

ゆうちょ資産研レポート

2012年3月号

ファンダメンタル・アナリシス.....	1
「芽生える循環回復の兆し」 日興シティグループ証券株式会社 チーフエコノミスト 村嶋 帰一	
マーケット・アウトルック (1).....	7
欧州ソブリン問題は本当に終息したのか？ ～今後のソブリン・クレジット市場見通し 大和証券キャピタル・マーケット株式会社 シニアクレジットアナリスト 藤岡 宏明	
マーケット・アウトルック (2).....	13
政策対応により回復が持続する可能性を視野に入れる株式市場 みずほ証券株式会社 投資情報部長 倉持 靖彦	
資産研コーナー.....	19
住宅ローン担保証券 (MBS) 市場の動向 ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和	
統計データ集.....	25
ゆうちょ関連データ.....	31

「芽生える循環回復の兆し」

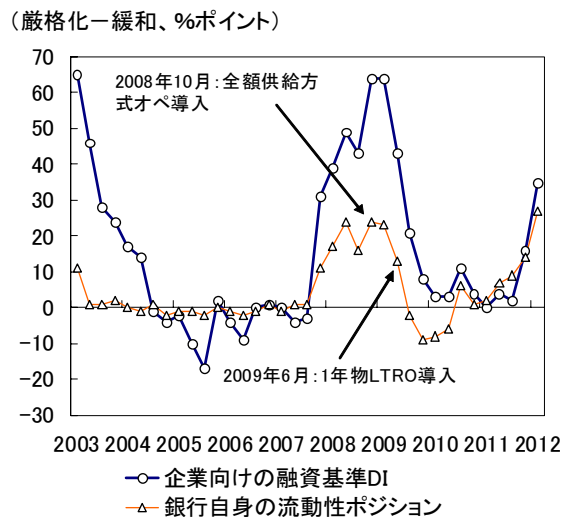
日興シティグループ証券株式会社 チーフエコノミスト 村嶋 帰一

日本経済は今年下期にかけて、輸出の持ち直しと震災関連の復興需要を主因に、景気拡大ペースを徐々に加速させていく可能性が高い。何よりも、日本経済を揺さぶってきた外部環境（海外経済・金融市場、為替相場）が好転していることが大きい。本稿では、最近の欧米経済の動向について整理を行った上で、今後の国内景気を展望したい。

安定局面を迎えつつある欧州

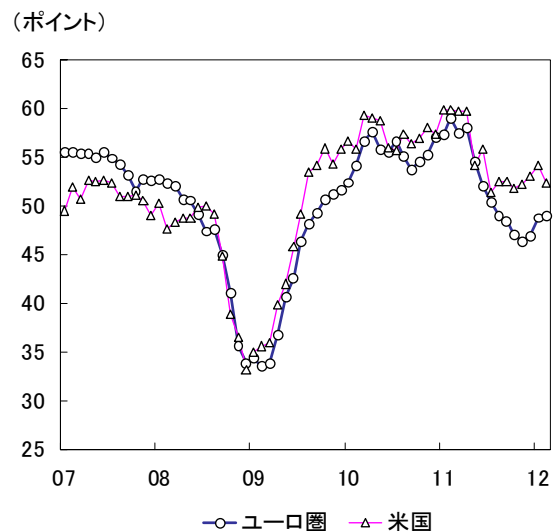
昨年来、欧州のソブリン債務・銀行危機が世界の金融資本市場、ひいては実体経済に悪影響を与えてきた。ただ、欧州中銀（ECB）が、昨年12月、今年2月に3年物・長期資金供給オペ（LTRO）で1兆ユーロを上回る流動性を供給したことで、金融市場、特にインターバンク市場の緊張は緩和に向かっている。3年物LTROは、ソブリン債務危機が国債価格の下落を通じて、それを保有する銀行に打撃を与え、更にそれが銀行財務への懸念とインターバンク市場の機能不全を通じて、実体経済に下押し圧力を及ぼすという悪循環に楔を打ち込むものだったと評価できる。対症療法ではあるが、銀行の融資姿勢のタイト化を防ぐことを通じて、実体経済にも安定化効果を及ぼす可能性が高い。

図表1 欧州銀行の企業向け融資基準DIと銀行自身の流動性ポジション



（出所）ECB、シティグループ証券

図表2 米国とユーロ圏の製造業・景気指数



（出所）全米供給管理協会、Markit、シティグループ証券

参考までに、ECBのバンク・レンディング・サーベイ（銀行の融資姿勢や資金需要をアンケート方式で調査したもの）を使って、2007年以降の金融危機下での経験を振り返ると、欧州銀行の企業向け融資基準DI（過去3ヵ月間に「厳格化」－「緩和」）と金融機関自身の流動性ポジションに関する評価（「厳格化」－「緩和」）の間には比較的強い連動性が存在してきた（図表1）。流動性ポジションが銀行の貸出姿勢を相当程度、規定してきたことになる。ECBによる流動性供給策の効果については、①2008年10月に全額供給方式の資金供給オペが導入されると、融資基準DIと流動性ポジショ

ンに関する評価の悪化に歯止めがかかった、②2009年6月に1年物LTROが導入されて以降、流動性ポジションに関する評価は「緩和」超に転じ、融資基準DIも大幅に改善した、といった点から判断して、銀行の融資姿勢のタイト化に起因する景気下押し圧力を軽減する上で一定の役割を果たした可能性が高い。

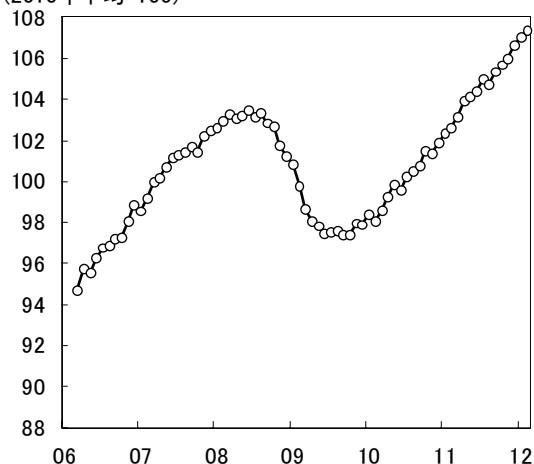
2度に亘った今回の3年物LTROも、同様の効果を発揮し始めている可能性が高い。最新のバンク・レンディング・サーベイ（4月調査）は4月25日に発表されるが、そこでは、銀行の流動性ポジションに関する評価の好転と融資基準DIの改善が示されよう。世界経済最大のリスク要因となってきた欧州危機は、抜本的な解決にはほど遠い状況ながらも、安定局面を迎えつつあり、少なくとも当面は、世界景気の足を強く引っ張ることは想定しにくくなっている。

製造業サイクルが上向き

実体経済に目を転じると、世界的に、製造業に持ち直しの動きが出始めている。米国のISM製造業・景気指数が昨年10月に底を打ったほか、ユーロ圏の製造業PMIも昨年11月を底に持ち直している（図表2）。新興国でも、韓国や台湾の製造業関連指標（特にハイテク関連）が改善の動きをみせ始めており、製造業の持ち直しはグローバルな性格のものである可能性が高い。こうした中、後述する通り、日本の鉱工業生産・輸出も増加基調に戻ると予想される。

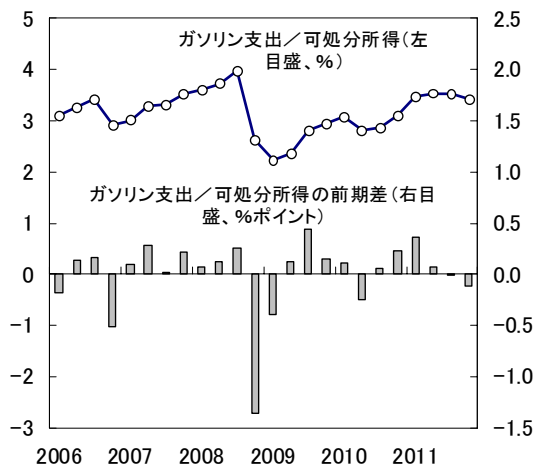
図表3 米民間雇用者の総賃金
(時間当たり賃金×総労働投入時間)

(2010年平均=100)



(出所)米労働省、シティグループ証券

図表4 米ガソリン支出の可処分所得に対する比率とその前期差（四半期ベース）



(出所)米商務省、シティグループ証券

米国経済については、昨年夏場以降、「日本化する」といった悲観論が再燃したが、結果的には大方の想定を上回る底堅さをみせている。2011年下期のGDP成長率は平均で年率2.4%と、同上期の0.8%から持ち直した。住宅市場を中心とする構造調整が引き続き、景気の重石となっている一方で、構造調整圧力にさらされていない部門では、景気の循環的メカニズムが定着し始めていることが底堅さの背景と考えられる。この点は家計所得の動向から読み取れる。図表3は、時間当たり賃金に総労働投入時間（一人当たり労働時間×雇用者数）を乗じた「民間雇用者の総賃金」をみたものだが、安定的な増加基調を維持し、既に2008年のピークをはっきりと上回っていることがわかる。雇用者数の回復の鈍さ（あるいは水準の低さ）に目が行きがちだが、一人当たり賃金が増加を続けており、これが総賃金を押し上げている。日本のバブル崩壊後の調整とは対照的に、米国では、企業

のバランスシートが健全であるため、企業収益の増加が（負債の返済に使われるのではなく）所得として家計に波及しやすい。バランスシート調整がどの部門で起きているか（日本のバブル崩壊後は企業、今回の米国は家計）という点が、経済全体のパフォーマンスに重要な差異をもたらしているように思われる。

ただ、以上の点は、米国景気が 2011 年下期に比べて更に加速するということを意味しない。むしろ、今年の景気拡大ペースは、昨年下期をやや下回る可能性が高い。背景としては、①在庫投資の押し上げ効果の一巡、②ガソリン価格上昇に伴う個人消費への下押し圧力、③2 月まで続いた好天候の押し上げ効果（特に建設関連）の剥落、等が指摘できる。このうち、ガソリン価格に関しては、2010 年秋から 2011 年春にかけて、ガソリン価格急騰により、家計の懐具合が強く圧迫され、個人消費が大きく減速する局面がみられた。現在のガソリン価格（1 ガロン 3.8 ドル）であれば、当時ほど、個人消費に対する下押し圧力が強まることは考えにくいとはいえ、一定の影響は避けられないとみられる。

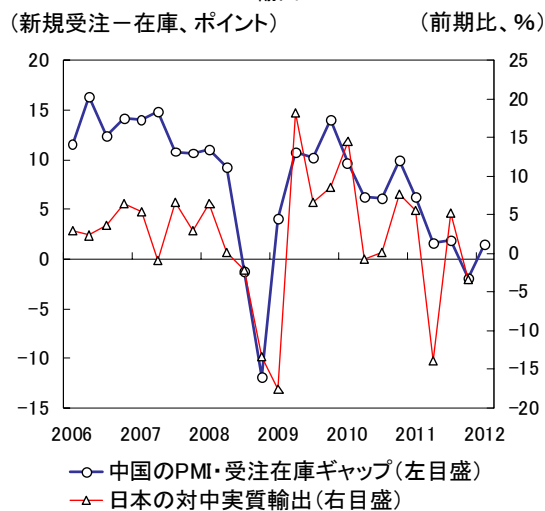
日本経済も足踏み脱却へ

国内景気に目を転じると、足許では、輸出が横ばい圏で推移する一方、鉱工業生産は増加に転じており、両者の間に齟齬が発生しているように見える。これは、鉱工業生産の季節調整の歪みに起因すると推察される。具体的には、いわゆるリーマンショック後の 2008 年 10 月から 2009 年初頭にかけての生産の急激な落ち込みの一部が季節性として捕捉され、毎年、それに該当する期間、季節調整後の計数が強く出やすくなっている可能性がある。このため、足許の鉱工業生産の持ち直しを、景気回復の兆候と解釈するのはやや危険であろう。

