

## 今週のトピック – 2017年1月20日

投資家はFRBによるマイナス・サプライズのリスクを抱えている

米連邦準備制度理事会（FRB）のイエレン議長は、FRBが金利を「ニュートラル」の水準まで引き上げることに長い時間待ち続けると、将来マイナス・サプライズを招くとの警戒を示しました。今後一年半の間の利上げ幅と利上げペースを市場は過小評価しており、3月14日及び15日に開かれる会合で利上げの可能性もあるとブルーベイでは考えています。

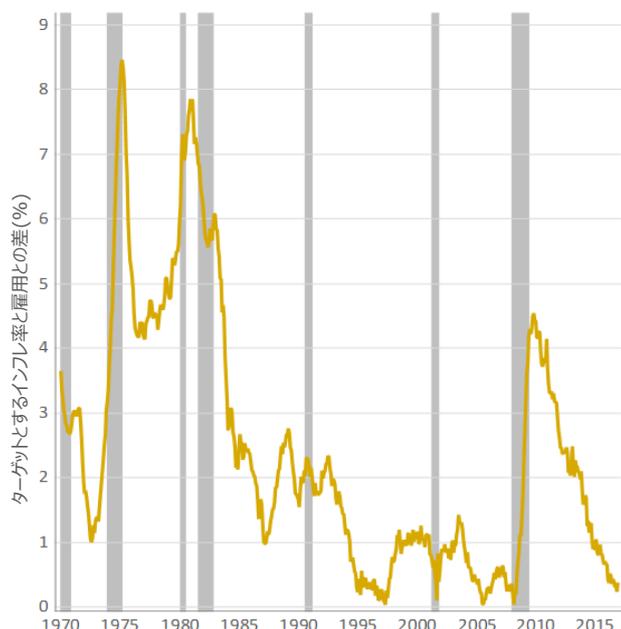


**デビッド・ライリー**  
パートナー兼クレジット戦略ヘッド

先週の水曜日（2017/1/18）に、イエレン議長は米国経済は完全雇用に近い状況にあり、インフレ率はターゲットとする2%に向かっているとしました。さらに2019年末までに、一年間で複数回の利上げを実施し、長期的にニュートラルな水準である3%に近づいているであろうと発言しました。2017年の利上げ回数は先物市場では2回しか織り込まれていませんが、3回もしくは4回実施されるとブルーベイは考えています。

図1では、FRBがターゲットとする2%のインフレ率とFRBがゴールとする最大雇用の差を示しています。2007年から2008年のグローバル金融危機後、米国の失業率は危機以前の最低値4.4%から10%まで上昇し、インフレ率（コアPCE）は2%超から1%に低下しました。図1が示すように、金融危機とその後の景気後退期のインフレ率と雇用のFRBのターゲットとの差は、1980年代初頭以来の大きなものとなっています（グレーで網掛けをしているのが景気後退時です）。

**図1：インフレ率と雇用はFRBのターゲットに近づいている**



出所: Macrobond; BlueBay calculations ; BlueBay; 2016年12月

注: グレーの網掛け部分は全米経済研究所（NBER）がリセッションとして示している時期です。詳細は脚注1をご参照下さい。

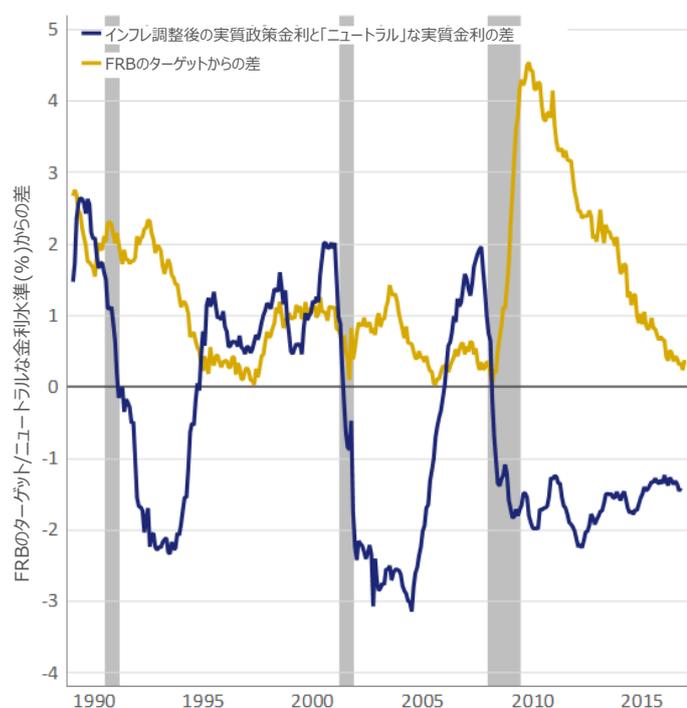
目標に対して異例の差となる失業率とインフレ率を受けて、FRBは異次元の金融政策を実施し、政策金利をほぼゼロまで引き下げ、大規模な債券の買入れ（量的緩和）を実施しました。経済が回復し、失業率が低下したことで、FRBはQEの縮小（テーパリング）を開始し、2015年12月に2006年6月以来となる政策金利の引き上げを行いました。しかし、失業率は自然失業率の水準となる4.75%近辺まで低下し、インフレ率は徐々に上昇がみられたものの、FRBは次の利上げまで一年間の時間をかけました。

