

On my mind: QE (量的緩和) 再開か否か



Dr.ソナル・デサイ
フランクリン・テンプレ
トン債券グループ
最高投資責任者(CIO)

2020年1月23日

米連邦準備理事会 (FRB) は昨年9月以降、バランスシートを約4,000億米ドル拡大しています。FRBは2017年10月にバランスシートの縮小に乗り出しましたが、その縮小額(およそ7,000億米ドル)のうち半分強を解消したことになります。¹アナリストや投資家の間ではFRBはQE (量的緩和) を再開したとの見方が強まっていますが、FRBは否定しています。

事実関係や金額に疑う余地がない以上、それを何と呼ぶかは重要ではありません。これからお話するようにQEと呼ぶかどうかは主に解釈の問題です。しかし、今回のバランスシート縮小について、その効果や、それがFRBの優先順位を示唆するということが重要です。投資の観点から重要な意味を持ちます。

資金不足の経緯

昨年9月、突然の流動性危機をきっかけにレポ市場²で一時資金不足が生じた結果、レポ金利は上昇し、FRBの政策金利であるフェデラルファンド (FF) 金利も目標レンジを一時的に上回りました。

これを見て投資家は背筋がぞっとしました。ちょうど10年前、世界金融危機の際に同様の現象が起きましたが、金融システムへの信認が揺らいだことが背景にありました。カウンターパーティリスクに加え、様々な資産価格をめぐる不透明感が突如として銀行業界を襲いました。銀行側は流動性をため込むことで対応しました。

しかし、昨秋は事情が違いました。複数のテクニカル要因が重なり、流動性危機が引き起こされました。まず、企業が四半期ごとに行う多額の法人税の納付が主な引き金になりました。内国歳入庁に税金を支払おうと企業が銀行預金を引き出したためです。その結果、銀行の準備預金残高が機械的に減少する一方、財務省一般勘定の残高は増加しました。また、ノンバンク(プライマリーディーラー)は、米国債のクーポン決済に追加資金が必要となりました。

銀行の超過準備は着実に減少し、2017年末のおよそ2.2兆米ドルから2019年上半期には1.4~1.5兆米ドルにまで落ち込みました。³これはFRBによるバランスシートの縮小が一因ですが、銀行が信用拡大や証券購入に向けて超過準備を再配分したことも背景にあります。

