

# 拡大が見込まれる米独長期金利差 スプレッドを拡大させる様々な要因

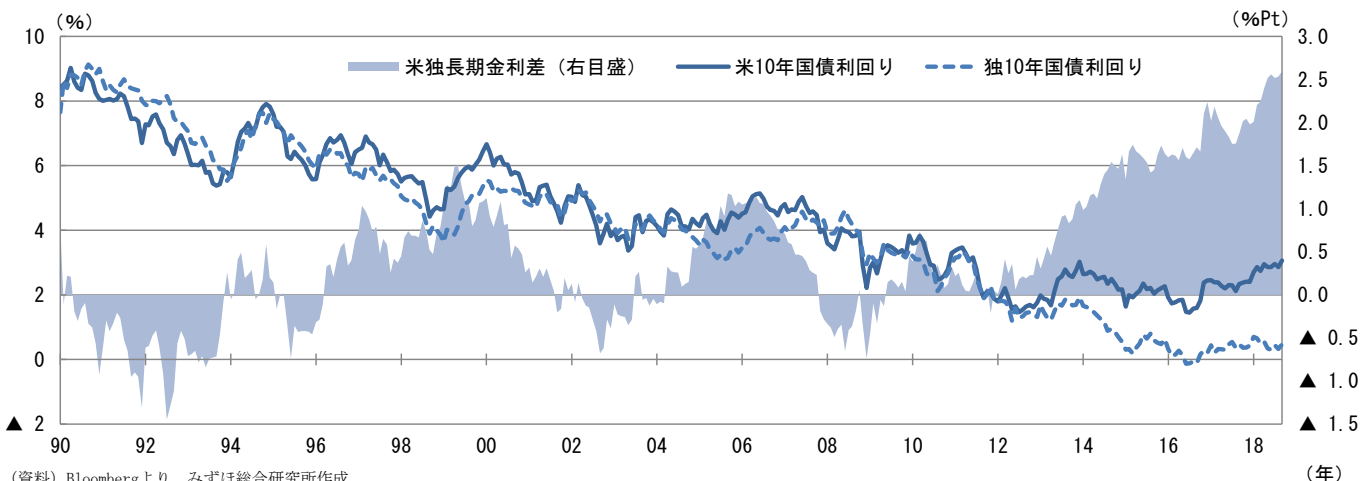
みずほ総合研究所  
調査本部 市場調査部  
03-3591-1248

- 米国債とドイツ国債の利回りの差（スプレッド）は拡大傾向にあり、2018年度上期には過去最大を更新した。背景には、経済環境・金融政策に加え、国債需給等の複数の要因が作用している
- この大きく拡大したスプレッドは引き続き維持しようと思料。金融政策の引き締めスピードは米国が上回ることに加え、国債の需給環境を見ても米国の方が緩い
- 2018年度下期以降は、①トランプ政権による大規模なインフラ投資による米債発行圧力の高まり②欧州金融システムリスクを受けた独債需要の高まりを背景にスプレッドが一層拡大する可能性も

## 1. 米独スプレッドは2018年上期に過去最大まで拡大

米国10年国債利回りとドイツ10年国債利回りの差分（米独スプレッド）は2018年を通じて拡大傾向が継続した。図表1は長期金利の差分を比較したものだが2013年以前には比較的平行に推移していた米独長期金利であるが、2013年以降は明確に金利の方向感が変化し、その結果として米独スプレッドの拡大が継続している。この傾向は長期金利（10年）のみならず、比較的償還が短い2年国債利回りでも確認される。政策金利に連動し易い2年債と異なり、10年債利回りが拡大することは先行きの金融政策だけでなく、その他の要因も関与していると考えられる。本レポートではこうした要因を分析した上で今後の見通しについて考察を行った。