ただ、以下の諸点を踏まえると、実態として、日本の輸出・生産は増加に向かう可能性が高まっていると判断される。第一に、昨年、急減速した中国向け輸出に、安定化ないしは持ち直しの兆しが出始めている。図表 5 は、中国の製造業 PMI の中から「新規受注」と「完成品在庫」の指数を取り出し、両者の差をとったもの（「受注・在庫ギャップ」）と、日本の対中実質輸出の伸び（前期比）を比較したものだが、両者が比較的強く連動してきたことがわかる。「受注・在庫ギャップ」は、受注の低迷と在庫の増加を背景に、昨年 10～12 月期まで傾向的に低下していたが、年明け後は底打ち・反転の動きをみせ始めている。在庫循環の観点からは、中国向け輸出は最悪期を過ぎた可能性があるろう。

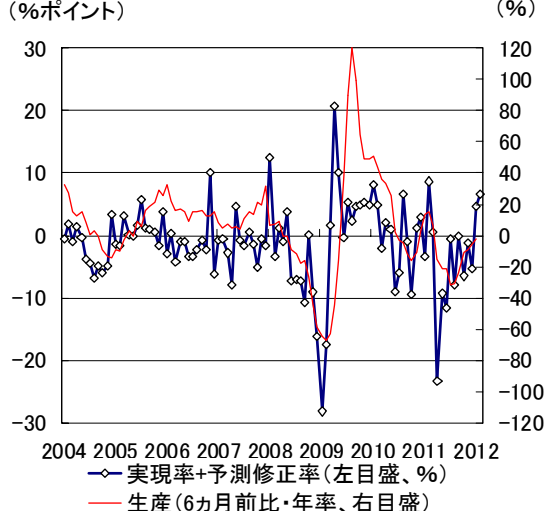
第二に、輸出低迷の一因となってきたハイテク産業に変化の兆しが現れている。図表 6 は、鉱工業生産統計に基づき、ハイテク産業の代表である電子部品・デバイス工業について、生産実現率と予測修正率の合計値と、生産の伸び率を比較したものである。実現率は、企業の生産計画に対する生産実績の上振れ・下振れ幅であり、予測修正率は、生産計画の修正状況を示すため、両者の合計は、企業の想定比でどれだけ需要が強いかわかる指標となる（「サプライズ指数」と呼ぶ）。この図表からは、「サプライズ指数」が生産に先行する傾向が読み取れるが、前者はここ 2 ヶ月間、はっきりとしたプラスに転じており、生産の増加を示唆する。この点は、韓国や台湾で、ハイテク関連商品の需給バランスが改善していることとも整合的である。以上の点と、先に指摘した欧米での製造業サイクルの持ち直しから総合的に判断して、日本の輸出・生産は増加基調に転じる蓋然性が高まっている。

図表5 中国のPMI・受注在庫ギャップと対中輸出



(注)2012年1～3月期のPMIは1、2月の平均値。
(注)中国物流購買連合会、シティグループ証券

図表6 電子部品・デバイスの生産とサプライズ指数(実現率と予測修正率の合計)



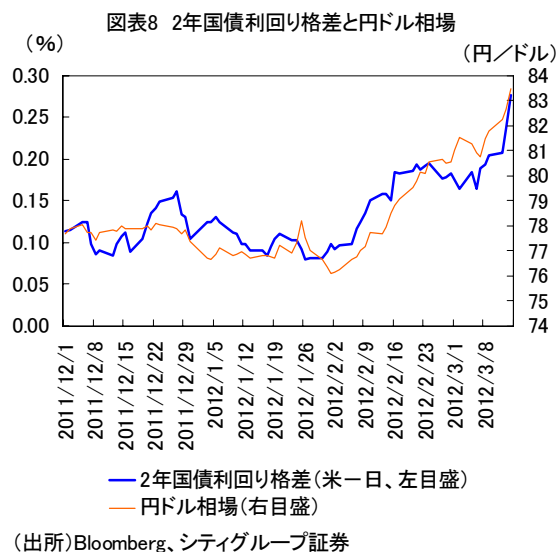
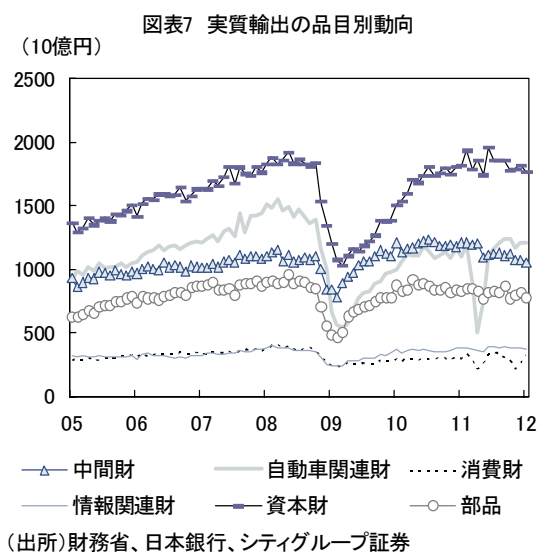
(出所)経済産業省、シティグループ証券

製造業の追い風となる円安ドル高

景気の先行きを考える上では、円高ドル安傾向が転機を迎えていることも重要である。今後、緩やかにせよ、円安ドル高の流れが続けば、日本の製造業を巡る競争環境はこれまでに比べて急速に好転する可能性がある。

まず、図表7で、日本の世界向け輸出(実質ベース)を品目別に振り返ると、①昨年、サプライチェーンの途絶・復旧の影響を受けた自動車がV字型の振れをみせた、②それ以外の品目はいずれも2011年に入って以降、頭打ちないしは弱含み傾向で推移した、といった点が読み取れる。後者については、中国・欧州を中心とする海外景気減速の影響が大きかったとみられるが、それと同時に、円高(対米ドルだけでなく、対アジア通貨・ユーロでの上昇)に伴う日本製品の価格競争力の低下が影響し始めた公算が大きい。また、震災が、海外顧客企業に対して、日本製品の価格競争力を吟味・再検討する機会を与えた可能性もある。急激な円高ドル安は、製造業に対して、震災以上に深刻な打撃を与えたと言ってもいいかもしれない。

ただ、今年2月以降の円ドル相場の変転は、こうした状況に重要な変化をもたらす可能性がある。中長期の視点での議論にはなるが、図表9は、今後、①円の名目価値(実効ベース)は年率1%ずつ下落する、②日本と海外との平均的なインフレ格差が2.5%で推移する(現在4%程度)、という機械的な仮定の下、円の実質実効相場を2018年まで試算したものである(図の●印)。こうした緩やかな円安の想定の下でも、2017～2018年の実質実効相場は1980年代前半以来の水準に低下することになる。この点は、日本製品の価格競争力が改善に向かうか、あるいは、輸出価格の引き上げを通じて、採算性を改善させる余地が広まることを意味する。円高局面が転機を迎えたとの認識が企業の間に定着すれば、今回の円安ドル高は、その値幅以上に、企業行動の変化を通じて、实体经济に好影響を与える可能性も出てこよう。



問題は、本当に円高ドル安が転機を迎えているかどうかだが、その可能性は高いように思われる。もちろん、短期的には、円高圧力が再燃する可能性が否定できない。ただ、今回の円安ドル高は、金融政策に関する日米のスタンスのコントラストを反映したものであることが重要である。

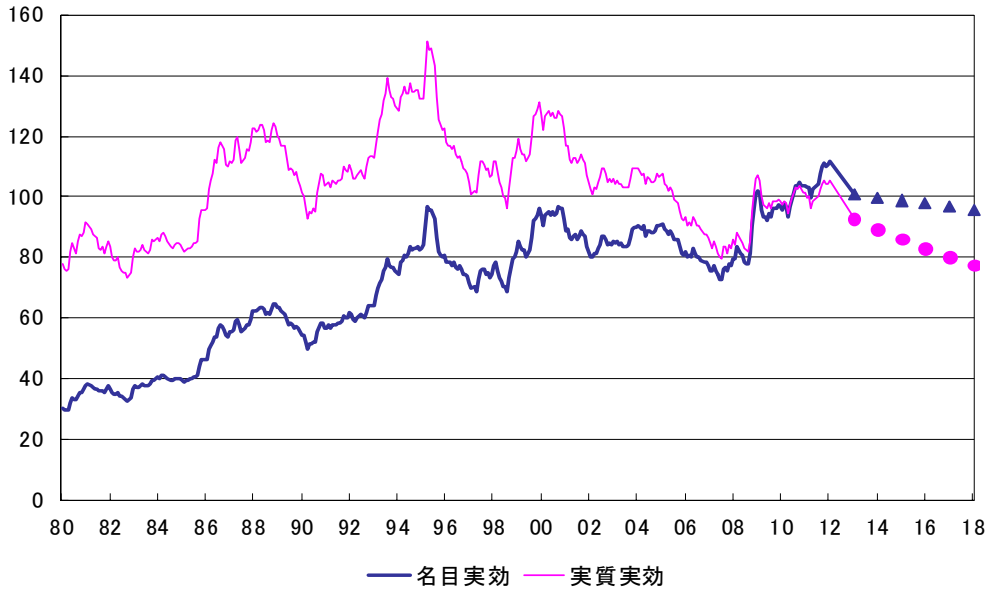
具体的にみていくと、FRB は今年 1 月下旬の FOMC 会合後の声明文で、「経済情勢が例外的に低い FF レートを少なくとも 2014 年終盤まで正当化する可能性が高いと予想される」と指摘したが、この表現は、金融当局のコミットメント（「2014 年終盤まで現行金利政策を維持する」という約束）を示すものではなく、FOMC の経済・物価見通しに基づく「予想」に過ぎない。このため、経済・金融情勢が変化すれば、米金融政策に対する市場の見方も変化することになる。これに対して、日銀は、追加緩和を打ち出した 2 月 14 日の金融政策決定会合後の声明文で、「当面、消費者物価の前年比上昇率 1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」と指摘した。この表現は、FRB に比べるとコミットメントとしての性格ははるかに明確である。

こうした日米の政策運営スタンスの違いが、日米金利差の拡大を通じて、円安ドル高をもたらしている。この間の日米の 2 年国債利回りの推移を振り返ると、米国では、1 月下旬の FOMC 会合後にやや低下した後は、経済指標の堅調さを背景に大きく上昇している（3 月 15 日時点で 0.39%、1 月 24 日は 0.23%）。一方、日本では、資産買入れ等基金の増額が手伝い、2 月の金融政策決定会合後に 0.11%まで低下した。以上の動きが同時に進行した結果、日米の 2 年国債利回り格差（米一日）は、1 月 24 日（FOMC 会合終了前）の 0.10%から 3 月 15 日には 0.28%に達している（図表 8）。そして、これと連動する形で、円安ドル高が進行してきた。

