

中銀の金融政策の正常化について

Insights from UBS Asset Management

ポイント

- ・ 足元、中銀の出口戦略が市場予想よりも早く実施される可能性が高まり、欧米の長期金利が上昇。
- ・ 米財政拡大リスクや欧州政治リスクが後退する中、金融緩和策からの転換予告による市場の混乱は短期的には収束へ。
- ・ 低インフレの中で緩やかに景気回復する適温相場環境などが、利回り水準が向上した社債市場を下支えする可能性も。

最近の各中央銀行の動きについて

【米国】

・ 米連邦準備制度理事会（FRB）が6月の連邦公開市場委員会（FOMC）において、バランスシートに関する戦略を大方の予想より早く公表しました。ただし、バランスシートの縮小を始める際には、再投資する額を毎月少しずつ減らすことによりゆっくりとしたペースで進める方針を示しています。

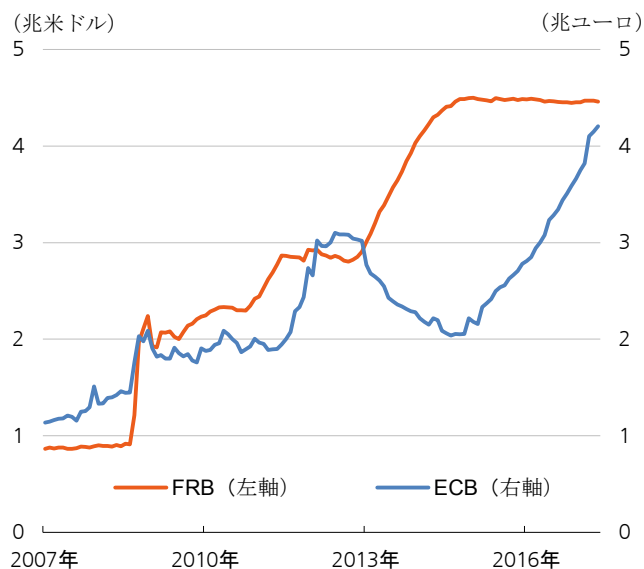
・ その後発表された「FOMC 議事要旨」で、複数の参加者が数カ月以内に開始を公表することが望ましいとする一方、年内のより遅い時期に決定すべきと主張する参加者も数名いたことが分かっています。経済やインフレの見通しを評価する時間的な余裕を確保したいとの意見もあり、縮小開始のタイミングは依然不透明です。

・ 一方、米国のインフレ率は予想に反し鈍化が続いています。FRBが物価指標として重視する個人消費支出（PCE）物価指数は、5月に変動の大きい食品とエネルギーを除くベースで前年同月比1.4%の上昇にとどまっています。また、6月の米雇用統計は堅調内容でしたが、賃金の上昇圧力が高まる兆しは見えていません。

→FRBは年内あと1回の利上げ実施とバランスシートの縮小開始が見込まれていますが、タイミングは依然不透明です。インフレに関する疑念が解消されなければ、引き締めペースは加速しないと見られています。

■米・欧中央銀行の資産規模推移

（2007年1月末～2017年5月末）



出所：トムソン・ロイターのデータ、各種情報を基に当社作成。

【欧州・その他】

・ 欧州中央銀行（ECB）のマリオ・ドラギ総裁は6月27日、長期金利の引き下げや経済成長をこ入れに向けて15年に導入した債券買い入れ策の段階的縮小を開始する可能性を示唆しました。加えて、カナダ銀行総裁やイングランド銀行総裁などが利上げの可能性を示唆し、中銀の姿勢が徐々に追加緩和よりも緩和解消に傾いているとの見方が市場でも強まっています。

・ユーロ圏では今年に入って、堅調な経済指標の発表が相次いでいますが、低調なインフレ率に大きな改善は見られていません。現状ユーロ圏 CPI は 1.4%で、ECB が目標とする 2%弱の水準と隔たりがあります。