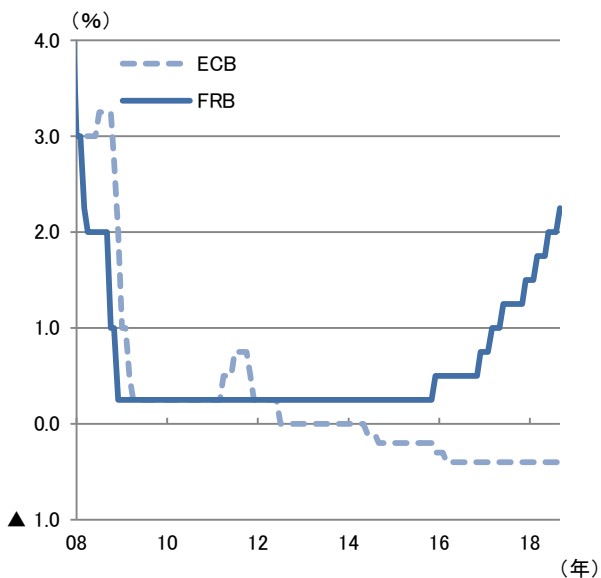
図表1 米独10年利回りとスプレッド



## 2. 方向感が異なるFRBとECBの金融政策

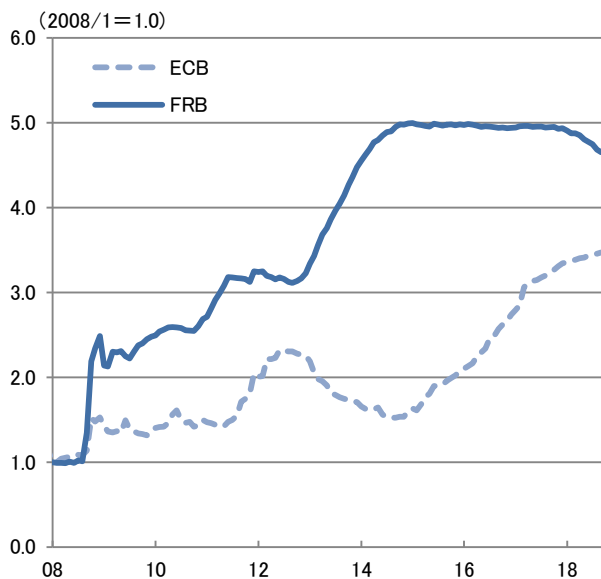
2013年以降の米国とユーロ圏の金融政策の違いが長期金利の相関を歪め、結果として米独スプレッドが拡大基調を継続した可能性がある。図表2と図表3はリーマン・ショック以降の金融政策の推移を示したものである。図表2で示している政策金利については、2013年以降、欧州は政策金利にマイナス金利を導入し、また深掘りをした。一方、米国は2015年12月を皮切りに政策金利の段階的な引き上げ局面に突入した。2015年には1回、16年には12月に1回、17年は3回、18年は12月に順当に利上げが行われれば4回と4年間で9回、つまり2.25%の引き上げを行うことになる。こうした政策金利に対するアプローチの違いは国債利回りの中でも政策金利の影響を受けやすいとされる2年債のみならず10年債の上昇にも寄与しているといえる。さらに、2008年のGFC (Global Financial Crisis) においては、FRBによるQE (Quantitative Easing : 量的緩和) やECBによるAPP (Asset Purchase Programme : 資産購入プログラム) といった非伝統的な金融緩和手段が用いられているため、図表3では各中央銀行のバランスシートの推移を示した。FRBは初めにQE 1 (2008年11月 : エージェンシー債の買い取り、2009年3月 : 米国債の買い取り) を行った。大規模資産買入開始前と比較すれば2倍程度までバランスシートの拡張が行われた。その後、2010年11月から2011年6月までQE 2を行い、バランスシートは当初と比較すると3倍程度まで膨らんだ。最終的にはQE 3を経て、5倍程度まで膨らんだのが2014年10月までの変遷である。その後は2018年1月より、再投資が停止され徐々にバランスシートが縮小している。一方、ECBはGFC、そして2010年のギリシャ危機に対応するため様々な非標準的措置 (non-standard measures) を採用してきた。図表3でも示した通り、本格的にバランスシートが拡大したのは、原油安を受けた物価低迷に対応するためPSPP (Public Sector purchase program) を導入し、国債の買い取り策が採用された2015年1月からである。図表1における米独スプレッド拡大の背景には、マイナスの水準に引き下げた政策金利を維持するECBに対して、2015年末以降、段階的に政策金利を引き上げているFRBの政策金利を巡るスタンスの違いだけでなく、バランス