これまで、日銀の緩和措置の効果は FRB の金融緩和により打ち消され、円高ドル安の阻止に向けて明確な効果を発揮できないことが多かった。ただ、今回は、①日米の政策運営スタンスの違いが明確になったこと、②米国経済指標が堅調さを維持していること、から、円ドル相場の反応はかなり大きくなっている。日米の金融政策スタンスのコントラストを踏まえると、円相場が傾向的に上昇する局面は終わった可能性とみるのが可能ではないだろうか。

図表9 名目実効為替相場と実質実効為替相場

(2000年=100)



(注)線グラフは今年3月までの実績及び推計値。●、▲は2018年までを試算したもの。
 前提は、名目相場が年率1%ずつ低下、内外インフレ格差は2.5%(年率)が持続。
 (出所)国際決済銀行、日本銀行、シティグループ証券

今年下期の GDP 成長率は年率 2%超へ

以上の通り、日本の輸出・生産は今後、増加に向かうと予想される。これに加え、震災関連の復興需要が徐々に顕在化することで、景気は今年下期にかけて、拡大ペースを速めていく可能性が高い。弊社は、今年7～9月期の GDP 成長率は前期比・年率 2.5%、10～12月期は 2.0%を見込んでい

る。もちろん、こうした循環回復が、厳しい財政状況を始めとする様々な構造問題を解決する訳ではない。とはいえ、昨年来、震災、欧州ソブリン債務・銀行危機、米国・中国景気の下振れ、円高の進行、タイでの洪水といった様々な外生的ショックに揺さぶられてきた日本経済にとって、今年

はつかの間の(?)春となる公算が大きくなっている。

マーケット・アウトlook (1)

欧州ソブリン問題は本当に終息したのか？～今後のソブリン・クレジット市場見通し

大和証券キャピタル・マーケット株式会社 シニアクレジットアナリスト 藤岡 宏明

ギリシャ政府が集団行動条項 (CACs) 適用～CDS の信用事由認定へ

ギリシャ財務省は3月9日、民間投資家によるギリシャ国債の債務交換(PSI)への応募結果を発表。ギリシャ国内法で発行されたギリシャ国債(発行残高:約1,770億ユーロ)については、1,520億ユーロ分の民間債券保有者が参加を表明(参加率は85.8%)したものの、90%に達することができなかったとして、ギリシャ政府は特別法に基づき集団行動条項(CACs)を適用することを宣言した。これにより PSI に応募しなかった保有者にも強制参加が求められ、その結果1,770億ユーロ全額が債務交換されることとなった。これに外国法で発行されたギリシャ国債および政府保証債(発行残高:約290億ユーロ)についての PSI 参加分(200億ユーロ)を加えた計1,970億ユーロが PSI に参加することとなり、民間投資家による保有総額2,060億ユーロに対する PSI の参加率は95.7%となった。この発表を受け、国際スワップ・デリバティブ協会(ISDA)は、ギリシャ国債に対する CACs の適用が「リストラクチャリング」に該当するとして信用事由に認定したと発表し、3月19日に清算入札が実施されることとなった。

ギリシャ向け第2次支援承認～ソブリン市場は「アク抜け」との反応

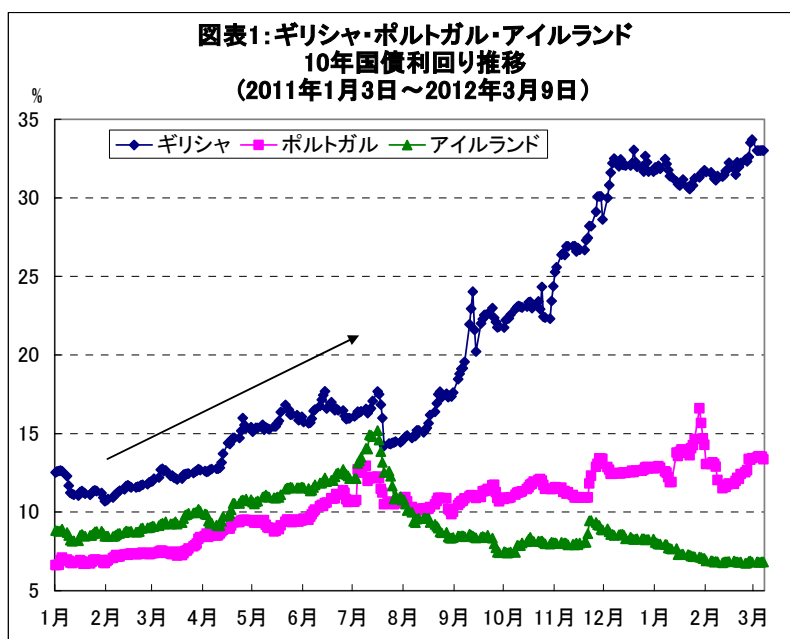
ソブリン市場では、①ギリシャ向け第2次支援の前提条件である PSI が無事に実施されることにより「無秩序な債務不履行」という最悪シナリオが回避されたこと(実際に3月12日のユーロ圏財務相会合で総額1,300億ユーロのギリシャ向け第2次支援が承認された)、②ギリシャ国債の CDS 市場における残存額はネットで32億ドル程度にとどまり影響は限定的、③欧州の主要金融機関は既に2011年10-12月期までに▲75%程度の減損処理をしており金融システムへの影響は軽微、とのコンセンサスが醸成されていた模様で、むしろ欧州ソブリン問題はこれでほぼ終息し、「アク抜け」したとの見方が優勢となっているように見える。

この1年で何が違って何が変わっていないのか？

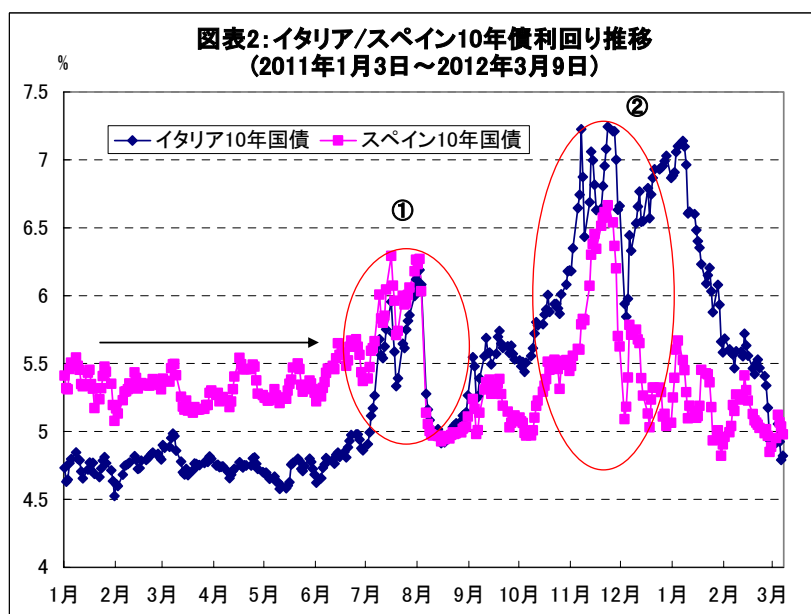
昨年と同じ頃には、前年(2010年)11月28日のアイルランド向けの総額850億ユーロの金融支援決定に続き、ポルトガルも金融支援を余儀なくされるとの懸念が市場で強まり、欧州ソブリン問題がいよいよ深刻化する状況にあったと記憶している(結局、同国は2011年4月6日付で支援申請を行い5月5日付で総額780億ユーロの支援で基本合意)。ギリシャ国債がCDSのトリガーを引くという事象は、昨年の同じ頃ならば重大イベントであったであろうことは想像に難くないが、市場の反応がこのような冷静なものに転じた要因はどこにあるのだろうか。以下では、昨年と何が違って何が変わっていないのかを分析した上で、今後のソブリン/クレジット市場の行方を占ってみたい。

昨年の上半期と下半期では欧州ソブリン問題の「質」が異なる～上半期は「周辺国ソブリン問題」

昨年上半期の欧州ソブリン市場動向を見ると、上半期に10年債利回りが上昇基調にあったのは、金融支援を受けることになった債務規模の小さな「周辺3ヶ国(ギリシャ、アイルランド、ポルトガル)」にとどまり(図表1)、スペインやイタリアの10年債利回りは、当該3ヶ国とファンダメンタルズが異なるとして横ばいを続けていた(図表2)。即ち「周辺国のソブリン問題」であった。



出所：ブルームバーグ、大和証券 CM



出所：ブルームバーグ、大和証券 CM

下半期は欧州の金融システムを巻き込んだ「複合危機」へ転換～「パンドラの箱」を開けた

7月21日にはギリシャ向け第2次支援が決定されるも、その中に「民間債権者の関与(PSI、当初は正味現在価値(NPV)の▲21%)」が盛り込まれるという事象により、欧州ソブリン問題は単なる「周辺国ソブリン問題」から欧州の金融システムを巻き込んだ「複合危機」へと転換していった。

筆者はこの事象を、ユーロ圏首脳が PSI という「パンドラの箱」を開けてしまったと位置付けている。即ちユーロ圏首脳は「自発的」にしても民間債権者の関与を認め、それが「例外的」なものであると強弁したものの、市場はこれがユーロ圏の国債における「前例」になったと解釈した。ユーロ圏の国債を「無リスク資産」から「リスク資産」に転化させてしまったとも換言できよう。

「リーマン・ショックの再来懸念」を通じた欧州金融システム不安へ

7月に入るとイタリア/スペイン国債の利回りが突如上昇を始めた(図表2の①)。筆者はそれを正当化できるほどのファンダメンタルズ的な要因はなかったと見ている。しかし理由は何であれ、両国債の利回りが上昇すればEFSFへ金融支援を求めざるを得なくなるのではとの懸念が強まったのも確かだ。それは即ち両国債の保有者もギリシャ国債の保有者と同様に損失を負担せざるを得なくなる可能性(潜在的な損失懸念)があることを意味する。このような「潜在的な損失懸念」は両国債を大量に保有する金融機関、特にイタリアの銀行の潜在的な損失懸念を投資家に想起させる格好となり、まず同国の銀行株の急落やCDSスプレッドの急拡大につながった。

8月に入り、ECBが「債券買い入れプログラム(SMP)」を通じてセカンダリー市場で両国債の買い入れを実施したことで両国債の利回りは一旦低下した。しかし、「リーマン・ショック」の記憶も新しい市場参加者は、短期市場における市場調達依存度が高い金融機関のファンディング問題を問題視し、特に米ドル建てのファンディング需要が多いフランス系の銀行が狙われる展開となった。

欧州の銀行を中心としたソブリン・エクスポージャー外し～「合成の誤謬」

10月から11月にかけてイタリア/スペイン国債の利回りが再度上昇を始めた(図表2の②)。ここでもファンダメンタルズ的に大きな売り要因はなかったと見られるが、実際には両国債の需給関係が大きく崩れていたようだ。欧州の主要金融機関の2011年7-9月期決算発表において、夏場に売りのターゲットとされていた銀行が揃って、ソブリン・エクスポージャーを10月にかけて大幅に削減し(また本邦の投資家も両国の国債を大量に売却していたことは周知の事実であろう)、米ドルのファンディング需要を減少させる為に米ドル建て資産の圧縮を進めていたことが判明した。これらの対応は、銀行のリスク管理上は合理的な対応だったと言えようが、多くの銀行が同じような行動を採ることで「合成の誤謬」が生じ、「売りが売りを呼ぶ」展開となっていたことが伺える。

