超長期金利も、米国債同様、米国の大統領選挙期間においては、極端に利回りが低下し、オーバーシュートしている。2015年から2016年の春までは、スペインの政情不安もあり、理論値の上限を上回る水準で推移していたものが、トランプ大統領就任以後は、理論値上限値に沿って動いている。スペインは、インフレ率も徐々に上昇しており、期待インフレ率も反転しているため、今後も、理論値の上限近辺を推移していくものと思われる。ECBのテーパリングが始まるまでは、この状況にあまり変化がないものと思われる。(テーパリング開始後は、国の格付が現状のままであれば、この理論値を乖離して金利上昇する可能性がある。)

イタリアの超長期金利は、経済の実態対比、著しく高いように見える。これは、ユーロという

通貨の中で、格付による序列を反映した金利水準となっているためと思われる。ちなみに、ほぼ同格付のスペイン国債(S&P/Moody's:BBB+/Baa2)とイタリア国債(S&P/Moody's:BBB-/Baa2)の利回りを見てみると両国の政治状況により、逆転をする状況等を含め概ね25b.p.程度で推移していることが図表6にて確認できる。但し、ここにきて、かい離が広がりつつあるように見える。

図表5



Bloomberg より当社作成

図表6：スペイン30年債とイタリア30年債の金利推移



S&P は、2017 年 3 月 31 日に、スペインの格付のアウトルックをポジティブに修正しており、ビジネスタイムス¹によれば、「経済のパフォーマンスが現状を維持し、財政状況が、S&P の期待水準を維持できることが確認できれば、24 か月以内に格上げする。」との発表を行っている。Moody's のスペインの見通しは、2017 年 3 月 10 日付の発表²では、「経済成長と、高い収入水準、経済の構造改革から便益を受けている一方、規模の大きな財政赤字と構造改革の勢いが色あせつつあることから発生する課題に直面している。これらを考慮に入れて Baa2で安定。」とされた。特に、Moody's は、財政赤字のコミットメントの強さがどう変化するかに注目しており、この動き次第で、格付或はアウトルックを変更する可能性があるとのことである（コミットメントが弱まれば、ネガティブな反応、強まればポジティブな反応）。

一方、イタリアに関しては、S&P は、2017 年 3 月 3 日にイタリアの格付を BBB-を維持³したことを発表している。S&P によれば、「2017 年の経済成長が 0.7%、内需も安定しており、労働市場も徐々に回復している。失業率は、2017 年に 11.3%、11.1%となり、2016 年の 11.7%から改善し、2018 年には、11%へと更に改善すると予想している。また、購買力への悪影響として、

¹ <http://www.businesstimes.com.sg/government-economy/sp-raises-spains-rating-outlook>

² https://www.moodys.com/research/Moodys-Spain-benefits-from-strong-growth-and-rebalancing-fiscal-challenges--PR_363390

³ <http://www.italy24.ilsole24ore.com/art/markets/2017-05-05/sp-affirms-italy-s-rating-at-bbb-sees-09percento-growth-2017--181108.php?uuid=AE7bnFHB>

インフレがあるものの、公的セクターの賃金凍結、家計及び低所得者年金者向けのサポート、社会保障システムといった政策への影響で相殺される可能性を考えている。」としている。Moody's は、2016年12月7日に、イタリアのアウトルックを Baa2 ネガティブ に変更している。その理由として、①憲法改正が否決されたことに伴う、緩慢かつ停滞している経済及び財政改革の進捗の可能性、②中期の成長が弱っていること等により、イタリアの巨額債務の削減が、遅れる可能性の2点からアウトルックをネガティブに引き下げたと発表した。また、2017年2月14日には、「Italy: Euro Exit Risk Remains Very Low, But Political Dynamics Are Unpredictable」⁴を公表し、「ユーロからの離脱は、イタリアのデフォルトを意味し、イタリア憲法裁が本年25日に、現行選挙法の一部を違憲とし、大政党への権力集中を生みかねない2回投票制の廃止と、選挙法の速やかな改正を求める判決を下したことで、そのリスクは極めて低くなった。しかし、今年の総選挙の状況次第では、変化がある点注意が必要」とのコメントを出した。

格付機関のコメントを鑑みると、両国の信用力に今後差が発生する可能性があり、両国間の金利差が開く可能性があるものと思われる。茲許の金利差の拡大傾向は、このようなことを市場が織り込み始めたことから発生している可能性がある。このようなことから、今後は、スペイン国債の金利が理論値の上限と下限の間に下落し、イタリア国債の金利はさらに上昇する可能性があるものと思われる。

図表7: スペイン(S&P/BBB+)とアイルランド(S&P/A+)の30年国債金利の推移



出典: Bloomberg
以上

⁴ https://www.moody.com/research/Moodys-Italy-Euro-Exit-Risk-Remains-Very-Low-But-Political-PR_362128

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うこととなります。

本書は、金融商品(有価証券を含みますが、これに限られません)の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものでもありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社および、またはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号
本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11
加入協会 日本証券業協会
指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター
資本金 5億円
主な事業 金融商品取引業
設立年月 昭和24年7月
連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。