1. 出所:FRB。2019年12月31日時点

2. レポ市場とはディーラーが政府証券を担保に短期資金を貸し借りするリパーチェスアグリーメント(買戻条件付取引)を指します。

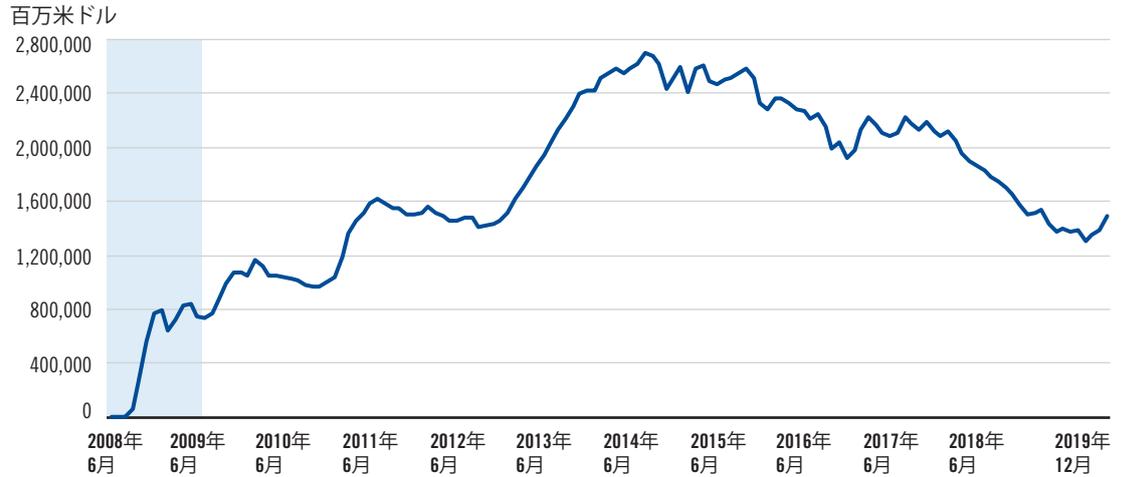
3. 出所:セントルイス連邦準備銀行。2019年12月31日時点



超過準備を再配分

預金機関の超過準備総額

2008年6月－2019年12月



出所:セントルイス連邦準備銀行。網掛け部分は米国の景気後退局面。2019年12月時点

予想外の事態!

昨年9月の流動性危機によって超過準備は1.3兆米ドルに落ち込みましたが、⁴それでもまだ十分な量とみられていました。FRBや大半のアナリストは超過準備が1.2～1.3兆米ドルもあれば金融システムの安定を維持できると推測していました。

しかし、世界金融危機を経て銀行は幾多の新規制に直面しています。流動性カバレッジ比率(LCR)は、資金流出超が30日間続いたとしても資金ニーズに対応できるように迅速かつ容易に換金できる適格流動資産(HQLA)の保有を義務付けています。HQLAは準備預金のほか、米国債、モーゲージ証券、ノンエージェンシー債などが対象です。

ところが、銀行は米国債より準備預金でLCRに対応する傾向を強めています。これは驚くには当たりません。昨年9月時点で銀行の超過準備の金利は2.1%でしたが、米国の10年国債利回りは2%を割り込んでいました。現在は、超過準備の金利は1.55%に低下し、米国の10年国債利回りを下回っていますが、それほど大きく下回っているわけではありません。⁵すなわち、デュレーション⁶や流動性のリスクがない超過準備の金利は米国債の利回りと同水準にあるといえます。流動性と利回りのバランスを取りながらLCR規制に対応する最適バスケットはイールドカーブの形状やスプレッドによって変わり得ます。

加えて、「グローバルなシステム上重要な銀行(G-SIB)」は他の金融機関との相互関連性やバランスシートの規模など複数の要因で決定される資本バッファ規制に対応する必要があります。G-SIBは毎年評価されるため、影響を受ける銀行は規制の厳格化を避けようと第4四半期に調整を行います。インターバンク市場での有担保の資金取引を減らせば規制をクリアしやすくなるため、これがレポ市場での資金不足に拍車をかけた可能性があります。

要約すると、法人税の納付に伴い準備預金が一時的に減少した銀行は、規制に余裕を持って対応しようと準備預金の積み増しを急ぎました。その結果、レポ金利は上昇しました。これには誰もが、とりわけFRBでさえ意表を突かれたことは懸念すべき事態です。

金融危機後に中央銀行は異例の金融政策を展開し、新たな規制を実施しました。中央銀行は金融政策をうまく管理しながら円滑に正常化することができると自信を見せていました。しかし、

4. 出所:セントルイス連邦準備銀行。2019年12月31日時点

5. 出所:米連邦準備制度理事会、ブルームバーク。2020年1月13日時点

6. デュレーションは金利の変化に対する債券もしくはファンドの感応度を示す値(単位:年)

昨年9月、FRBはFRB自身の規制に対応するために銀行が多額の超過準備を必要としていることに愕然としました。これは新規制の影響や、新規制が金融政策の遂行にどのように影響を及ぼすかを政策当局が十分に認識していなかったことを示しています。

QEのようだが、、、

FRBは即座に反応し、銀行の準備預金残高を押し上げるために短期国債を月間600億米ドルのペースで購入する新たな金融調節に踏み切りました。さらに、レポ取引の翌日物への最低資金供給額をこれまでのおよそ750億米ドルから1,200億米ドルに引き上げました。FRBは満期を迎える住宅ローン担保証券(MBS)の償還元本の再投資先として月間およそ200億米ドルの米国債を購入していますが、新たな資産購入はこれに上乗せされるものです。⁷

