

Compass

2023年11月10日

中央銀行のバランスシート縮小で、市場に流通する公的債務が増加

- 主要国の中央銀行は大幅にバランスシートを縮小している。これにより、市場が吸収しなければならない国債の供給が増加し、財政赤字が依然として高い時期に利回りに上昇圧力がかかることになる。
- 中央銀行が保有資産を売却できる量とスピードは、政府がどれだけ多くの国債を発行するか依存している。公共部門への追加的な支出要求は引き締め路線を複雑にする可能性がある。
- 債券の供給が増えれば利回りが上昇し、他の主要資産クラスのリスク調整後リターンも上昇する見込みとなる。しかし、市場の状況を考慮しながら徐々に実行することで、大きな影響は回避できる見込み。

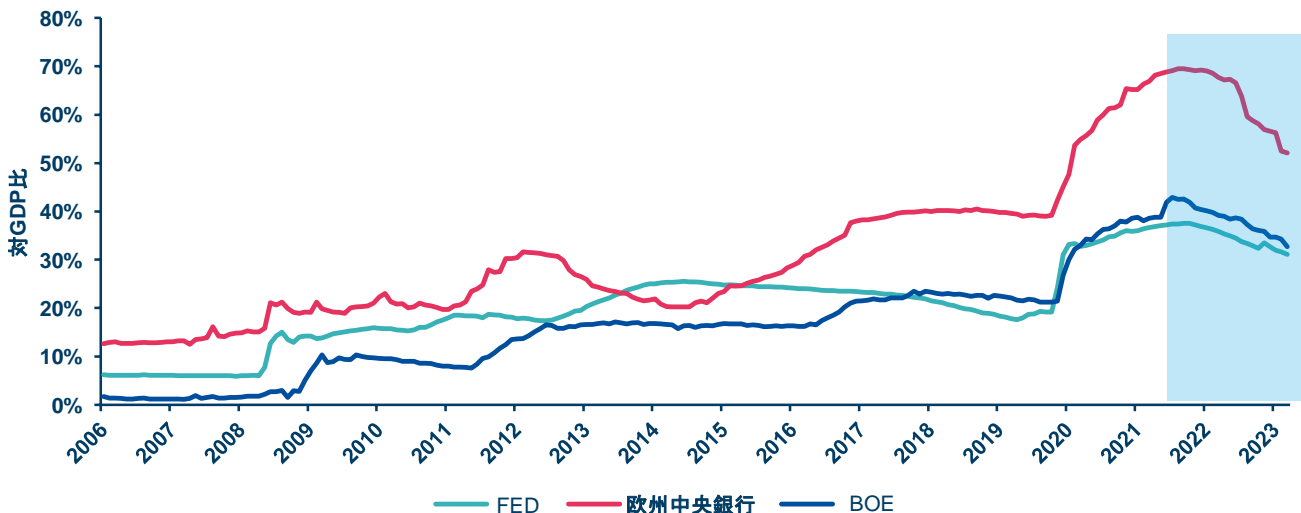


Mahmood Pradhan
Head Global Macro Economics,
Amundi Investment Institute

最近の世界的な債券利回りの急騰は、政府の債務増への市場の懸念が一因となっている。インフレ率が中央銀行の目標に近づき、抑制的な金融政策が緩和されれば、こうした利回りの上昇の一部は反転する見込みだ。しかし、中央銀行は、米国連邦準備制度理事会(FRB)がGDPの30%、欧州中央銀行(ECB)がユーロ圏のGDPの50%と、かつてないほど大規模となったバランスシートの縮小に伴い、国債の供給量を増やすことになるだろう。

イングランド銀行(BOE)、欧州中央銀行(ECB)、米国連邦準備制度理事会(FRB)は、すでに、満期資産の再投資を減らすことで巻き戻しを始めており、3行とも、時間をかけてバランスシートを大幅に正常化する方針を示している。その目的は、「非伝統的モードから脱却」し、主に金利を通じての金融政策の運営に戻ることである。中央銀行関係者の中には、政策引き締めのツールの一部として、国債をもっと市場に流通させたいと考えている者もいるだろう。

主要中央銀行はバランスシートの縮小を開始



出典:ブルームバーグのデータを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュート作成、2023年9月19日現在。