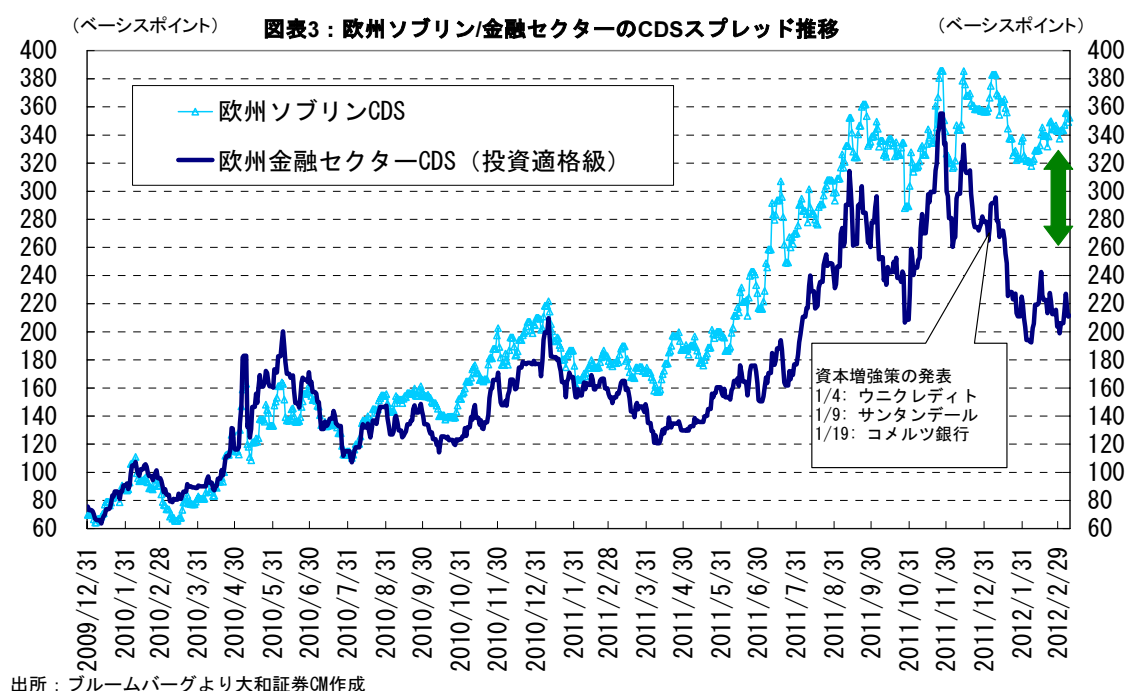
EU/ユーロ圏首脳と ECB による政策対応～ソブリン問題と金融システム不安を分断へ

このような市場の大混乱を受け、欧州の政策担当者は、金融システム不安を欧州ソブリン問題から切り離すことで、「複合不安」の連鎖を分断する施策を打ち出してきた。その一つは、①EU/ユーロ圏首脳が10月26/27日の首脳会議において打ち出した「欧州金融機関の資本増強策」であり、もう一つは②ECBが12月8日に打ち出した「非標準的な」流動性支援策である。

①はEBA(欧州銀行監督局)が、従来のストレス・テストでは除外されていた「銀行勘定」で保有するソブリン・エクスポージャーについても2011年9月末時点の時価で評価した上で、2012年6月末までにコアTier1比率で9%となるような「資本のバッファー」を積みさせることで、金融システム不安を解消させようとしたものである。

②はまず日米欧主要中銀による米ドル流動性供給スワップラインに係る金利引き下げにより米ドル建てのファンディング問題を解消させ、ECBは適格担保要件の緩和や3年物資金供給オペを通じて足元の資金供給のみならずターム物の資金供給も行うことで流動性不安の解消に努めたものだ。

①については、対象となった70行の合計で約1,147億ユーロの資本増強を促す形となった。2012年1月に入り、所要資本増強額が大きかった3行(サンタンデル銀：約153億ユーロ、ウニクレディット：約80億ユーロ、コメルツ銀：約53億ユーロ)が相次いで資本増強の具体策を発表したことで、実行リスクに対する不安が払拭される格好となった。筆者はこれがソブリン問題から金融システム不安が分断されたターニング・ポイントだったと評価している(図表3)。



今後の見通し～「複合危機」は去ったが「欧州ソブリン問題」は残ったまま

これらのことから、現時点で「変わったこと」は、昨年下半年に見られたようなソブリン問題が欧州の金融システムを巻き込んだ「複合危機」が去ったことだと言えよう。実際、ギリシャ問題が発覚した2009年末以降、欧州ソブリンCDSとの連動性が高かった欧州金融セクターのCDS（投資適格級）であるが、昨年末から直近にかけて大幅にスプレッドを縮小させ、昨年夏の水準まで回復している（図表3）。他方で「変わっていない」ことは、欧州ソブリンCDSのスプレッドが高止まりをしたままであることから判るように、欧州ソブリン問題が残ったままだということだろう。

「欧州ソブリン問題」が残ったままの理由～ギリシャ国債のPSI、CACsの発動が「前例」に

この要因は、冒頭で言及したように、ギリシャ国債という「ユーロ圏の国債」の一つにおいて、PSIが実施され更にCACsが発動されることにより、民間の国債保有者が実際に損失を負担させられた「前例」が作られたことにありと筆者は考えている。特にCACsの発動により、国内法に準拠して発行された既発国債の保有者が「後付けのルール」で強制的に損失を負担させられることがありうるという懸念を民間の「ユーロ圏の国債」保有者に抱かせたという意味は大きいと言わざるを得ない。

欧州ソブリン市場へのインプリケーション～①周辺国債への影響は残る

従って、PSIやCACsがギリシャにおいて「例外的」に発動されたことを、「口頭」でのみならず制度上で担保させない限りにおいて、欧州の周辺国債への影響は残り続けるものと考えられる。特に財政赤字削減策の具体的な数値目標を設定している国（ポルトガル、スペイン、イタリア等）の国債の対独国債のスプレッドやCDSスプレッドは縮小しにくい状況が継続することが想定される。

実際にスペインの財政赤字問題が新たな課題として浮上しつつある。3月2日に同国保守派のラホイ首相は、社会労働党率いる前首相が合意していた2012年の財政赤字の対GDP比率の目標4.4%を5.8%に緩和すると発表していた。これに対し、12日のユーロ圏財務相会合は5.3%の目標で合意し、2013年については3%に抑えることをスペイン側とともに確認する形で問題化することを回避した。ドイツのショイブレ財務相は同日、ギリシャは特殊なケースとの認識を示し、スペインがギリシャのような状況に見舞われることはないとの考えを示したが、これまで同様に「口頭」のものに過ぎず、ユーロ圏の民間国債保有者の懸念を払拭するのは難しいだろう。

制度上の問題点を指摘するとすれば、今年7月より前倒し導入が決まっている恒久的なセーフティ・ネットであるESM（欧州安定メカニズム）であろう。昨年12月のEU首脳会議において、PSIについては「公的支援の前提条件」から「IMFの原則/慣行に従う」という形に軟化させたものの、①ESMの弁済順位が民間債権者に優先されること（但し、既に支援を受けた国では同等とする）、②2013年1月以降に発行される全てのユーロ圏国債に標準化されたCACsを付加すること、の2点に変わりはなく、むしろ制度面では今回のギリシャのような事例が起こりうる形で合意されている点には注意が必要だ。

ポルトガルについては、2月28日付で四半期毎にトロイカ(IMF、ECB、EU)により実施される審査結果が、総額780億ユーロの支援条件を満たしているとして評価され、次回(4月)の融資実施の勧告を受けたばかりであることから目先の問題とはならないだろうが、将来的な国債保有者の不安を払拭することは難しいと言えよう。

欧州ソブリン市場へのインプリケーション～②コア国債の利回りは安定推移を想定

他方で、昨年の欧州ソブリン市場で「質への逃避」先として選好されたコア国債のうち独国債、英国債については、当面の金融緩和局面に変化がないと思われることや、周辺国債に関するネガティブな材料が出た場合の逃避先としても、引き続き選好されることが想定される。仏国債については、昨年スペイン/イタリアが万一支援を受けざるを得なくなった場合のセーフティ・ネット増強策が打ち出されて以降、保証国側の中心国の一つとして(EFSFにおける保証負担比率は20.32%)、偶発債務が増加することになるとして、独英国債との利回りスプレッドは大きく拡大した。しかし年初来、この両国の国債入札が国内投資家を中心に消化されていることから判るように、セーフティ・ネット大幅増強の必要性は大きく低下していると言え、仏国債の独英国債との利回りスプレッドには縮小余地が残っていると考えられる。

欧州クレジット市場へのインプリケーション～昨年のような「複合危機」再来は考えにくい

他方で、欧州クレジット市場(金融機関)については、上述のような予防的な資本増強を行ったばかりでなく、昨年の「複合危機」から脱却する為に、欧州周辺国債のエクスポージャーを既に大幅削減した上で、ホールセールファンディング依存体質改善の為に資産圧縮を更に加速させるなど財務体質を大幅に改善させている。従って、仮に欧州周辺国債市場に不測の事態が生じたとしても、直ちに昨年のような「複合危機」が再来するとは考えにくい。少なくとも相当の耐性を備えていると筆者は評価している。

また上述のようにコア国債の利回りが低位安定することが見込まれる中、投資利回りを確保する為の選択肢として、PSIやCACsの懸念が払拭しきれない周辺国債よりも、財務体質の改善が顕著であり、更に未だEU/ユーロ圏加盟国のシニア債のデフォルト事例がない欧州金融機関の社債が選好される可能性は十分にあると言えよう。

マーケット・アウトルック (2)

政策対応により回復が持続する可能性を視野に入れる株式市場

みずほ証券株式会社 投資情報部長 倉持 靖彦

グローバル景気は3%程度の成長軌道に

- ・本稿ではグローバルな景気見通しと世界経済が抱える構造要因を踏まえ、有効と考えられる投資戦略を紹介したい。まず、景気動向については、米国経済の自律性の高まりや各国・各地域の政策対応などにより、回復が持続する可能性が出てきていると考えている。以下、各論点を整理する。
- ・昨年のグローバル景気を振り返ると、東日本大震災によるサプライチェーンの寸断、リビア情勢に伴う原油高、8月から10月にかけての欧米債務問題によるマインドの下振れ、景気刺激策の終了に伴う新興国景気の減速、タイ洪水など、様々な逆風が吹き、厳しい1年であった。しかし、IMFが今年1月に発表した世界経済見通しにおいて（図表1）、11年見込みは3.8%の成長となっている。リーマンショック後の世界的な政策総動員の反動により政策手段が限定されている中、また先に述べたショックが重なる中、各国・各地域の知恵を絞った政策対応により、予想以上の結果といえよう。ちなみにリーマンショックの影響が一番強く表れた09年の世界経済成長率は▲0.7%であり、世界経済全体として景気後退となっていた。

