

2018 年 10 月 19 日

通貨ニュース

新興国：FRB バランスシート縮小の影響が一タームプレミアム復活を警戒すべき時

- 先週の米国株式市場の急落は、米金利上昇により株価のバリュエーションが割高となったことで急激な調整が起きたとみられる。
- 10 月に米金利上昇が加速した直接的なきっかけは堅調な米経済指標の上振れなどだが、タームプレミアムの上昇も影響していた公算が大きい。
- 量的緩和が長期金利に強い影響を与えるのはストック効果によるとの見方が多く、FRB が進めるバランスシート縮小の影響が徐々に顕現化している可能性がある。
- FRB のエコノミストの分析によると、FRB が計画しているペースに基づきバランスシートを縮小した場合タームプレミアムは 2016 年 12 月時点から 2020 年 12 月にかけて 0.58%ポイント上昇することになる。
- 新興国への資本流入を決める上で米国の金融政策は最重要であり、市場で注目されやすい FRB の利上げ動向だけでなく、バランスシート縮小およびタームプレミアム上昇による悪影響にも警戒する必要がある。

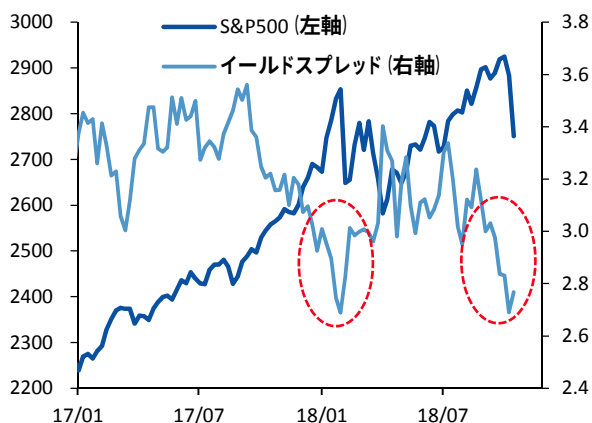
国際為替部
マーケット・エコノミスト
多田 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

金利上昇が招いた株価の大幅調整

先週、米国株式市場は急落した。10 月 10 日に S&P500 種指数は▲3.29%と急落し、2 月以降で最大の下げ幅を記録。翌 11 日も▲2.06%と前日の急落から一段安となった。今週はやや値を戻しているものの、第二波の調整が訪れるパターンもあり予断を許さない状況である。急落の背景には、①米長期金利の上昇、②世界経済の減速、③通商対立の激化などの指摘が多い。米国株式市場が急落する前日の 10 月 9 日、国際通貨基金 (IMF) は最新の世界経済見通し (WEO) を公表。世界全体の成長率予測を 2 年ぶりに下方修正し、貿易戦争がさらに激しくなれば 2019 年以降に世界経済は最大 0.8%ポイント下振れすると警告した。ただし、IMF の発表を受けて米中貿易戦争やそれに伴う世界経済の減速などの材料を再評価した可能性は否定できないものの、後付けに過ぎない印象であり、米長期金利上昇の影響が大きいと考える。

10 月 3 日、米 10 年国債利回りは 9 月の米 ADP 雇用報告と米 ISM 非製造業景気指数が好調となったことを手掛かりに、今年 5 月につけた 3.12%の天井を上抜けて 3.18%台まで上昇した。またパウエル FRB 議長が同日に行った講演で、米経済見通しは「際立って良好」とし、低水準の失業率に伴う物価上昇に備え、段階的な利上げの継続が適切との見解を示した。さらに、米経済が拡大する状況は「かなり長期間にわたり」続く可能性があると発言。FRB は想定される中立金利を若干上回る水準に政策金利を引き上げる可能性もあると指摘した。米 10 年国債利回りはその後も上昇傾向が続き、10 月 9 日には一時 3.26% 近辺まで上昇していた。

図表 1: S&P500 種指数とイールドスプレッド



注: イールドスプレッドは株式益回り-米 10 年国債利回り。

出所: データストリーム、I/B/E/S、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: S&P500 種指数の 12 か月先予想 PER



出所: データストリーム、I/B/E/S、みずほ銀行

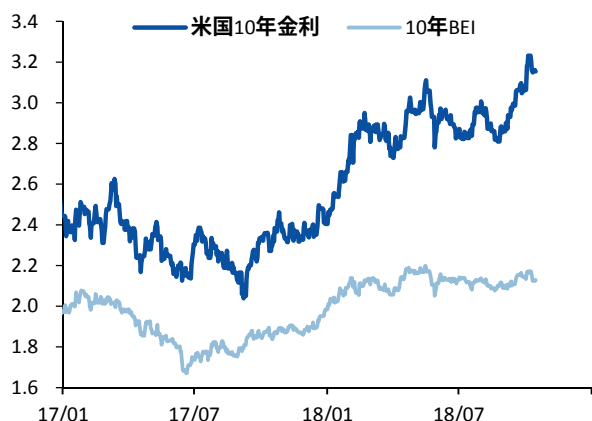
こうした金利の上昇は、金利水準を考慮した後の株価のバリュエーションが割高になることを意味する。S&P500 種指数の株式益回りと米 10 年国債利回りの差をとったイールドスプレッドを見ると、米国株式市場が急落する直前は 2.7%程度まで低下し、米国株は債券対比で割高感が強まっていた(図表 1)。こうした動きは 2 月の VIX ショックの際にも確認できる。イールドスプレッドは年明け以降、明確に 3%を下抜け、VIX ショックの直前は 2.7%程度となっていた。前回(2 月)と今回(10 月)で共通していることは、イールドスプレッドが 2.7%程度まで下げた時点で株価の急激な調整が行ったことである。ただし異なる点もあり、前回は 12 か月先予想 PER が 18 倍台後半まで上昇していたのに対し、今回は 16 倍台後半にとどまっていたことだ(図表 2)。つまり、前回は株価上昇がバリュエーションの割高感をもたらしていたが、今回は金利上昇が株式の割高感を招いたということである。