## FRBの利上げの意思と必要性を市場は過小評価しているとみている

イエレン議長は、「ニュートラル」な水準まで政策金利を引き上げることを長く待っていると、FRBが急速な利上げを強いられ、景気後退を引き起こすような、インフレ率の大きな上昇、金融市場の不安定といった、マイナスのサプライズを招くとの警戒を示しました。遅すぎる段階での多くの強制的な利上げのリスクを回避するために、今年と来年少なくとも年三回の利上げを実施するというFRBの意思と必要性を市場は過小評価しているとみている。

図2では、ターゲットからのインフレ率と雇用の差とインフレ調整後の実質政策金利と「ニュートラル」な実質金利の差を示しています。「ニュートラル」な実質金利とは、完全雇用状態で刺激的でも引き締めのでもなく、安定した経済成長とインフレ率に一致した短期金利を言います。FRBがターゲットとするインフレ率及び雇用を実現しようとするなかで、政策金利は「ニュートラル」な金利水準を大きく下回っていることがわかります。トランプ政権による大掛かりな財政刺激策がなくとも、FRBは「ニュートラル」な金利水準との差を埋めるために金融刺激策を減らすでしょうし、「ニュートラル」な水準のためには今後一年半で少なくとも150bpsの利上げが実施されると考えています。労働市場とインフレ率が今後数ヶ月に渡ってFRBがゴールとする水準に収斂すれば、3月の会合で利上げが実施される可能性は、先物市場が織り込む三分の一の可能性よりも高いと考えています。

図2：現在の政策金利と「ニュートラル」な政策金利の差



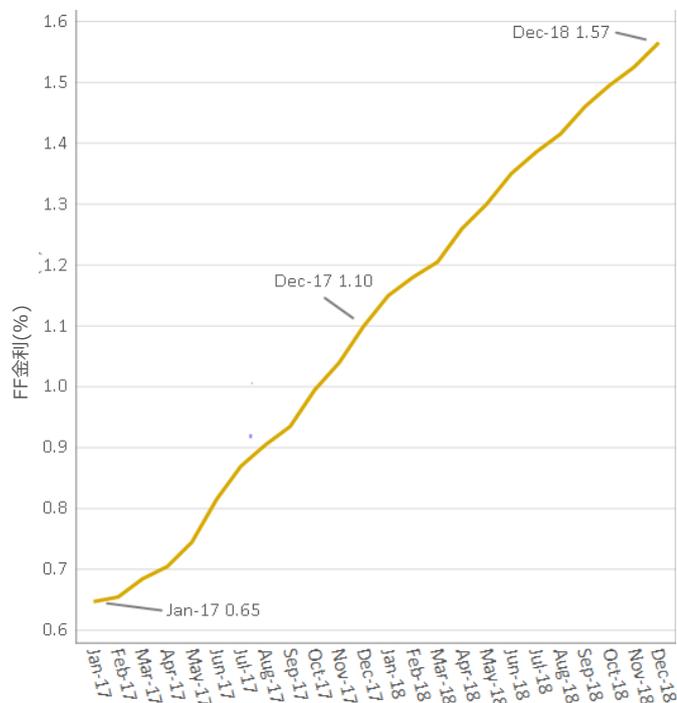
出所: Macrobond; BlueBay calculations ; BlueBay; 2016年12月

注：グレーの網掛け部分は全米経済研究所（NBER）がリセッションとして示している時期です。詳細は脚注1をご参照下さい。

「ニュートラル」な実質政策金利水準にはサンフランシスコ連銀総裁のLaubach-Williamsの予想値を用いています。

米国の利上げは市場参加者のコンセンサスとはなっているものの、金利先物市場は2017年及び2018年の利上げはそれぞれ二回の25bpsずつの利上げしか織り込んでいない状況です。現在の債券及び先物市場で織り込まれているよりも多く、かつ早いペースでFRBが行動すれば、マイナス・サプライズにさらされるのは、金利デュレーション・リスクを取りすぎており、リスク・プレミアムをほとんど取っていない投資家であると思われます。

図3：FF金利先物カーブ



出所: Macrobond; BlueBay calculations; 2017年1月18日

脚注1

黄線は単純な  $L = (\pi - \pi^*)^2 + (u - u^*)^2$  という計算式によって算出した損失関数に基づいています。

$\pi$ : 現在のインフレ率、 $\pi^*$ : インフレ・ターゲット、 $u$ : 現在の失業率、 $u^*$ : 自然失業率（労働市場及び景気という構造的な経済を考慮した完全雇用の状態）

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（2017年1月23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。

以上