

市場アップデート – 2016年8月15日

– 需給面主導による英国債金利の低下 –



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チーム共同ヘッド

英ポンド建ての長期債は絶え間ない上昇を続け、英国の年金への脅威となっています。

先週のグローバル市場は静かな1週間で、夏休み状況となっており、重要な経済指標及び政策の発表もありませんでした。ほとんど新規発行がない中で、主要国債金利はゆるやかな低下基調となりましたが、イングランド銀行が債券の買入れを発表したことで長期債が買われ、特に英国の金利低下が目立ちました。グローバルで中央銀行が2016年末までに3,000億米ドル相当の国債の買入れを実施する予定であることを考えると、しばらくは需給面が債券市場を主導すると想定され、例えば英国50年スワップ金利は0.77%となっており、ユーロ50年スワップ金利を10bpsしか上回らない水準となっています。

ここにはアノマリーが存在していると考えています。英国では、インフレはユーロ圏よりも現状高い水準にありながら、ブレグジットによる輸入コストの上昇により、今後も大幅に上昇することが予想されます。また財政が拡大状況にあり、インフレ・ターゲットに目をつぶって経済成長を高めることに中央銀行が注力していることから、英国のイールドカーブはステープ化していると考えています。さらに、正式にブレグジットに向けた動きが始まればすぐに、英国の崩壊への懸念についての政治リスクが市場に織り込まれると考えています。これにより、英ポンドはさらに下落することを予想しており、経常赤字の水準を考えても、収支均衡するためには通貨の下落がかなり必要だと考えています。しかし、足元ではファンダメンタルズや価格評価面ではなく需給面が主導する形で、長期金利の低下が見られています。これは、ここ数年他の市場でも見られた傾向であると言えるでしょう。

しかしながら、英国の長期金利のこの大幅な低下を落ち着かせる介入があるかもしれないと考えています。年金基金が超低金利資産を強制的に買わざるを得なくなっていることを政策当局は認識していると考えており、中期的に損失を被ることが明白と思われ、健全な状況とは言えないでしょう。さらに、将来の負債を長期の超低金利で割り引かなければならないことから、金利の低下によって英国の年金基金の赤字は1兆英ポンドに上るという評価もあります。こうしたことから、金利の低下は年金の赤字を膨らませることとなり、企業は現金を年金制度に回す必要が出てきます。これにより雇用の創出（もしくは保全）、投資といった方面に向かう可能性がある資金が、長期債を買うことだけに使われ、さらに金利低下を招いてしまっています。要するに、年金会計の規制に関する政策の失敗による負の相乗効果が年金基金を傷め、経済を傷付けて雇用に跳ね返っていると考えています。唯一恩恵を受けているのは、国民投票でブレグジットを選択した退職者だけでしょう。

ニュースがないことは良いニュースであると受け止められた1週間でした

この問題に対する解決策としては、負債の割引率に下限を設け、それをイングランド銀行のインフレ・ターゲットと同水準にすることではないかと考えています。これにより、長期債金利の価格が上昇を続けるという自動反射状態から抜け出すことができると考えています。これにより、経済、年金基金、雇用に救われるかもしれませんが、より重要な点としては、伝統的な手法が手詰まりになっている今だからこそ、政策当局はよりクリエイティブなことを考える時期にあると見ています。また、政策当局はこれまでの政策によるマイナス面について次第に認識してきているように思います。イングランド銀行は、最近行った金融緩和による銀行へのマイナスの影響の予防策を打ち出そうという意思が見られたことから、こうした市場への介入の可能性があると考えており、英国長期金利のショート・ポジションを取ることは理に合った投資であると見ています。

英国以外では、ほとんど話題のない1週間でした。ニュースがないことは良いニュースであると受け止められたため、社債及びソブリン債のспレッドは縮小しました。エマージング市場も引き続き堅調に推移し、米国の雇用統計は予想を上回る内容であったものの、通貨市場では米ドルの反発は限定的でした。米国については、経済指標については7～9月期は良好な内容となることが予想されるものの、市場の反応については金融政策の方向性を見極めるため、ジャクソン・ホールでのイエレン議長による講演を待っている状況です。

今後の見通しについては、今週も静かな1週間になることが予想されます。ボラティリティの高さを示すVIX指数は年初来で最低水準となっており、株価は最高水準に近づいています。しかし、ここから高値圏にある資産を購入しようといった動きはほとんどなく、9月に入って新規発行が増える中でイベント・リスクは高まると考えています。足元取っているリスクは維持しながらも、今後訪れるマクロ・テーマを見極めていく方針です。夏の真っ只中にオフィスに閉じこもってスクリーンを眺めていることにさほど価値はないと思いがちですが、そうとも限らないかもしれません。

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8月16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」等をお渡しますので、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るようお願いいたします。