

今週のトピック – 2016年9月23日

中央銀行の会合後、市場は反発

静かな夏が終わり、政策の不透明感と差異が拡大してきていることに対して、9月に控えていた3つの主要中央銀行の金融政策決定会合に市場は目を向け始めました。そして先週、日本銀行と米連邦準備制度理事会 (FRB) の会合がありましたが、日銀のイールドカーブ・コントロールを除いて、政策に大きな方向転換が見られなかったことを市場は好感しました。主要国債金利は低下し、金利のインプライド・ボラティリティは会合後に低下しました。グローバルに金利が低く安定していることは、クレジット債及びエマージング資産にとってプラスに働くと考えています。



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. G3 の市場が織り込む金利のボラティリティとエマージング債のスプレッド



出所: Bloomberg, BlueBayによる計算; 2016年9月21日

注: G3の金利が織り込むボラティリティは、米国、ドイツ、日本10年債の2016年12月限月の先物が示すインプライド・ボラティリティの3か月平均です。青い線は、広範なリスク資産の代表としてMarkit CDX Emerging Marketsインデックスを使用し、クレジット債のスプレッドを示しています。

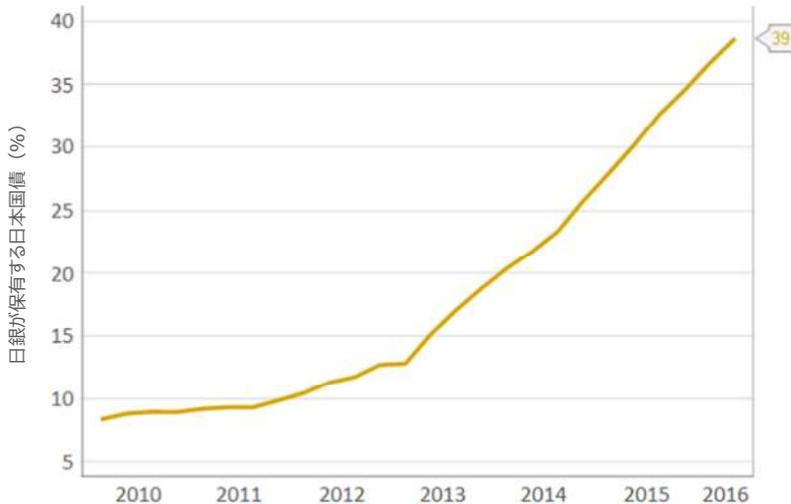
しかし、投資家はリスクを積み増す場合、慎重になる必要があると考えています。ボラティリティの低さと利回りへの需要により、価格水準が割高であったり、取引が集中したりする可能性があります。これは政策や政治面でのショック、そして経済指標や企業収益の悪化によるマイナスに影響されやすい状態です。中国及びエマージング諸国の経済見通しは改善していますが、日本、欧州、そして米国でさえも経済成長見通しは引き続き弱いと考えています。

9月の主要中央銀行の会合は、9月8日に開かれた欧州中央銀行 (ECB) の会合を皮切りにスタートしました。ECBは2017年3月以降も月額800億ユーロの買入れプログラム (QE) を維持するにあたって、要件を満たすドイツ国債が不足していることへの対応を発表しなかったため、QEとマイナス金利政策の限界がますます顕著になってきていることも含めて、グローバルの金融政策は転換点を迎えているとの懸念が高まりました。

日銀－滑らかなテーパリング

日銀は、主に日本国債の購入を通じて年間80兆円のマネタリーベースの成長目標を達成することに、ECB以上に苦戦しています。日銀はすでに日本国債のおよそ40%を保有していますが、償還分を考慮するとGDPの24%に相当する120兆円を購入する必要があります、これは新規発行額に相当します(図2参照)。

図 2. 日銀が保有する日本国債の比率 (%)