市場ではQEの終了の終了はQEの再開を意味するとの見方が大勢です。

FRBは否定しています。新たな短期国債の購入は短期金利を安定させ、政策金利であるFF金利近辺に維持することが目的であり、安全資産の利回りを急激に引き下げる金融緩和ではないと主張しています。テクニカルな介入であり、新たな金融緩和措置ではないということです。さらに、新たな資産購入の対象を短期証券(期間12ヵ月以下)に絞り、短期的なオペであることを強調しています。

その主張はともかく、その効果はQEと見分けが付きません(エコノミストが言うように「一見してQEと変わりません」)。

QEはもともと安全資産の利回りを引き下げ、投資家をリスク資産に向かわせることを目的としていました。

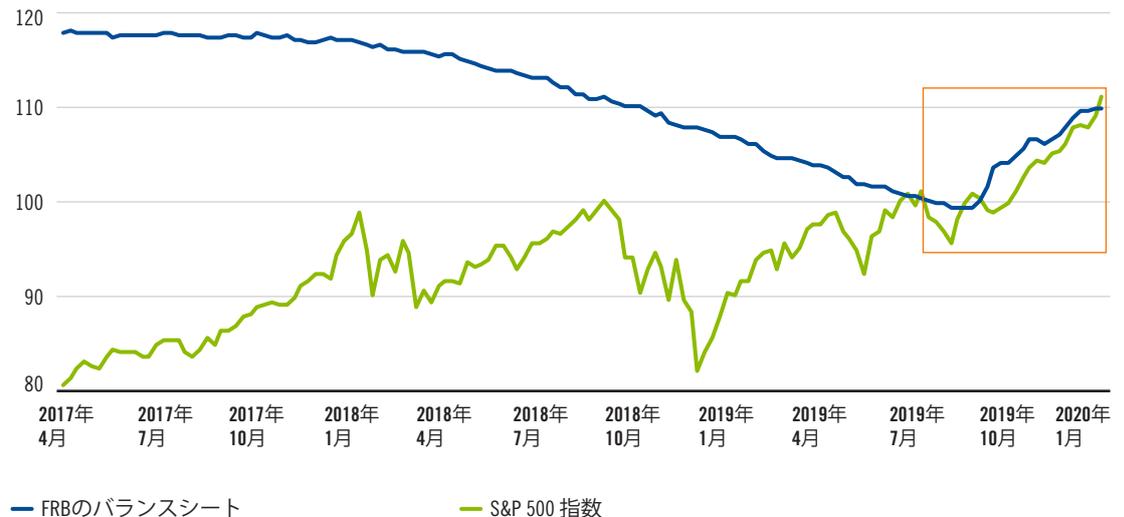
新たな資産購入が開始されて以降、株価は上昇しており、FRBのバランスシートの拡大との相関関係が異様なほどに強まっています。一方、米国の雇用が勢いを増し、貿易や世界経済をめぐる不透明感が後退する中でも、米国の10年国債利回りは2%を割り込んだままです。⁸

株式市場をけん引するFRB

FRBのバランスシートとS&P500指数

2017年4月－2020年1月

2019年9月=100 (基準年を変更)



— FRBのバランスシート

— S&P 500 指数

出所:セントルイス連邦準備銀行。スタンダード&プアーズ。2020年1月13日時点インデックスは運用されているものではなく、また、特定のインデックスに直接投資することはできません。インデックスにはいかなる運用報酬、その他諸費用等も含まれていません。

7. 出所:ニューヨーク連邦準備銀行。2020年1月13日時点

8. 出所:FRB。2020年1月13日時点

なぜ重要なのか？

FRBは昨年、株式市場からの圧力を受けて利下げに転じました。FRBの資産購入の再開に完全に連動する形で株価は上昇しました。FRBは市場に依存しすぎており、市場はFRBに依存しすぎているように見えます。