図表2 米欧政策金利



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表3 米欧中銀バランスシート



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

シート縮小に向かう米国に対し、拡大局面にある欧州といった量的緩和に対するスタンスの違いもある。

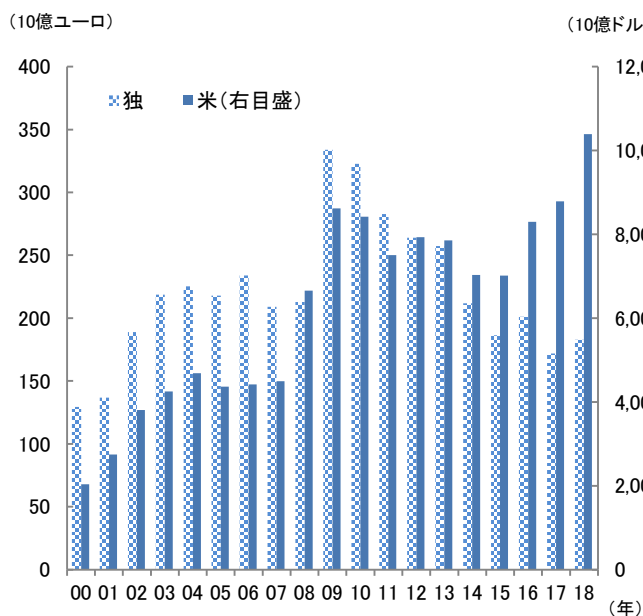
金融政策の方向感の違いが今後の米独スプレッドに対してどのように作用するかを考察したい。初めに政策金利であるが、2019年・2020年とFRBはペースこそ落ちるものの漸進的な利上げが行われることが2018年9月のFOMC（9/25-26）におけるドットチャートでも示された。また、パウエルFRB議長は10月3日にPBSのインタビューに対し、米国の経済は非常に前向きであるとの認識を示し、金利水準はなお緩和的であり、中立の水準に緩やかに向かうとコメントした。こうした発言はタカ派的だと金融市場では捉えられ米金利の上昇圧力となった。強い景気モメンタムに支えられた利上げ姿勢は引き続き米金利の上昇圧力となろう。またバランスシート縮小ペースの加速も金利上昇に寄与すると考える。FRBは毎月100億ドルというペースで縮小を開始した。3カ月に一度、償還される額が増加し、最終的には毎月500億ドルのペースでバランスシートが縮小する。縮小開始当初のバランスシートの規模は4.5兆ドルであったが、FOMCは最終的なバランスシートの規模については明確に示していない。経済成長を鑑みれば適切なバランスシートの規模はGFC以前と比較すれば拡大していることが推察できるものの、当面のところ中央銀行が保有する国債の償還による市中発行量の増加を介した金利上昇圧力は残存するであろう。ECBは2018年末にはAPPを停止すると予想されている。停止後、一定期間は再投資が行われることが金融市場では見込まれており、保有国債のストック効果によって金利低下圧力は従前よりは弱まるものの残存することが予想される。また、政策金利についてもECBの公式発表では「少なくとも2019年夏にかけて（at least through the summer of 2019）」現在の水準で据え置くとされている。先物市場から予想される市場参加者の政策金利引き上げペースを米欧で比較すれば、2018年程の差こそないものの引き続き米欧の金利拡大圧力となりそうである。政策金利・バランスシート政策、両面から引き続き金融政策を意識した米独スプレッドの拡大は起こり得るであろう。

