



今週のトピック – 2017年4月10日

量的引き締め時代への備え



デビッド・ライリー

パートナー兼クレジット戦略ヘッド

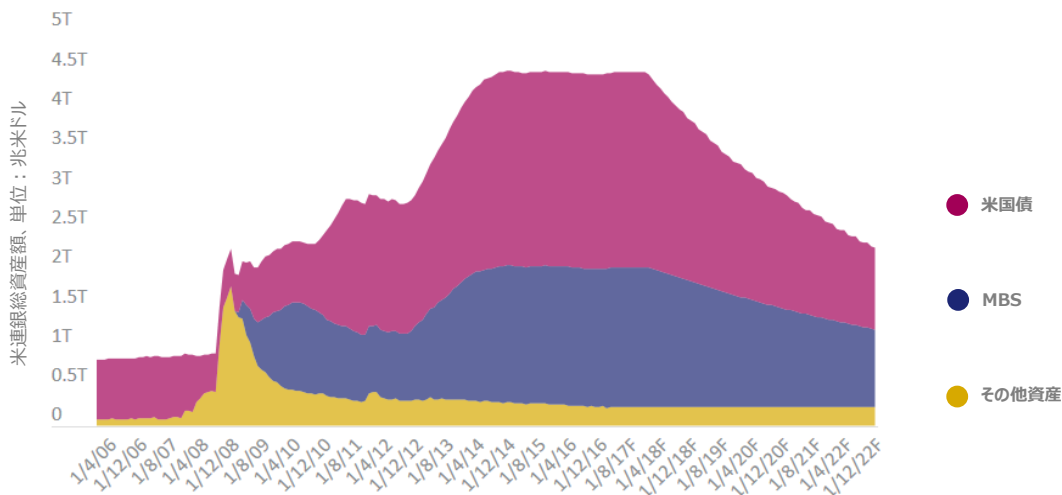
3月14、15日に行われた連邦公開市場委員会（FOMC）で、米連銀がバランスシートの今年後半の規模縮小への道筋を発表する可能性があることが示されました。このことは、バランスシートを縮小することで、量的緩和（QE）の効果を削減する行動に出る最初の中央銀行であり、最も影響力のある中央銀行だけに注目されます。QEは資産間の相関性を高め、無リスク債券の利回り低下だけでなく、資産価格の差異を抑制する効果をもたらしました。量的引き締め（QT）は市場や投資戦略に大きな影響をもたらすでしょう。

米連銀のバランスシートは2008-09年の金融危機への対処から規模が拡大しています。QEの結果、米連銀は1.8兆米ドルの住宅ローン担保証券（MBS）と2.5兆米ドルの米国債を現在保有しており、バランスシートは2007年の1兆米ドル（GDPの6%）から4.5兆米ドル（GDPの24%）まで増加しています。ネットの資産買入額は徐々に減らし、2014年10月にはゼロとなりましたが、それは必ずしもQEの終了を意味していません。米連銀は償還された元本部分の再投資を続けており、その額は昨年4,000億米ドルに達しています。資産残高だけでなく、そのフローも長期金利の低下をもたらし、金融市場に影響を与えていると言えます。

3月に開催されたFOMCの議事録で、多くの参加者がバランスシートの規模縮小を漸進的かつ予想可能な形で実行すべきだと強調しました。FOMCで元本の再投資縮小を決める、或いはバランスシートの規模縮小を早く実現したいなら、保有する債券を売却することを選択することも可能でしょう。しかし、バランスシートの縮小について、最も波風を立てず、予想可能に実行する手段は、保有債券が償還を迎えた際に元本を単に再投資しないということです。

下の表は、仮に米連銀が2018年1月から元本再投資を単純に停止した場合のバランスシートの推移予想です。米国債の保有の減少は、保有米国債の年限の内訳を反映させており、住宅ローン担保証券（MBS）は期前償還とアモチゼーションを考慮して、年間12%の割合で減少すると想定しています（MBSの償還日は通常15から30年後となります）。単純に償還を迎えた債券を減らしていくという方法を取れば、2022年末でバランスシートは半分になります。

2018年1月から償還元本の再投資を停止した場合の米連銀のバランスシート推移



出所: Macrobond、ニューヨーク連銀のデータを基にブルーベイで計算。2017年3月末現在

注：公表されている保有年限を基に米国債の保有を削減。MBSは期前償還とアモチゼーションを年間12%と想定。色付きの部分が量的緩和（QE）部分

QEの「ストック効果」の度合いはかなり不明瞭ですが、米連銀は2015年にバランスシート政策によって米国10年国債は約110bps(注1)押し下げられていると試算しています。短期債をロールするのではなく、10年債を保有することで生じる金利リスクに対する報酬、すなわち期間プレミアムは過去20年の平均が120bpsであることに對して現在はほぼゼロです。QEは資産価格の差異を抑制し、資産間の相関性を高めました。中央銀行による流動性の増減はグローバル資産価格を動かす共通のマクロ要因に大きな影響を及ぼすからです。

量的引き締めはバランスシートを縮小させて、正常な規模に近づけることですが、インフレ率より高い水準に短期金利を引き上げることと同様に、米国が金融危機と「大恐慌」の遺産からの脱却に際して、金融政策の「正常化」のために欠かせないことです。金利の上昇と資産価格のパフォーマンス差が大きくなると考えられる量的引き締めの時代に投資家は備える必要があるでしょう。

注1: Conducting monetary policy with a large balance sheet (スタンレー・フィッシャー米連銀副議長、2015年2月27日)

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、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

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4月12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。

以上