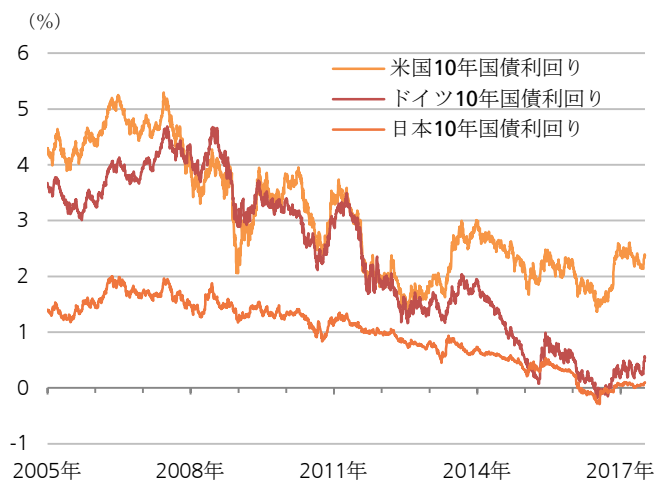
→年内は ECB の社債買い入れプログラムが継続されます。2018 年には利上げを伴わないものの、段階的な金融緩和の縮小が予想されています。

債券市場の反応と今後の見通し

- ・足元、中銀の出口戦略が市場予想より早く実施される可能性が高まり、欧米の長期金利が上昇しています。
- ・ただし、昨年末のトランプ米大統領の誕生後に市場を席卷した世界的な「金融政策から財政政策へ転換」、「債券から株式へのグレート・ローテーション」に基づく金利上昇シナリオは後退しています。
- ・今起きているのは「超金融緩和策からの転換予告」に過ぎず、世界的に潜在成長率が低下し、インフレ圧力が弱い中での動きであることから、長期債利回りの上昇余地は大きくないと推測されます。
- ・今後、「超金融緩和」の「超」の部分を取り除く程度の金融調整の予告に過ぎないと認識が深まれば、足許で急上昇した米欧の長期金利も再び落ち着きを取り戻すと考えられます。

■ 10 年国債利回り推移

(2005 年 1 月 3 日～2017 年 7 月 10 日)



社債市場について

・中銀の金融政策の正常化の動きによって、国債の利回りは上昇したものの、社債のパフォーマンスは、一部ではスプレッドの縮小が継続したことから、影響は限定的となっています。

・今後のスプレッドについては、現在の水準から大きく縮小することは考えにくいものの、世界的な低金利環境や国債の低利回り、低いデフォルト率、緩和的な金融政策の継続などが見込まれることに加え、低インフレの中で緩やかに景気回復する適温相場環境などが社債市場を下支えするものと考えられます。

・また、米国での財政拡大リスクや欧州での政治リスクが遠のいたことに加えて、景況感の改善と企業業績の回復が信用スプレッドの縮小に寄与していくと見られます。

・社債投資においては、金利の上昇がマイナスに影響する可能性はありますが、利回り水準の上昇により中長期的にインカム収益の向上が見込めます。依然インカム獲得が難しい投資環境が見込まれる中、投資妙味が高いと考えられる社債は、引き続き主力の投資先として人気を維持すると見えています。

・ただし、中央銀行が資産価格の持続的な上昇に対して、将来の金融不安定化を牽制する意図も垣間見られることから、今後の金融当局の動向や市場とのコミュニケーションにも注意が必要だと考えます。

出所：トムソン・ロイターのデータ、各種情報を基に当社作成。

上記のデータは過去のものであり、将来の動向を示唆、保証するものではありません。

商号： UBS アセット・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 412 号
加入協会： 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、信頼できる情報をもとに UBS アセット・マネジメント株式会社によって作成されておりますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。本資料に記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。

© UBS 2017. キーシボル及び UBS の各標章は、UBS の登録又は未登録商標です。UBS は全ての権利を留保します。