### 3. 国債の需給と供給

需給要因もスプレッドの拡大に寄与しただろう。まず供給側として、米独国債の発行額の推移を見てみる（図表4）。2014年頃までの米国とドイツの国債発行額の推移は類似していた。リーマン・ショックまで緩やかに発行額を増加し、リーマン・ショック時に大量に国債を発行した後、2014年頃にかけて少しずつ減らしていくという動きである。その後の推移は対照的である。ドイツは好調に税収を増加させ歳出を抑制したため、良好な財政収支が続き、新規国債の発行がゼロになるまで国債の発行が減少した。一方、アメリカは2014年以降も国債の発行を増やしている。オバマ政権のもとで医療保険改革が進められて財政赤字が拡大し、債務上限適用を停止する法案が可決したことで国債が増発された。さらに供給量に拍車をかけたのは2017年にトランプ大統領による1.5兆ドルの大型減税法案を可決したことである。減税による財源を補うために中短期債を中心に発行が急増した。国債発行額の推移が米独で乖離し始めた時期と、米独利回り格差が拡大し始めた時期は近く、やはり国債の発行額の差が米独の利回り格差拡大の一因となったことが分かる。今後については、トランプ大統領による減税政策第2弾がある可能性があること等を考慮すると、引き続き米国の国債発行量は増え続けるだろう。米財務省公表の2018年度の財政収支(10/15)は前年比+17%の赤字幅で6年ぶりの高水準となった。一方ドイツは、財政均衡を義務付ける法律を作るほど緊縮財政を徹底しており、EUの財政規律によっても拡張的な財政政策が禁止されていることを考慮すると急激に国債の発行額が増えていく展開は見込まれない。

次に需要側として、ドルとユーロのヘッジコストの違いが影響した可能性がある。ヘッジコストは各国金利差と各国通貨の需要の和として一般的に考えられ、近年ドルの調達コストが上昇している。海外投資家による日本国債の保有比率が10%程度なのに対して、米国債は約40%、独国債は約50%を海外投資家が保有するため、各国通貨の調達コストが各国債の需要に与える影響は大きい。まず、前述のような米国による利上げの織り込みが進んでいることや短期国債の発行が増えていることによってドル借入に要する金利であるドルLiborが上昇し、他国との金利差が拡大していることが一因である。また世界的にドルが不足しており、需要超過となっている。背景には年末に向けたドル需要に加え、トランプ大統領の減税政策によってドルが米国に還流していることや金融規制強化によってドルの流動性が低下していること等がある。一方、ユーロは長い間マイナス金利が続いており、ドルに比べると世界的に需要が大きくないため、ヘッジコストは高くなっていない。ここで、欧州の投資家が米国債に投資した場合を例にとってみる(図表5)。足元の米10年国債利回りは3%を超え、2011年以来の高水準で推移しているが、ヘッジコストを控除した後の利回りはほぼ0%である。逆に米国の投資家が独10年国債に投資したときの利回りは3.7%にもなる。日本の投資家が両国に投資する場合にも、ヘッジ後の米国債利回りは0.2%であるのに対し、独国債利回りは0.7%であり、独国債に投資した方が得られる利回りが高い。債券投資を積極的に行っている生保の2018年度運用計画でも米国債から欧州債にシフトする動きが見られるのもこのためである。今後についても上記の要因は継続することが予想され、引き続きドルの調達コストは高止まりし、米国債の需要は緩みやすい地合いが続くと見込む。

図表4 米独国債発行額(グロス)