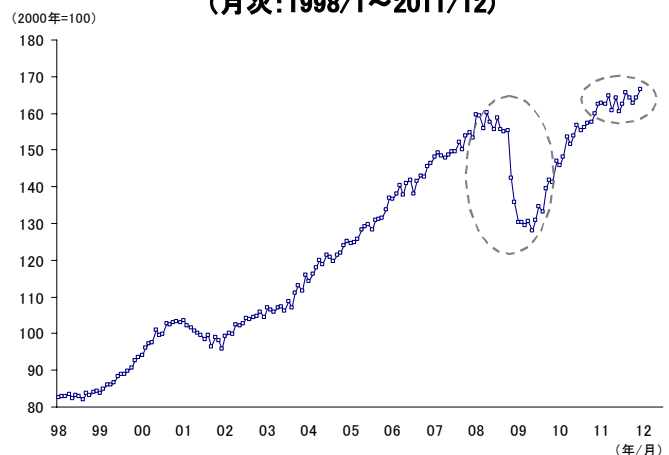
- ・こうした動きを世界の貿易量で確認すると（図表2）、昨年末頃から踊り場を抜け出しつつある兆しがあり、ここでもリーマンショック後と比べ、如何に調整が限定的であったかがわかる。今年のIMFの世界成長率見通しは3%台前半となっており、概ね当方の予想と同程度である。先進国の財政健全化の影響は残るものの、構造調整の進捗を図りながら、自律的な回復につなげられるかが焦点になるかと思われる。
- ・年末までの展開としては、米日は、概ね2%台の成長となるが後半は幾分鈍化、一方、足元減速中の欧州と新興国については年後半からモメンタムがやや回復すると想定している。

図表1.IMFの世界経済見通し(2012年1月)

	実質成長率				9月からの修正幅	
	10年	11年	12年	13年	12年	13年
全世界	5.2	3.8	3.3	3.9	▲0.7	▲0.6
先進国	3.2	1.6	1.2	1.9	▲0.7	▲0.5
米国	3.0	1.8	1.8	2.2	0.0	▲0.3
ユーロ圏	1.9	1.6	▲0.5	0.8	▲1.6	▲0.7
日本	4.4	▲0.9	1.7	1.6	▲0.6	▲0.4
新興国	7.3	6.2	5.4	5.9	▲0.7	▲0.6
中東欧	4.5	5.1	1.1	2.4	▲1.6	▲1.1
CIS	4.6	4.5	3.7	3.8	▲0.7	▲0.6
ロシア	4.0	4.1	3.3	3.5	▲0.8	▲0.5
アジア	9.5	7.9	7.3	7.8	▲0.7	▲0.6
中国	10.4	9.2	8.2	8.8	▲0.8	▲0.7
インド	9.9	7.4	7.0	7.3	▲0.5	▲0.8
ASEAN-5	6.9	4.8	5.2	5.6	▲0.4	▲0.2
中南米・カリブ	6.1	4.6	3.6	3.9	▲0.4	▲0.2
ブラジル	7.5	2.9	3.0	4.0	▲0.6	▲0.2
中東・北アフリカ	4.3	3.1	3.2	3.6	—	—
アフリカ(サブサハラ)	5.3	4.9	5.5	5.3	▲0.3	▲0.2

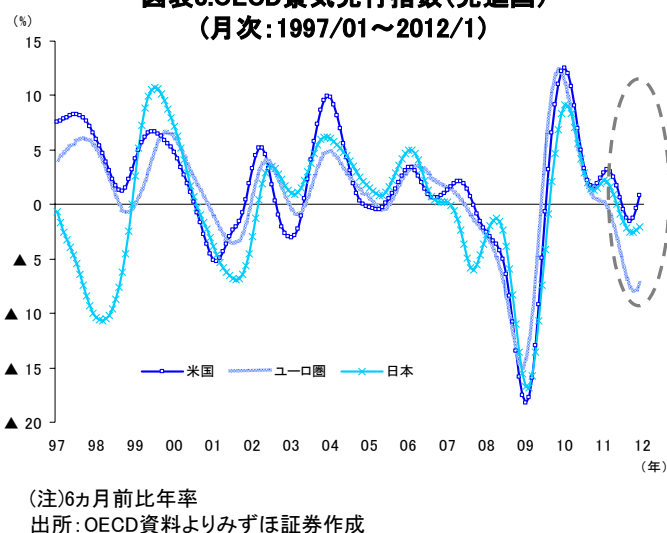
出所:IMF資料よりMSRC作成

図表2.世界の貿易量
(月次:1998/1~2011/12)



・この点、実体景気の6ヵ月程度先行する景気先行指標の変化率をみると、先進国、新興国とも低下モメンタムの加速は一服、持ち直す動きにあり、年央から実体景気が底堅さを増してくる可能性を示唆している。先進国では米国がプラス転換、日本も相対的に小幅なマイナス圏で反転しており、日米が当面の景気を牽引するとみている当方の見方と整合的である（図表3）。一方、欧州は債務問題でリーマンショック時に迫ろうかという大きさに落ち込んだものの、足元は下落ピッチが鈍化している。主要新興国についても概ね持ち直しがみられ、中国は下げ止まっているものの、伸び率自体は高めのプラス圏にある。

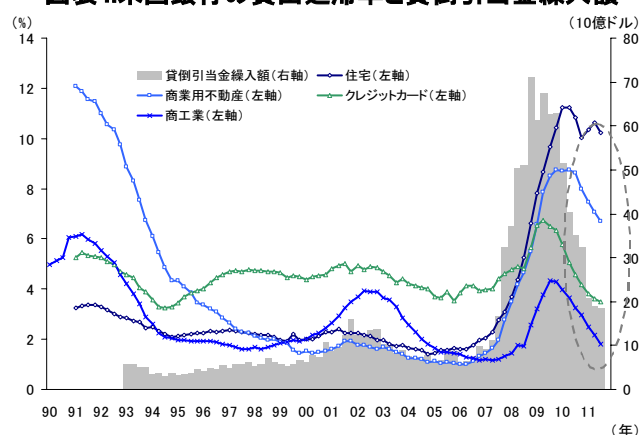
図表3.OECD景気先行指数(先進国)
(月次:1997/01~2012/1)



各国・各地域とも持続的拡大に向け構造調整を実行中、政治・政策に引き続き注目

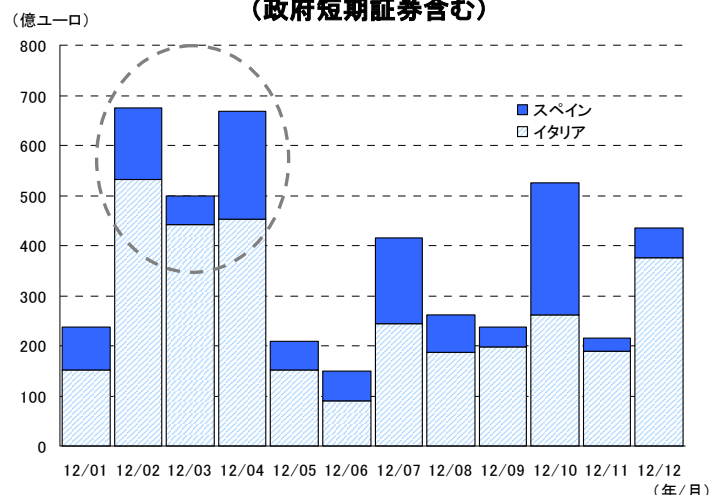
・全体観は以上として、持続的な回復が可能であるか、どうか、国・地域ごとに確認する。最初に米国景気を確認すると、企業部門を牽引役に自律性が回復しつつあるとみられる。その理由の1つは、バランスシート調整を進めた結果、家計、非金融企業、金融ともに債務負担感が明確に改善していることが指摘できる。また、非金融企業の手元流動性は、ここ5四半期急速に拡大し過去最高を更新しており、企業部門の健全性が増している。現状、中期循環である設備投資循環はまだ初期段階から中期段階に入る位置どころであり、今後も一定の設備投資が期待されるほか、M&Aや自社株買い・増配など株主還元も更に進展する可能性が高いであろう。理由の2つ目は、銀行信用や住宅市場の改善である。米国の構造調整進展の目安がクレジットバブルの崩壊からの正常化とすれば、これは重要な点である。住宅市場に関しては、賃金や資産市場の改善、低金利、住宅価格の低下などにより住宅販売は下げ止っており、在庫率も過去の適正レンジ内に接近、他の住宅関連指標と合わせても、回復に入りつつあるのではないかとみられる。米家計のストック面、フロー面ともに債務負担感は改善していることから、消費余力は増す方向にあり、消費者信用も下げ止まりから増加に転じている。実際、銀行の貸出延滞率を確認すると、商工業、クレジットカードローンでは平時の水準に低下しており（図表4）、銀行信用は改善する方向にある。

図表4.米国銀行の貸出延滞率と貸倒引当金繰入額



- ・今後の米経済政策については、景気持ち直しと原油価格の上昇から、QE3 が更なる FRB のバランスシート拡大につながる可能性は後退、量的拡大を伴わない不胎化 QE3 観測が出ているが、緩和的な環境は当面は継続すると見込まれる。一方、大統領選挙はオバマ大統領の再選、上院の拮抗、下院は共和党が多数を制するとみており、ねじれ現象が続くものとみられる。景気動向にもよるが、メインシナリオとしては、オバマ減税の一部終了、ブッシュ減税の継続、自動削減法の修正などを想定しており、来年の財政健全化によるフィスカラックは概ね▲1%p 弱の見込みである。この結果、来年の米国の成長率は概ね 2%弱かとみている（なお、IMF は米国景気見通しを上方修正する見通しであることを示唆）。
- ・当面の懸念材料としては、ガソリン価格の動向があり、イラン情勢を睨み、一定の留意が必要であるほか、一昨年、昨年は 5 月頃がモメンタムのピークであり、12 月～5 月が強めの数字となり易い季節調整の歪みがある。これらや大統領選挙後のねじれ継続の可能性を考慮すれば、今年の後半はモメンタムが減速する可能性があるだろう。もっとも、新興国が緩和サイクルに入ってきた可能性や欧州債務問題への対応が進展していること、所得・雇用環境の改善、資産効果などを考えれば、ガソリン価格が 4 ドル/ガロン程度を大幅に越えてこない限り、一定の耐性はあるものと考えられる。いずれにしても、両党の経済政策は 8 月下旬から 9 月上旬に発表されるスケジュールであることから、これらも見極めながらも、実際には来年からの新経済政策が目される。金融政策や財政政策、外交、産業政策がどうなるのか、金利、ドル相場、株式など様々な商品に影響を与えよう。
- ・次に、欧州経済ですが、ECB の二度にわたる流動性供給策強化（3 年物の無制限供給オペ＝LTR0）が一定の効果を発揮し、景気センチメントは一部で改善している。また、金融市場の落ち着きなどもあり、先日の ECB 理事会では景気見通しの弱気センテンスを削除する一方、原油高などから物価警戒をやや強めており、更なる量的緩和観測は後退している。こうした中、財政健全化への道筋を立てつつ、同時に景気の更なる落ち込みも回避しなければならない状況であり、7 月以降に失業対策や中小企業金融の強化など景気下支え策が出てくる公算が高いとみられる。なお、財政政策に関して、3 月初旬の EU 首脳会議で合意した新財政協定の影響については、罰則規定が適用されるのは、来年に行われる翌年度予算策定の査定において導入される見込みであるほか、昨年の安定成長協定は罰則規定が緩やかなものであり、前回の査定においても大きな問題点の指摘は限定的である。欧州経済見通しのコンセンサスが低空飛行であるものの、ごく緩やかな回復見通しとなって