銀行の超過準備は昨年12月時点で1.5兆米ドルにまで回復しており、レポ市場に変調をきたすことなく、四半期ベースの法人税の支払いの振れに対応できる水準に近いと考えられます。

しかし、株式市場はいまや再びFRBの流動性供給に頼り切っている可能性があり、株式市場は株価が下落すればFRBが昨年のように再び金融緩和に踏み切ることを期待するでしょう。

これは見方の問題だという人もいます。市場がFRBはQEを再開したと信じている以上、資産購入を止めた場合、市場は金融引き締めだと誤解するでしょう。

私は単なる見方の問題ではないと思います。FRB自身がQEと呼んだ時と同じように、FRBのバランスシートの拡大は実際に効果をもたらします。

米国景気は健全なペースで拡大を続け、雇用は勢いを増し、インフレ率も目標近辺で推移する中、FRBによる利下げと昨年後半の資産購入によってリスク資産を中心に資産価格は概ね上昇しました。次回の景気下降局面では政策の発動余地が狭まることはFRBも公に懸念しています。しかし、資産価格に金融政策が左右されれば、政策余地をさらに狭める結果になります。

また、レポ市場での資金不足が驚きを持って受け止められたことで、新規制に関連する他の「未知の未知」（いままでに起こったことがないような不確かなこと）や金融緩和スタンスの永続性への懸念が浮上し始めています。

不透明感や潜在的なボラティリティをもたらす要因はすでに数多くリストアップされていますが、FRBの新たな資産購入によりもうひとつの要因がリストに加わることになり、ポートフォリオのアロケーション戦略を慎重に検討すべき理由がもうひとつ増えたこととなります。FRBは依然流動性供給を増やしており、信用市場の各セグメントへの影響力を保持したままです。しかし、ボラティリティと市場の調整局面入りのリスクが高まっている以上、投資家はリスクエクスポージャーに対する選別を強めると同時に、一連のボラティリティにより魅力的な押し目買いの機会が現われた場合に備えて流動資産という「手元資金」を維持しておくべきと考えます。



リスクについて

すべての投資はリスクを伴い、元本を割り込む可能性もあります。債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け変動した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。債券発行体の財務内容や債券格付けに変動があった場合、その債券の価値に影響を及ぼす可能性があります。外国証券への投資には為替変動、経済および政局の不透明感など特別なリスクを伴います。新興国市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクや証券市場を支える法制度、政治・経済構造、社会基盤の未整備といったリスクも伴います。このような投資においては、大幅な価格変動が発生する場合があります。高利回りは、低格付け証券や、場合によっては、証券の価格低下に伴う高い信用リスクを反映します。金利変動は証券価格や利回りに影響を及ぼす可能性があります。株値は、個別企業、特定の産業、業種、市場環境全体などの影響により急速かつ大幅に変動する場合があります。米国国債は償還日まで保有した場合、元本および利払いが保証されます。

重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、2020年1月23日時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。

当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・templton(「FT」)は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能なわけではなく、米国以外では、他のFT関連会社および/または現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、専門家の助言を受けることをお勧めします。

詳細につきましてはwww.franklinresources.comをご覧ください。

<当資料のお取扱いにおけるご注意>

- 当資料は、情報提供を目的として、フランクリン・templton(フランクリン・templton・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。)の資料をもとに、フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社が翻訳した資料であり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券(外貨建資産には為替リスクもあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本は保証されているものではありません。
- 投資信託は預貯金ではありません。したがって、元本は保証されておらず、投資した資産の減少を含むリスクがあることをご理解の上、お申込み下さい。
- 投資信託は預金等や保険契約と異なり、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関を通じてご購入頂いた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 当資料は各種の信頼できると考えられる情報源を元に作成されていますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料中、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。
- 当資料にかかわる著作権その他の一切の権利は引用部分を除き当社に帰属します。当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。

フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第391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
一般社団法人第二種金融商品取引業協会