(注) 2018年は予定。  
 (資料) sifma、EU、ドイツ連邦銀行、米財務省より、みずほ総合研究所作成

図表5 ヘッジ後米独10年国債利回り



(注) 欧州の投資家が米10年債に、米国の投資家が独10年債にヘッジ付きで投資した場合。

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

#### 4. 拡大に拍車をかける2つのファクター

金融政策や国債の需給、景気動向など従来米独スプレッドを拡大させてきたファクターは引き続き意識される。そういった意味では2013年以降に拡大した米独スプレッドはこの水準が維持されることが見込まれる。ただし、景気や金融政策以外のファクターでスプレッドが更に拡大する可能性にも留意しなければならない。米金利上昇を加速させるインフラ投資と欧州金利低下を加速させる新興国に対するエクスポージャーが挙げられる。

##### (i) 米インフラ投資、活発化の可能性

トランプ大統領はインフラ投資の拡大を選挙公約として掲げてきた。その後、2017年8月15日はインフラプロジェクトの環境評価や許認可決に関する手続きの迅速化を図る大統領令に署名した。道路、橋、鉄道や水路といった大型のインフラプロジェクトの実施に必要な連邦政府の手続きに関し、主導する政府機関を一本化し、プロセス全体を合理化することで、平均して約2年以内にすべての手続きが完了することを目標として設定した。各省庁には、目標に対する達成状況に関する説明責任が負われ、手続きの透明性を高めることで政府全体のパフォーマンス向上にも繋がるとした。こうした大統領令を背景に足元ではインフラ投資が活発していることが伺える。中間選挙以降、議会が「ねじれ」となる可能性が高く、2019年度には債務上限引き上げに対する懸念が高まることが予想される。こうした状況においては、財源に対する不透明感が存在する。しかしながら民主党はインフラ投資には前向きという側面もあり、インフラ公約がトランプ政権発足以降に着手されていないなかで、民主党の合意を得て本格的に着手されれば今以上の財政赤字が実現するだろう。CBOの2018年4月時点での米国財政収支見通しは年々悪化することが予想されているが、これを上回る可能性もある(図表6)。こうした財政赤字を埋めるために国債が増発され、米金利上昇圧力を高め、米独スプレッドが拡大する展開には十分に留意する必要がある。