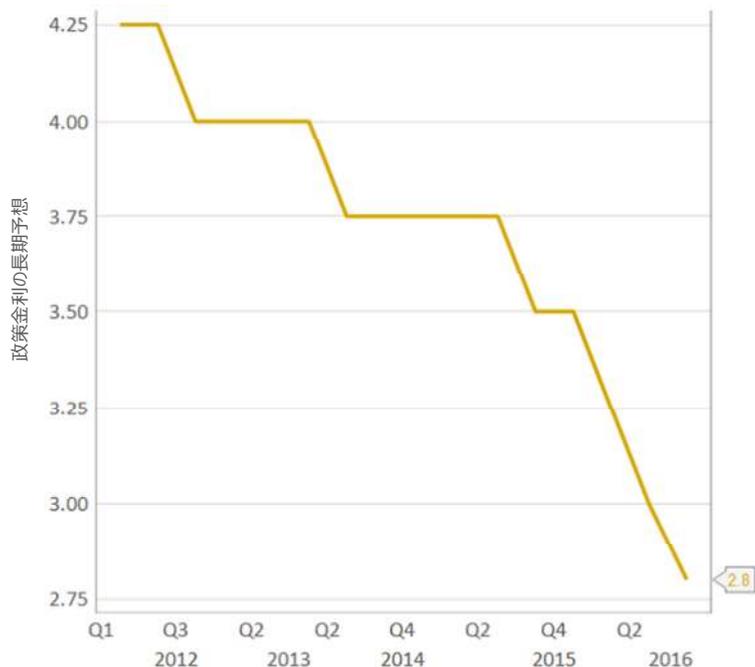
出所: Macrobond, 日本銀行; 2016年第2四半期のデータ

9月21日に日銀はイールドカーブ・コントロール(YCC)を発表し、10年債利回りを0%前後とすることを目標とし、保険会社及び年金の支援として、より長期の国債についてはより高い利回りを求めていることを示唆しました。利回りの目標水準を掲げたことで、日銀は量的なターゲットを諦め、財政刺激策による新規発行の大幅な増加やインフレ期待の上昇が見られない限り(いずれも短期的に見られる可能性は低いと考えられます)、日本国債の買入れ額を減らすことになると予想され、事実上のテーパリングとして今回の政策発表を捉えることができます。しかしながら、ターゲット水準の利回りであれば、購入額は無制限とすることを日銀は約束したことから、政府の財政赤字を中央銀行がファイナンスする、いわゆる「ヘリコプター・マネー」への歩みを進めたと考えられます。政府が今年初めに発表したものよりも大胆な財政政策を打ち出す好機として、これを活用するかどうかは時間がたてばはっきりするでしょう。

FRB－タカ派姿勢を見せながらもハト派バイアス

米連邦公開市場委員会(FOMC)は、「政策金利の引き上げの根拠は強まったものの、現段階では、より明確な経済指標の改善を待つ」、としました。しかし、以前はハト派だったボストン連銀総裁のエリック・ローゼンブレン氏を含むFOMCメンバーの3名は利上げに投票しました。さらに、FOMCメンバー17名の内14名は、年内の利上げを予想しました。それにもかかわらず、市場は年内利上げの可能性についてはあまり反応せず、現段階では60%程度の可能性を織り込んでいるにとどまります。最近の経済指標は予想を下回っており、大統領選挙と重なって市場のボラティリティが高まることから、市場はFOMCよりもやや経済指標に対して悲観的で、そのためFRBは年内の利上げを躊躇する可能性があるという市場は見ています。ブルーベイでは12月14日の会合で利上げをする可能性が高いと見ています。

図 3.FOMC による政策金利の長期予想の推移 (%)



出所：米連邦準備制度理事会，2016年9月21日

しかしFOMCからのより明確なメッセージは、中期的な金利見通しについてはよりハト派であったということです。ドット・チャートでは、2017年末の金利は50bps引き下げられて1.1%となり、政策金利の長期予想は初めて3%を下回りました。長期的なドットは予測値としてあまり機能しませんが、FOMCが長期に亘って低金利環境が続くことへの認識を示したと考えています。また、米国経済の長期的な潜在成長率については中間予想値を1.8%に引き下げました。

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9月26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。