図表5.イタリア、スペインの国債償還スケジュール
(政府短期証券含む)



出所:各国政府、ブルームバーグのデータよりMSRC作成

いるのは、この点にも理由があろう。また、金融機関の資本強化に関しては、既に資本強化策が提出されているが、利益の積み上げ、資本の再構成、資産再評価などにより、EBA の試算した資本不足額を概ねカバーしている可能性がある（資本強化の期限は6月末）。LTR0 や7月に発足が予定されている ESM などにより金融システミックリスクが抑制されていること、イタリア、スペインの国債償還スケジュールの山は4月であること、ポルトガルも資金繰りが年内に厳しくなる可能性は限定的であることなどから、仏大統領選挙、ギリシャ議会選挙後の新政権の対応が特段大きな問題とならなければ、欧州問題が昨年、一昨年のようにソルベントな国を巻き込んで自己実現的に負のフィードバックを世界経済に及ぼす可能性は限定されているように思われる。ただ、政治・財政統合や南北格差など残課題に対して中期的な取り組みが必要であり、その点では、米国同様、欧州においても昨年同様、政治情勢には引き続き留意していく必要があるだろう。

- ・海外景気について、最後は新興国であるが、欧州債務問題による輸出の鈍化やインフレ率のピークアウトから新興国の金融引き締め政策は転換期を迎えつつある。ブラジルは昨年からの利下げを開始、中国、インドは預金準備率の引き下げを実施、年央までには利下げの可能性もある。また、ブラジル、中国とも財政刺激策を実施しており、その効果がラグを持って年後半に顕在化する見込みである。この2ヵ国以外のアジア諸国、中東などの動向も踏まえれば、新興国は概ね4～5%程度の成長は可能とみられ、世界景気を支えていく構図に大きな変化はないであろう。
- ・もっとも、各国とも課題は抱えている。ブラジルでは景気下支えとともにインフレ管理、経常収支などにも留意が必要であり、政治情勢を含め適切なマクロ政策が実行されていくか見守ることになる。中国は成長率目標を幾分引下げたが、これは量的拡大から質的向上に向けて舵を切ってきていることを示す象徴的な意味合いが込められていよう。現在の発展段階の位置どころや将来の人口動態など様々な構造的問題を予測しながら、より安定した経済発展に向け、構造調整を進める必要がある。この点で、社会保障制度や税制に関しての改革を進める具体策を打ち出しており、一部は実行し始めている。これらは社会厚生や恒常所得をサポートしていく上で、非常に重要であることから、政策対応は適切に進んでいるとみている。

国内経済は当面、底堅い成長を実現する可能性、来期・再来期まで遠望する局面

- ・以上のようなグローバルな景気見通しの中、国内経済、企業業績について展望したい。まず、足元の企業業績をみると、四半期ごとのアナリストコンセンサスによる業績予想は、11年10-12月がボトムになると予想されている。大震災やタイ洪水の影響、海外景気の減速、円高などが影響している。もっとも、市場はこうした企業業績を悪化の織り込みを進めてきたことや、今回の輸出や生産が踊り場程度の調整に止まり、鉱工業全体の在庫調整の進展、自動車産業などの挽回生産から、今年1-3月期から、売上高、経常利益とも回復に転じる見込みである。
- ・株価との連動性も高く、企業業績予想の重要な変数である鉱工業生産に関しては、海外需要の改善、在庫循環の底打ち・若返り、本格化してくる復興需要を背景に、おそらくこの春から夏にかけて踊り場を脱し、震災前を超えてくることが想定される。年内について鉱工業生産は拡大局面が続く、その後、数四半期の踊り場に入ることをベースラインシナリオとしている。今後、秋の

中間期前後から 12 年度 (13/3 期) の業績見通しが固まってくれば、株式市場は 13 年度 (14/3 期) も見据えた展開に入っていくものと思われる。年初からの株式市場の上昇率は 20% 近いものとなっており、3 月決算企業の業績発表が一巡する 5 月頃までには 12 年度の業績改善を織り込み一旦の高値を付けるのではないかと見込んでいる。今回の上昇相場はクレジットバブル崩壊後の先進国のデレバレッジの調整がほぼメドが付き、景気の中期循環局面を想定していると考えられ、現在の予想ベースのバリュエーションからすれば、なお拡大余地は 2 割程度あるのではないだろうか。

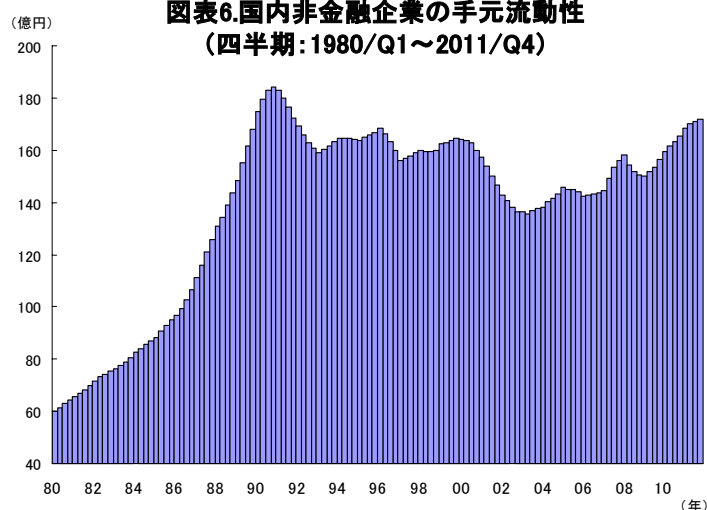
- ・また、米国の超金融緩和政策に関して、時間軸などが前倒しになり、金利に上昇圧力がかかるならば、円安方向となる可能性が出てきている。円ドル為替の長期、中期、短期モデルから現在の推計値を計算すると、1 ドル=約 82 円となる。1 標準偏差を加えた値は 90 円程度であり、これまでの円高ドル安の反動としては、この辺りまでがドル買戻し局面のメドではないかい。円安による業績改善度合いは 5 円で 5%、10 円で 10% 程度と推定される。12 年度の期初予想の想定レートはなお慎重なものになる可能性があり、企業業績修正はアップサイドとなるのではないか。

- ・ROE と PBR の関係からすれば、東証 1 部で 1.25 倍程度が考えられ、日経平均株価はまずは 11,000 円程度が 1 つの目安になってこよう。

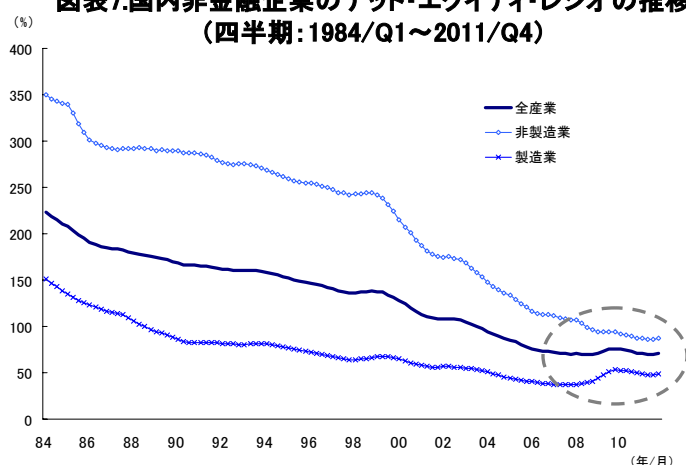
- ・こうした収益面だけではなく、国内企業の財務面にも注目したい。国内企業の手元流動性は 91 年以来的水準にまで回復しており (図表 6)、03 年までの負の遺産の処理以降、度重なるショックに耐えながら着実に積み上げられてきた。ここ許、期待成長率はやや持ち直しており、低水準に止まっている設備投資比率、財務レバレッジ (図表 7) に好影響を与えよう。また、米国同様に M&A や自社株買い・増配など株主還元が促進される可能性も、株式市場をサポートするものと見込んでいる。

- ・今後、消費税問題を含め国の財政事情が厳しい中、黒字主体である民間企業部門を活用することも重要となってくる。今年の夏にかけては政府から新たな成長戦略も提示される方向であ

**図表6.国内非金融企業の手元流動性
(四半期:1980/Q1~2011/Q4)**



**図表7.国内非金融企業のデット・エクイティ・レシオの推移
(四半期:1984/Q1~2011/Q4)**

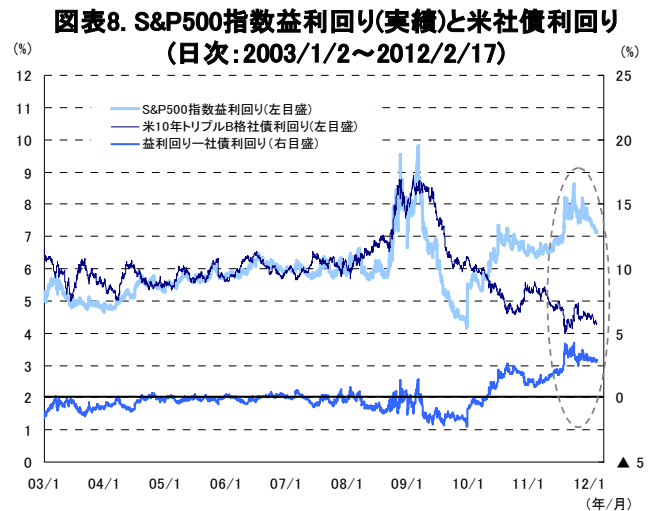


(注)4期移動平均。D/E比率=有利子負債/資本
出所:財務省「法人企業統計季報」よりみずほ証券作成

り、不可逆的な構造調整に向け、議論が盛り上がってくる可能性があることも念頭に入れておきたい。

先進国を取り巻く環境を踏まえ資産保全と安定したキャッシュフローがキーワード

- ・先進国は量的緩和・信用緩和により歴史的な低金利に、運用難から利回りを求めて信用スプレッドも平時水準に低下している。株式の益利回りや配当利回りと長期金利との格差は大幅に拡大、債券対比の株式の割安さが顕著になっている。米金利上昇観測も生じてきているが、やや幅あったとしても当面は低金利圏が続く公算であり、これと景気持ち直しはエクイティに優位な状況であろう。株式や不動産など利益や配当を生む金融資産は、債券よりも魅力的であり、脱ソブリン、購買力維持の観点から、重要なアセットクラスと位置付けられる。
- ・また、先進国、特に日本は成長期待の低さや増税の可能性、円への信認、資源制約を踏まえ、資産保全（購買力保全）、利回り確保、成長市場へのアクセスが投資戦略上、重要となろう。この点、円預金からの分散投資、先進国企業株・脱先進国ソブリン（配当と成長の二兎を追える優良株）、金関連、J-REIT、北米ハイイールドやグローバル・ハイイールド債、インフラ関連資産、新興国アセット、コモディティ関連資産を相場局面とリスクリワードを考慮しながら組み入れていくことが重要であろう。