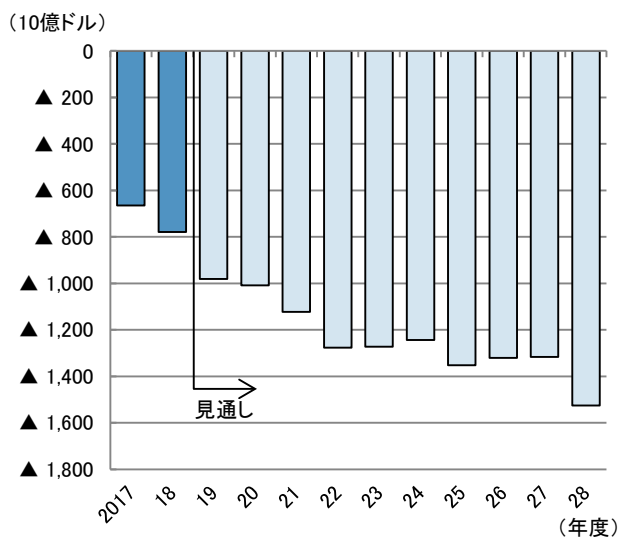
##### (ii) 新興国リスク

2018年上期、特に4-5月にかけて米金利が上昇する中で新興国からの資金流出が目立った。さらに8-9月にはトルコリラが急落する「トルコリラショック」、9月末から10月にかけてはインドネシアがターゲットになり新興国リスクが意識された。図表7は新興国に対する民間銀行のエクスポージャーを欧米(欧州:ドイツ、スペイン、イタリア、フランスの合算)で分解したものである。みずほ総合研究所では、新興国に対するリスクを5段階に分けてスコアリングしている。その中で危険度上位5か国であるベネズエラ・トルコ・アルゼンチン・メキシコ・南アフリカについて、欧米どちらのエクスポージャーが多いのかを割合で示した。概ねいずれの国も欧州が米国を上回っている状況が確認できる。もちろん、トルコショック時に欧州の金融システムリスクが取りざたされた際にも主要国の新興国に対するエクスポージャーの比率はそこまで大きくないため過度にリスク視をすべきではないとの見方もあった(たとえば、当時のスペインのトルコに対するエクスポージャーは全エクスポージャーの約2%)。ただし欧米の比較感という意味では見方を変える必要がある。米金利が上昇する中で新興国に流入していたドル資金が流出すれば、結果的には多くエクスポージャーのある特定の欧州諸国の金融システムリスクが意識され、周縁国債の金利が上昇する中で、安全資産需要としてドイツ国債の利回りが低下するパターンをトルコショックを中心としたリスクの顕在化の際に投資家は経

験している。繰り返しにはなるが米国の金融政策が正常化の過程において金利上昇局面のなか新興国は常に資金流出リスクに晒されているといえる。資金流出によって影響の出やすい国の債務比率を確認すればドイツ国債への安全資産需要を高めやすく、独金利低下によるスプレッドの拡大にも留意が必要であろう。

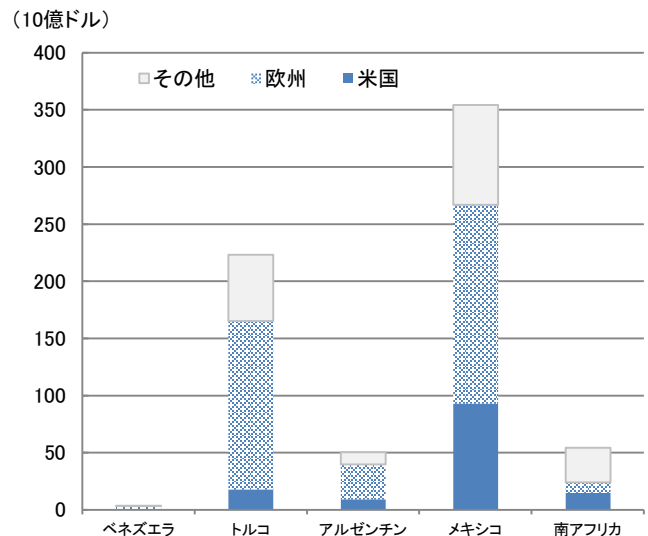
足元の米独スプレッドの歴史的な拡大は上述のように経済環境や金融政策・債券の発行状況の違い等の複合的な要因によって発生している。今後もそれらの要因が米独スプレッドの拡大をサポートする可能性が高い。例えば金融政策の違いという観点ではECBが利上げを行うと考えられている来年夏以降までは米独スプレッドの一段の拡大が見込まれる。今次局面では欧州に対する不安という意味で米独スプレッドが投資家心理のバロメーターとなっている側面も強く、欧州株の相対的な弱含みやユーロドル相場の一層の下落などに警戒する必要があるだろう。もちろん長期的に見ればグローバルなマクロ経済環境は相互に関連しており、米欧の金融政策の方向性も次第に収れんしていく可能性が高い。グローバルな景気後退の可能性が熾れば、主要先進国が金融緩和に舵を切るという思惑が高まり易い。スプレッド拡大にベットしたポジションの偏りが一気に解消されればボラティリティが高まる可能性もあり、他市場への波及を含め留意が必要である。

図表 6 米財政収支



(資料) CBO (2018年4月時点・ベースライン) より、みずほ総合研究所作成

図表 7 エマージング諸国に対する与信



(注) 欧州はドイツ・スペイン・イタリア・フランスの合算値。(資料) BISより、みずほ総合研究所作成

【共同執筆者】

市場調査部主任エコノミスト  
市場調査部

殿岡直樹  
宮本凌

naoki.tonooka@mizuho-ri.co.jp  
ryo.miyamoto@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。