

今週のトピック – 2015年12月7日

先週木曜日（12月3日）の政策決定会合での欧州中央銀行（ECB）の決定に対する事前予想と反応の差は、金融市場が0.10%の預金金利引き下げを「タカ派的」な緩和であると受け止めたことを示唆しました。

【タカ派な利下げとハト派な利上げ】

金融市場は、米連邦準備理事会（FRB）が来週にも、「ハト派的」な利上げを行うことを予想しています。つまり、数年振りとなる政策金利の引き上げは、その後の利上げが緩やかなペースで行われ、利上げ幅も限定的なものに留まるとのイエレン FRB 議長からのお墨付きを伴うということです。ただし ECB の「タカ派的緩和」からの教訓は、異次元の金融緩和が終わりに近づくなかで、中央銀行の政策担当者がもたらす影響力の大きさを再認識させるものでした。

12月3日の会合で、ECBは金融緩和策の拡大を発表しましたが、中銀預金金利の0.10%の引き下げが市場予想と比較して小幅であったことに加え、量的緩和（QE）の規模が拡大されなかったことから、市場は失望感を示し、欧州債券及び株式はともに下落しました。事前の市場予想と現実との格差は、ECBの預金金利引き下げが「タカ派的」と受け止められたことを意味し、以下のチャートが示す通りそれは市場に色濃く表れたと言えます。



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. ECBは市場の期待に沿えず



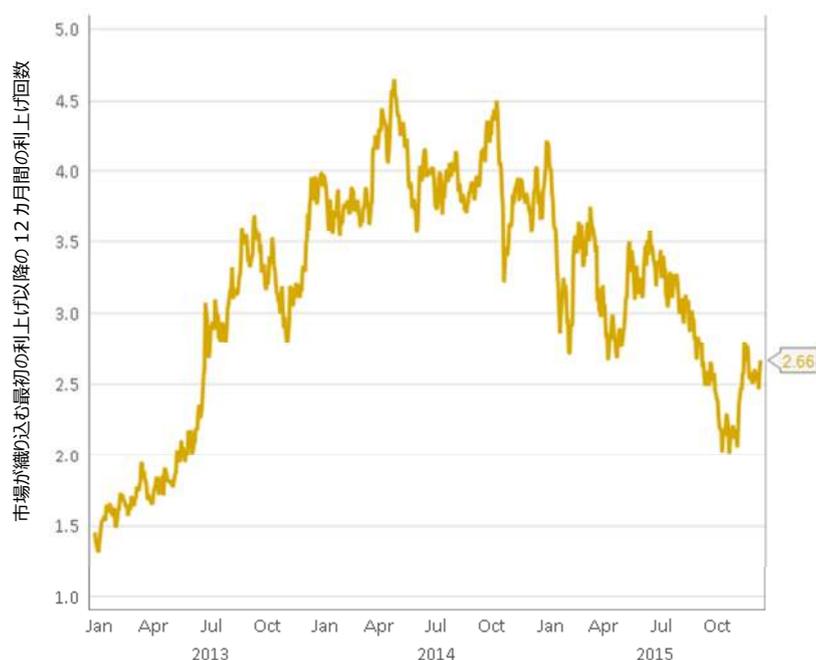
出所：Bloomberg, データは2015年12月4日時点

金融市場は時に過剰反応しやすい傾向にあります。この傾向は、市場のトレンドに沿った動きをしやすい、いわゆる「モメンタム投資家」の行動によって増長されやすく、金融政策（もしくは企業業績や経済統計）が、高揚した市場の期待に届かなかった場合の市場下落につながります。ただしそのようなケースは通常一時的な現象に留まり、実体経済やバリュー投資家に与える影響は限定的です。また、今回 ECB がユーロ圏経済に対して行った追加の金融緩和は、3、4カ月前には予想もされていなかった内容であることも忘れてはいけません。ECBは今回、中銀預金金利を-0.30%に引き下げ、月額600億ユーロの債券購入プログラム（QE）の期間を2017年3月まで、少なくとも6カ月間延長しました。また ECB は満期を迎えた債券の償還資金を再投資に回す方針も示しました（短期的に大きな影響はありませんが、QE終了時に ECB のバランスシートが急激に縮小しないことを意味します）。ブルーベイでは、2016年のユーロ圏の経済及びリスク資産（株式及びクレジット債）に対して前向きな見通しを維持しています。