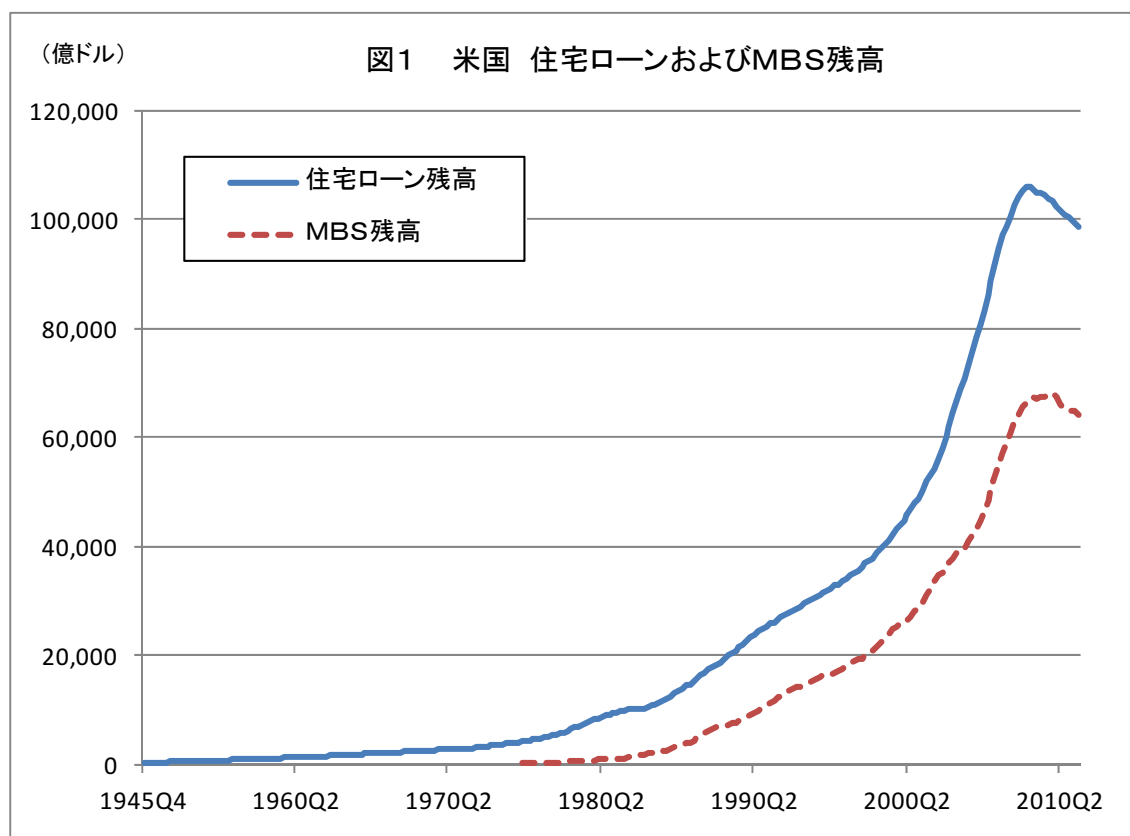


住宅ローン担保証券（MBS）市場の動向

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1. 米国MBSの歴史

住宅ローン担保証券（MBS、以下MBS）の発祥は米国であるが、その起源はアメリカ大恐慌後のニューディール政策に遡る。1938年、連邦政府は住宅金融市場のてこ入れのため、最初に連邦抵当金庫（愛称ファニーメイ）を設立した。当時の連邦政府は、政府保証債の発行で得た資金をもとに公的保険のついたファニーメイが発行するMBSを購入した。なぜ、通常の債券ではなくMBSであるかと言うと、一般の住宅ローンは通常の債券のキャッシュ・フローとはまったく違い、毎月少しずつ元本と利息を返済していくものである。そのため、住宅ローンを裏づけとして発行される債券（MBS）は、キャッシュ・フローが住宅ローンとほぼ同じになっている。ファニーメイは、民間の銀行から個人の住宅ローンの集まり（住宅ローンプール）を購入し、それを裏づけ資産としてMBSを発行する。そうすれば、ALM（Asset Liability Management）が容易となり、いわゆる償還リスクのない運営が可能となる。



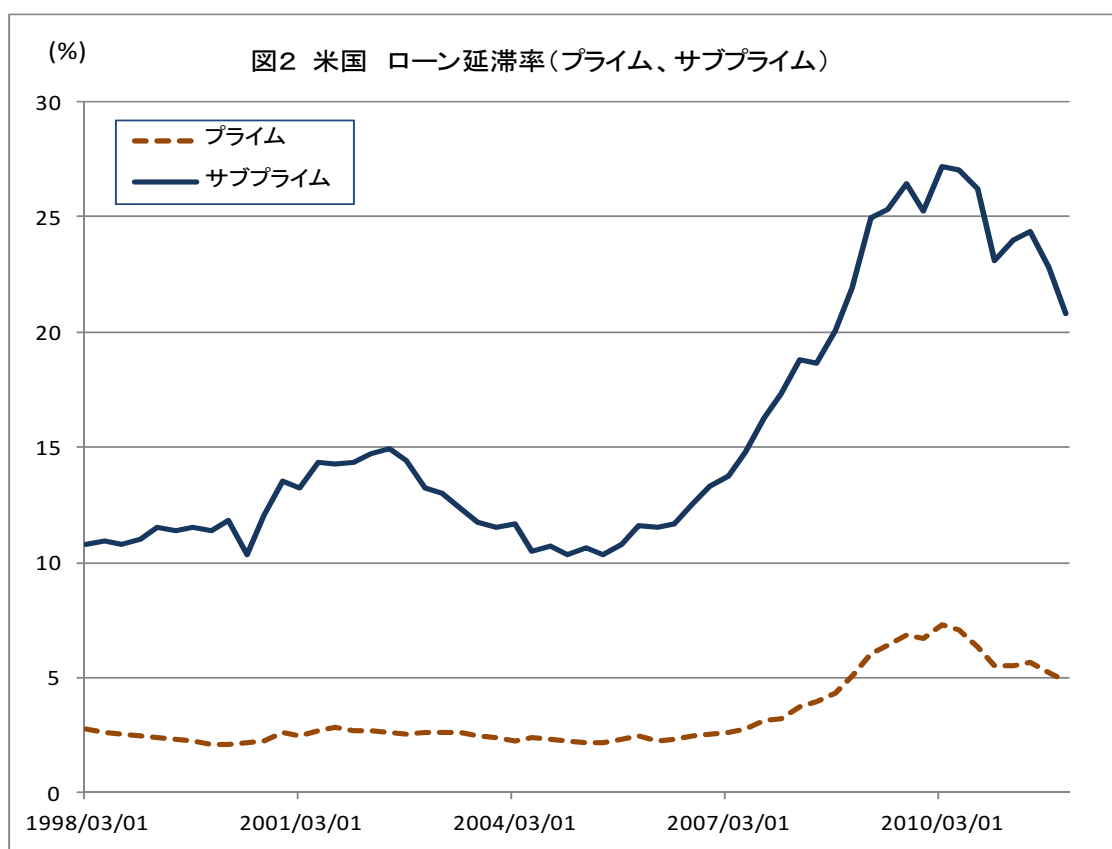
（出所 : Board of Governors of Federal Reserve System HP）

その後、1968 年、ファニーメイは民営化され、株式がNY市場に上場された。同時に、政府直轄の政府抵当金庫（愛称ジニーメイ）が設立された。また、1970 年には連邦住宅貸付抵当金庫（愛称フレディーマック）が設立された。フレディーマックに関しては、公的保険が付かない普通のモーゲージのための第2市場を育成する目的で設立された民間法人である。その結果、住宅金融市場は大きな発展を遂げるのである。

MB Sの発行額は、国債の発行額をしのぐようになり、米国MB S市場は巨大なマーケットとなった。2008 年初には、住宅ローン残高は10兆6,000億ドル、MB S残高は6兆6,000億ドルにまで達した。そのうち政府系の3社で4兆5,000億ドル、MB S総額の70%程度を占めている。また、証券化率（住宅ローンのうちMB S化された比率）は、65%程度で推移している。しかし、2009 年以降、住宅ローン残高、MB S残高ともにやや下降線を辿っている（図1参照）。

また、ファニーメイ、フレディーマックの株価も2001年から2007年のリーマンショックの前までは、60～80ドルという値段で取引されており、配当も年間1～2ドルもあったのである。

しかし、2006年にファニーメイが1998年から2004年に渡ってデリバティブ評価額の不正操作（約60億ドルの利益水増し）により旧経営陣が不当に高額賞与を受け取っていたことで提訴されてから、経営がおかしくなってきた。



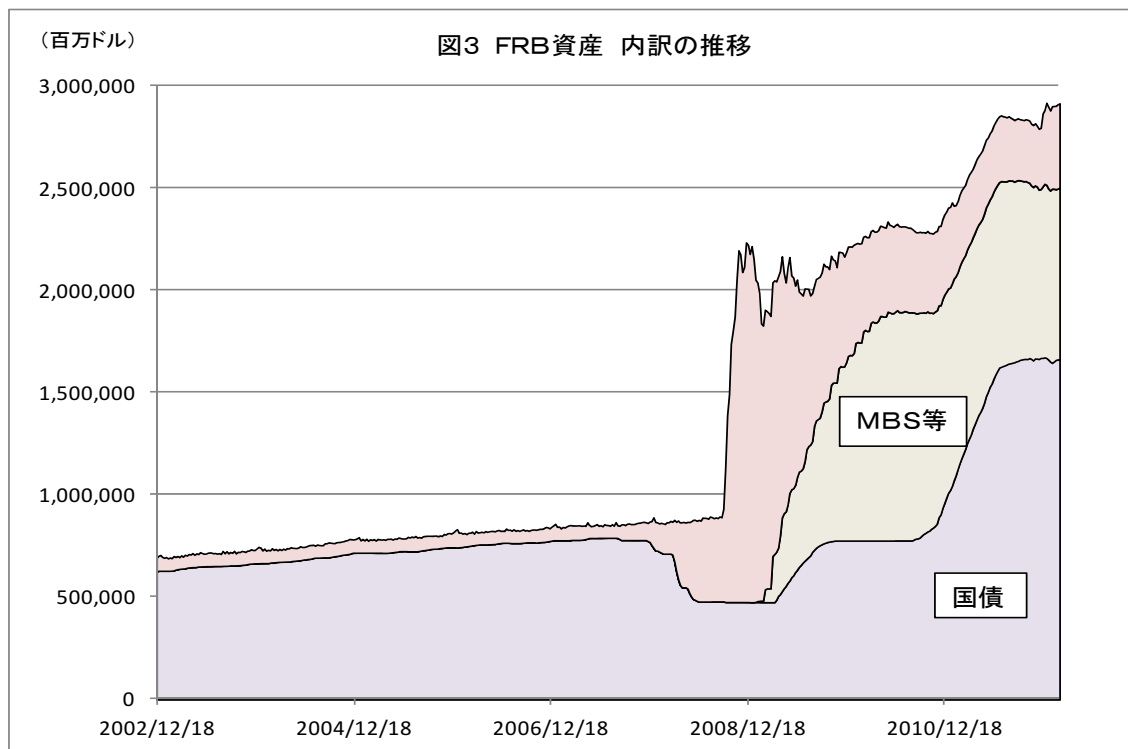
（出所 ： 米国抵当銀行協会（MBA））

その後、2007年の夏ごろに、サブプライム・ローン（低所得者層向けの住宅ローン）の延滞率が急上昇し、それがMBSの価格にも普及し始めているとの噂が市場を駆け巡った（図2参照）。その結果、MBSを大量に扱っていたリーマン・ブラザーズが破綻、その余波を受け、ファニーメイ、フレディーマックとともに経営破綻、2008年9月に米国政府の管理下に置かれ、現在も再建を目指している段階である。株式も店頭市場での取引となっており、30セント程度の株価で推移している。

