

## 今週のトピック – 2016年3月7日

異次元の金融緩和が「再帰的な」市場を招いており、米国債はもはやグローバル債券市場のけん引役ではなくなりました。

### 【国債市場の因果性】

異例の金融緩和によって、主要国債市場では不安定性及び相互作用性が増しました。これまでグローバルな国債市場において米国債が主導的な役割を果たしてきましたが、足元では各国の国債市場における複数及び多方向の因果関係がこの役割を担うようになってきました。伝統的な債券資産の利回りがゼロ近辺まで低下する中でも、グローバルの国債市場における潜在的な波及効果及びボラティリティは上昇傾向にあります。

過去を振り返ると、世界の長期債利回りを決定づける上で影響力が最も大きかったのは米国債でした。各国の中央銀行は短期金利を設定しますが、最も流動性が高いことに加え、代表的な外貨準備通貨である米ドル建てである米国債は、グローバルの長期金利を図る指標として誰もが認める存在でした。エマージング国の現地通貨債市場については依然としてその傾向が強いと言えますが、足元ではドイツ国債や日本国債の利回りも、米国債市場を含むグローバル市場に対して影響力を持つようになりました。

以下のチャートでは、矢印の方向（及びその色）が、他の債券市場における動きを先導する、ある債券市場からの利回りの動きを示しています（統計学的には「グレンジャー因果」と言います）。それぞれの矢印の周りの幅は、その関係性における統計的な有意性の高さを示しています（幅が広ければ広いほど、より有意性が高いことを意味します）。

図1は、2010年1月から2014年8月21日までの期間で、米10年国債金利が（グレンジャー因果を持ち）他の主要国債市場（ドイツ及び日本）やエマージング現地債市場の動きを主導したことを示します。また米国債市場の他市場への影響力が非常に大きいためか、エマージング現地債市場がドイツや日本の債券市場に与えている影響すら確認できます。



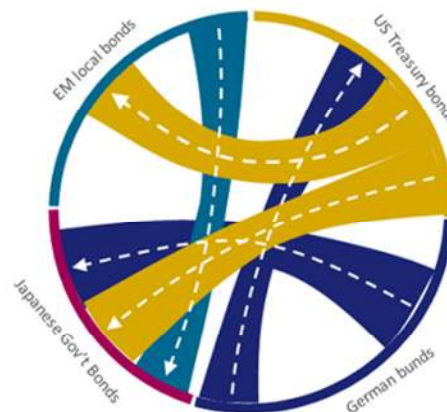
**デビッド・ライリー**

パートナー兼クレジット戦略ヘッド

図1. 米国債が市場を主導



図2. ECBの量的緩和とドイツ国債ショック

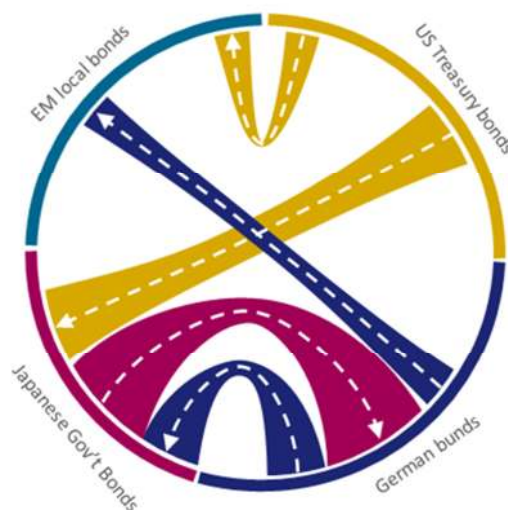


注記：期間（図1）：2010年1月1日から2014年8月21日；期間（図2）：2014年8月21日から2015年8月14日。矢印は「グレンジャー因果性」を示し、矢印の幅はグレンジャー因果の統計上の有意性を示す。幅が広い順から有意水準1%、5%、10%（幅が最も狭い）。

しかしながら、2014年8月のジャクソンホールでの会合において、ドラギ欧州中央銀行（ECB）総裁が ECB の量的緩和策導入を示唆して以降はドイツ国債金利の影響力が徐々に増し、米国債（及び日本国債）市場に対して影響力を持つようになってきたことが統計上明らかになっています（図2においてドイツから米国及び日本に向けて伸びている青い矢印）。ドイツ国債金利はその後低下を続けましたが、2015年の初夏に一転急上昇し、結果としてグローバルの債券市場の流れを変えました。

2015年8月の「ドイツ国債ショック」以降は、日本国債の金利変化がドイツ国債金利に大きな影響力を持つようになってきたと見られます(図3)。また、今年1月末に日銀が想定外のマイナス金利導入を発表して以降は、その影響力がさらに強まっていると見られます。さらに、ECBが3月10日に開催する次回の会合で、追加緩和策を発表するという(ブルーベイの見方とも一致した)投機筋の見方も、ドイツ国債金利を低位に留める要因となっています。少なくとも足元では、グローバル債券市場において米国債市場の動きが与える影響力は低下しています。

図3. 日本国債とドイツ国債は再帰的に



注記：期間(図3)：2015年8月17日から2016年3月1日。矢印は「グレンジャー因果性」を示し、矢印の幅はグレンジャー因果の統計上の有意性を示す。幅が広い順から有意水準1%、5%、10% (幅が最も狭い)。  
出所：BlueBayの計算に基づく。2016年3月1日。

### 補足：グレンジャー因果

グレンジャー因果とは、ある変数の過去の値(例：米10年国債利回り)で他の変数(例：エマージング現地通貨建て債の利回り)の予測をできるかどうかを見極める統計学のテストです。もしそのような因果関係が認められた場合、米国債利回りはエマージング債券利回りに対してグレンジャー因果性を有すると言われます(つまり米国債利回りの動きがエマージング現地通貨建て債の利回りの動きを先行し、同市場に関連した情報を含んでいることを示す)。ただし、実際の関係性には複数の変数が存在する可能性があるため、グレンジャー因果は統計学上の一方向の因果関係の「証拠」とはなりません。グレンジャー因果テストを複数の変数とともに更に進化させたのが、ベクトル自己回帰モデル(VAR)です。

他の多くの統計的分析と同様にグレンジャー因果の分析結果は対象期間に大きく依存し、今回の分析にあたっては広範な市場に関連性の深いイベントを考慮した上で設定しました。最初の期間は金融危機後の期間、つまり2010年初めから、2014年8月にドラギECB総裁がジャクソンホールでのシンポジウムで異次元の緩和策導入を明確に示唆した時点までとしています。2つ目の期間はそのジャクソンホールでの出来事から12か月間で、ドイツ国債金利の低下とその後の急上昇の期間としています。そして最後の期間は単純に2015年8月から今年3月1日までを取ったものです。

上記の図における矢印は「グレンジャー因果」の方向を示しており、矢印の周りの幅はその統計的な有意性を示しています。最も幅が広い矢印は、最も統計的に有意性があることを示しており、99%の信頼区間(つまり真である確率が99%)、その次に幅が広い矢印は95%、そして最も狭い矢印は90%の信頼区間を示しています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
関東財務局長(金商)第1029号  
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点(2016年3月7日)のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡します。当該書面等の内容を十分に読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなされるようお願いいたします。