政府が大幅な赤字を垂れ流し続けていることが背景にあるため、市場に大量の債務を吸収させることで、大幅な利回りの上昇を招くことなく、秩序ある方法で完遂することが可能かは、まだ、不透明だ。また、どの程度のスピードで正常化し、どの程度巻き戻し、さらにどの程度国債市場に資金供給を求めるかにも依存するであろう。

中央銀行の債券保有残高は、FRBが約8,000億米ドル、ECBが約5,000億ユーロ、BOEが約8,000億英ポンドと巨額になっているため、巻き戻しは何年にもわたって徐々に行われる必要があるだろう。また、低金利時代に購入した低利回りの債券の満期で戻ってきた資産を高利回りの債券に再投資することで、潜在的な損失を減らすこともできよう。

一部の中央銀行関係者は、長期的なバランスシートは世界金融危機(GFC)や量的緩和(QE)のような非伝統的金融政策が始まる前よりもはるかに大きくする必要はあることはほぼ間違いないと主張している。債券市場の持続的成長、金融安定目標を達成するための頻繁な政策介入、銀行準備金に対する需要の高まり、流通キャッシュの増加により、中央銀行がQE以前よりも大きなバランスシートを保有することは避けられないであろう。平均してGDPの20%程度のバランスシートが新たな定常状態になると考えるのが妥当であろう。

十分に長い時間(10年以上)をかければ、これは管理可能なはずだが、政府がどれだけの債務を発行するかは決定的に左右される。米国の財政見通しは特に憂慮すべきものだ。米議会予算局の現在の予測では、米国の連邦債務は今年の330億米ドルから、2033年には5,000億米ドルをはるかに超えるまで増加する。逆説的な論理ではあるが、仮にFRBがGDPの20%を保有するとすれば、10年後のバランスシートは現在と同程度になり、同時に市場はもっと多くの米国債を保有することになる。ユーロ圏と英国では、より慎重な財政計画のおかげで、見通しは少し明るい。しかし、ここでも財政運営の余地はほとんどなく、利回りが高止まりすれば財政再建計画は困難になるだろう。

中央銀行のバランスシート縮小計画は、公的部門を含む他の借入需要によって妨げられる可能性もある。ネット・ゼロへの移行に必要な非常に大きな資金調達多くは民間部門からもたらさなければならないが、公的部門に求められる貢献もかなりの規模になる可能性がある。地政学的な見通しがより悪化すれば、国防費の増額要求が高まる可能性もある。こうした追加的な需要はすべて、中央銀行が対処しなければならず、構造的な金利上昇につながる可能性がある。

量的引き締めは金融情勢と市場の国債購入意欲を十分に考慮して実施する必要があるということが重要な意味を持つことになる。定型的な年次削減プログラムや固定された最終目標は理想的ではなく、実現可能でさえないかもしれない。

緩和的な金融政策スタンスへの転換は、長期的には債券の魅力を高めるだろう。国債の供給が増えれば、市場の利回り、特に満期が長い国債の利回りは上昇し、イールドカーブがある程度スティーブ化するであろう。債務負担の大きい国ほど、借入コストが上昇する可能性がある。しかし、金利の軌跡は直線的ではないため、投資家はデフレーションに対して柔軟なアプローチを採用すべきである。しかし、十分に長い時間軸と緩やかな政策転換は、市場が適応するための十分な時間を提供する見込みだ。国内投資家もまた、国債の追加供給を吸収する上で大きな役割を果たすだろう。

新たな高利回り環境はすでに、長期債務に見合うより高い長期インカムを確保したいと考える投資家の強い需要を生み出している。最も安全なベンチマークである国債のリターンが高いということは、プレミアムを提供する株式のような他のリスク資産は、より魅力的な価格を付けなければならないことを意味する。量的緩和期の緩和的な政策に比べれば、資産価格の無差別な上昇は限定的になるはずである。投資家は、企業ファンダメンタルズや技術・生産性の変化を見極めることに、より重点を置かなければならなくなるだろう。

IMPORTANT INFORMATION

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of 10 November 2023.

Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: 10 November 2023.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インスティテュートの見通し、予測、予想意見等(以下、見通し等)は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務(直接的、間接的を問わず)を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号: 関東財務局長(金商)第 350 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

日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

3235728