米国連邦準備制度理事会（FRB、以下FRB）は、住宅金融市場を安定させるため、大量のMBS購入を実施した。もちろん、FRBは長期国債の大量購入も行っているが、長期国債の購入はかなり前から金融市場安定のために行われていた。しかし、MBSの購入はこれが始めてである。FRBの資産の内訳推移を見ると、MBSの購入は、2009年1月に始まり、2010年7月には1兆1200億ドルにまで買い進めている。2010年7月のFRBの資産総額は2兆3000億ドル程度なので、約50%にまでMBSの量を増やしたことになる。

その結果、FRBの資産総額は、2008年9月までの9,000億ドル程度から2012年2月には2兆9,000億ドル程度まで実に2兆ドルも積み上がったことになる（図3参照）。

FRBが大量に資金を供給した結果、リーマンショック後、一時的に低迷していた米国経済が息を吹き返し、順調な経済成長を遂げているように見える。しかし、為替市場では、急激な米ドル安（日本円高）が進行し、日本経済、特に日本の輸出企業に打撃を与えたことは衆知のとおりである。



（出所 ： 米国連邦準備制度理事会（FRB））

2. 日本のMBS市場

日本のMBS市場は、米国と比較するとかなり遅れて始まった。もう20年以上前になるが、日本の不動産バブルは1980年代後半に起こった。当時、政府系の住宅金融公庫（現在の住宅金融支援機構）が直接融資を積極的に行っていたが、MBSは発行されていなかった。住宅金融公庫は1950年に設立され、その主な目的は一般個人に対する住宅建設資金の長期低利融資である。銀行など一般

の金融機関からの融資が受けられない個人のための建設資金の融資元となっていた。その後の高度経済成長ともあいまって、住宅ローン残高は飛躍的に伸び、同時に不動産価格も上昇の一途を辿った（図4参照）。

しかし、1990年から始まる株価の暴落とともに、日本の不動産バブルは崩壊した。不動産バブルがはじけた以降の住宅ローンの残高の業態別推移をみると、いわゆる住宅金融専門会社の住宅ローン残高が1996年ごろから急激に減少しているのがわかる。それに比べ、安定的に増加しているのは、いわゆる国内銀行の住宅ローンである。1989年度38兆円余であった住宅ローン残高は、ほぼ一本調子で増加し、2011年度には104兆円余まで増加している。これは、住宅金融公庫が直接融資を減らし、民間の住宅ローンを買ってMBSを発行する、いわゆる証券化業務に特化し始めてから顕著となっている。したがって、住宅金融公庫の直接融資も2000年ごろから減少し始めている（図5参照）。

図4 日本 不動産価格 推移

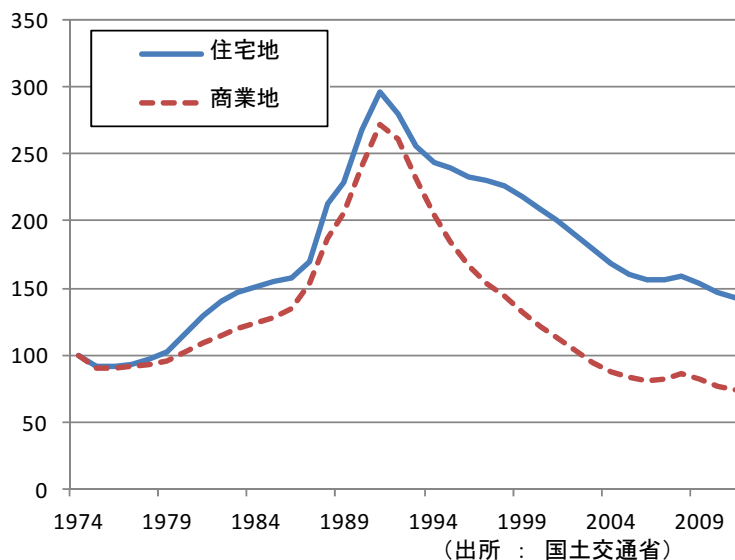
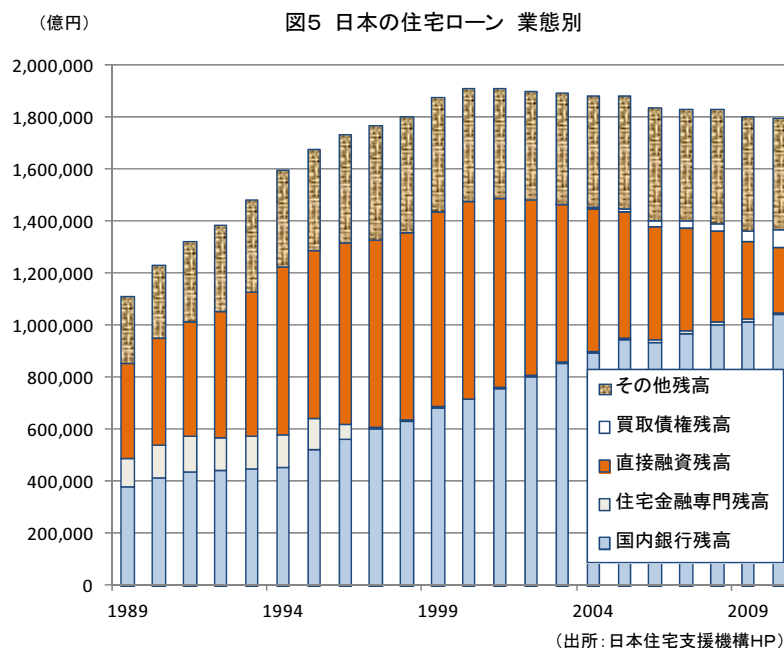
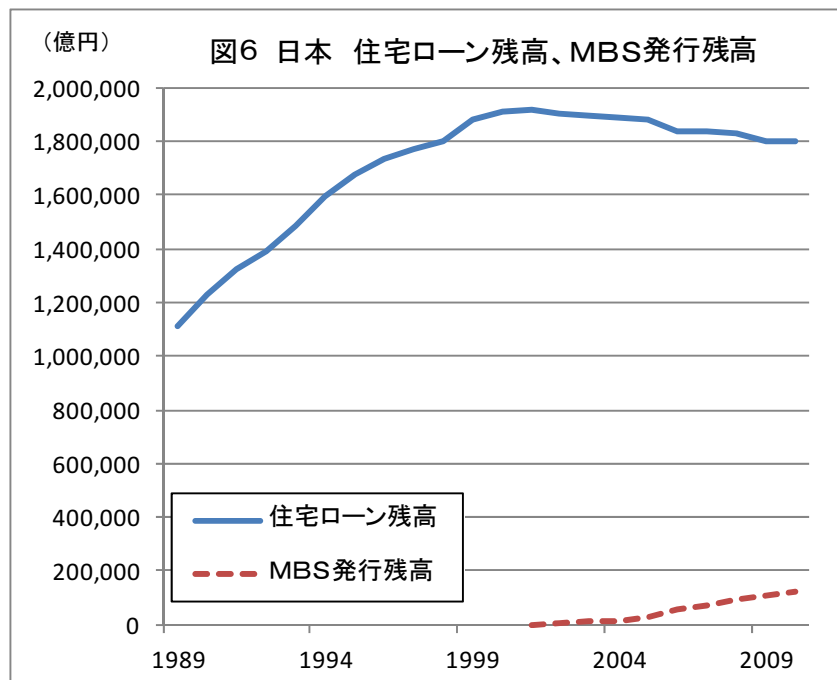


図5 日本の住宅ローン 業態別



日本のMBS（住宅金融公庫）は、2001年から発行されている。2001年3月に当初発行額500億円が1回債として発行されている。その後ほぼ3ヶ月ごとに500億、1000億レベルでの発行が続いている。2012年3月現在、住宅金融公庫（日本住宅支援機構）発行のMBSは当初額面15兆円程度に達しているが、残高としては、10兆円程度となっている。住宅ローンの証券化率としては、5.5%程度に止まっている（図6参照）。



3. 日本のMBS市場の課題

日本のMBS市場の課題は、米国のようにサブプライム問題が起こらないかということに尽きよう。2007年末、米国発のサブプライム問題は、瞬く間に全世界に波及、先進国の経済を停滞させ、株価は急落した。果たして、日本発のサブプライム問題は起きないかということでは、現在の段階ではその可能性はほとんどないであろう。

まず第1に、発行額が少ない、証券化率は米国の65%程度に対し、日本の証券化率は6%程度しかない。残高の絶対額では、米国の6兆4,000億ドル（エージェンシー債としては5兆2,000億ドル）に対し、10兆円（1,250億ドル）程度しかない。第2に、海外保有比率であるが、予想する以外に手はないが、米国のMBSは、欧州の銀行の保有比率が大きく、それが銀行の経営にも影響を与えるほどであった。米国のMBSを保有している日本の銀行は三菱東京UFJ銀行が多いと思われるが、屋台骨を揺るがすほどの量ではなかった。第3の理由は、延滞率の上昇であるが、米国住宅ローンの場合、米国抵当証券協会が詳細なデータを公表しており、サブプライムの延滞率は2010年3月ごろには27%程度にまで上昇していた（図2参照）。しかるに、日本では、日本住宅支援機構がMBSを発行する際に投資家向けに出す商品内容説明書に過去の住宅ローンに対する延滞率が記載されている。それを見ると米国と比較しても非常に低率である（図7参照）。

図7 日本 住宅ローン延滞率

	1ヶ月	4ヶ月以上
1997年3月	0.60%	0.26%
1998年3月	0.62%	0.30%
1999年3月	0.70%	0.41%
2000年3月	0.72%	0.49%
2001年3月	0.57%	0.40%
2002年3月	0.65%	0.40%
2003年3月	0.78%	0.46%
2004年3月	0.81%	0.60%
2005年3月	0.83%	0.65%
2006年3月	0.78%	0.52%

（出所：貸付債券担保金融公庫債券商品内容説明書）

日本では、延滞率を計測する住宅ローンプールが1983年4月以降に資金実行した証券化対象融資種別（マイホーム、マンション、建売住宅）のうち、全体の10%を抽出して作成したものとされている。米国では、最も延滞率が低いカテゴリー（プライムFRM）でも2%前後である。

また、残念ながら日本の住宅ローンのこれ以降の延滞率が不明である。最も最近発行のMBSの商品説明書も2006年3月までのデータしか記載されていない。

（参考）MBSのキャッシュ・フロー

日本で最も多く行われている住宅ローンの返済方法は、元利均等返済である。その名の如く毎月定額返済していく返済方法であるが、金利と元本の返済比率が変わっていく返済方法である。（図8参照）

いわゆるMBSのキャッシュ・フローも、住宅ローンと同じキャッシュ・フローになっている（月次パススルー方式）。

元利均等返済は、毎月返済額が変わらないため、返済しやすいが、最初の数年がほとんど金利部分の返済に充てられるため、元本の減少が著しく遅い特徴がある。

また、繰上償還（元本の全部あるいは一部を償還すること）も認められているので、MBSの元本は、かなりのスピードで元本が減少していく（図9参照）。

発行以降のMBSの取引は、この繰上償還を加味した残存で取引されるため、35年ローンを裏付資産として発行したMBSでも残存年数は発行当初から約9年程度になる。