しかしながら、ECB の発表に対する市場の過度な反応は、中央銀行の「フォワード・ガイダンス」の危険な側面を浮き彫りにしています。上図の最も左側の線は、ドラギ ECB 総裁が 10 月 22 日の ECB 会合の後の記者会見で、預金金利の引き下げを含む更なる緩和策の可能性を示唆した時点を示しています。また、11 月 20 日のドラギ総裁のスピーチによって、さらに大規模な緩和策に対する市場の期待が高まることとなります。ドラギ総裁は、「インフレを可能な限り早急に引き上げるため、使用可能な全ての政策ツールを利用して、やるべきことをしなければならず」とし、これには QE の規模や買入対象の枠及び債券の年限の調整も含まれると発言しました。10 月の ECB 会合から現時点(12 月 4 日)までで、ユーロは米ドルに対して 6.7% 下落しました。またドイツ 2 年国債金利は 20bps 低下し、欧州株式(Euro Stoxx 50)は 7%以上も上昇しました。債券及び株式の上昇のほとんどは、今回の会合で、QE の規模や買入対象債券の年限が拡大されなかったこと、さらに預金金利の引き下げが 0.10%に留まったことによる市場の失望感のなかで失われる結果となりました。ただし、ユーロは依然として米ドルに対して 4%近く下落していることになり、(他国、特に米国からの成長を奪うことになったとしても)ユーロ圏経済のリフレにつながる鍵となります。とは言いながらも、これはマリオ・ドラギ総裁が市場の信頼を取り戻せるかどうかにかかっています。「スーパー・マリオ」の力は弱まっています。

12 月 18 日に、FRB は 9 年振りとなる利上げを発表すると見ており、同時にその後の利上げが緩やかなペースで行われることを示唆すると見ています(いわゆる「ハト派的引き締め」)。ジャネット・イエレン FRB 議長は直近、金利が「時間を掛けてゆっくりとしたペースでのみ上昇する」との見方を示しました。ただし同時に、金利上昇の道筋は、今後発表される経済指標が経済見通し及び「インフレ目標に向けた実際の進捗」にどのような影響を与えるかどうかによる、とも発言しました。FRB の来週の利上げがいかにか「ハト派的」であるかを示す一つの指標として、2016 年に行われる利上げ回数の予想が挙げられます。以下のチャートは、市場が織り込んだ利上げペースを示す、Morgan Stanley の非常に便利な指標のデータです。同指標は足元で 2.6 となっており、これは 2016 年に 2 回の利上げが行われることを市場が完全に織り込んでおり、年末までに 3 回目の利上げが行われる可能性が 60%織り込まれていることを示しています。

図 2. 市場が織り込む 2016 年の利上げ回数



出所：Bloomberg, データは 2015 年 12 月 3 日時点

注記：Morgan Stanley Market Implied Pace of Hikes Index (MSPOKE)は、ユーロ/ドル金利先物市場に織り込まれた、利上げ開始後 12 カ月間での利上げ回数を示す指数。

先週の ECB 会合に対する市場の反応の大きさは、金融危機への対策としてではなく、経済ファンダメンタルズを反映したものである金融政策の側面が強まっているなか、中央銀行が市場の期待を先導することにおける困難さを浮き彫りにするものでした。中央銀行が常に「市場の味方」であると信じ込んでいる市場において、投資家には経済見通しやファンダメンタルズをより重視する姿勢が求められます。

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 (2015年12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」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、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。