マイナスのストック効果がもたらすタームプレミアムの上昇

上述したように、10 月に入り米長期金利上昇が加速した直接的なきっかけは堅調な米経済指標の上振れやパウエル議長の発言などとみられる。だが、足許までの米長期金利の上昇傾向が始まったのは 8 月後半からであり、根底には別の要因がありそうである。名目長期金利は「期待成長率」「期待インフレ率」「タームプレミアム」の 3 つに分けることができるが、市場のインフレ期待を反映するブレイクイーブンインフレ率(BEI)を見ると、米国 10 年 BEI は春先から 2.1%前後でほぼ横ばいで推移している(図表 3)。したがって、米長期金利上昇の理由は期待成長率とタームプレミアムの上昇にあることが分かる。特に注目したいのは、タームプレミアムの上昇である。ニューヨーク連銀のモデルによると、米 10 年物国債利回りのタームプレミアムは 8 月後半に▲0.60%まで低下していたが、足許では 10 月 5 日に▲0.26%までマイナス幅が縮小していた(図表 4)。

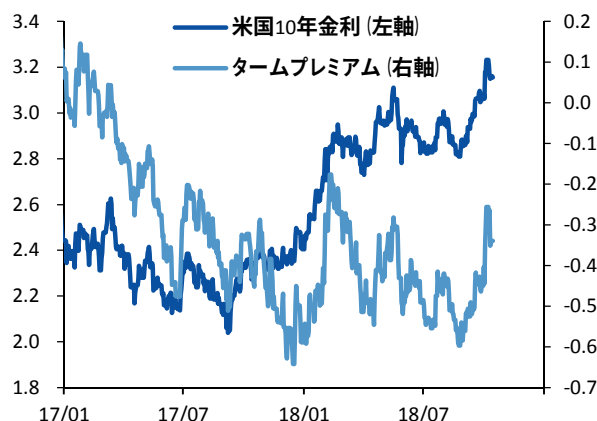
タームプレミアムは期間が長めの債券を保有することで得られる上乗せ金利であるため、本来であればプラスであるべきだが、2016 年以降は概ねマイナス圏で推移している。この背景には、米国を中心とした主要中央銀行による大規模な量的金融緩和政策などがあると考えられる。量的緩和によって過剰な流動性が世界的に供給される中、利回り追求の資金が米国債市場に流入した結果、タームプレミアムが押し下げられたと推察される。

図表 3: 米 10 年国債利回りとブレイクイーブンインフレ率 (%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 米 10 年国債利回りとタームプレミアム (%)



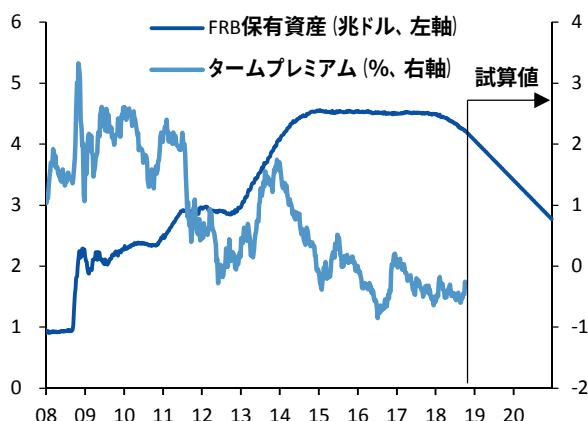
出所: ニューヨーク連銀、ブルームバーグ、みずほ銀行

2008 年の金融危機後、FRB は 2008 年 11 月から 3 段階に分けて量的緩和を実施し保有資産を積み上げた。2012 年 9 月に開始した量的緩和第 3 弾は 2014 年 10 月をもって終了したが、FRB の米国債などの保有資産は危機前の 1 兆ドルを下回る水準から 4.5 兆ドルに膨らんだ。タームプレミアムの推移を確認すると、FRB が保有資産を拡大するのに伴い、タームプレミアムは低下基調を辿ったことがわかる(図表 5)。なお、量的緩和が長期金利に及ぼす影響には「フロー・ビュー」と「ストック・ビュー」の 2 つの見方があるが、これまで進められてきた分析では、長い目で見て長期金利に強い影響を与えるのはフローではなく、こうしたフローの累積値であるストックの残高、ないし発行残高全体に占める中央銀行の国債保有残高であるとの見方が多い(ストック効果)¹。

FRB は 2017 年 10 月から段階的にバランスシートの縮小(保有する債券の償還分の再投資縮小)に着手している。開始時の資産圧縮規模は、米国債が月 60 億ドル、エージェンシー債(政府機関債)と MBS(住宅ローン担保証券)は合わせて月 40 億ドルとし、その後、米国債は 3 か月毎に 60 億ドルずつ引き上げて 1 年後に月 300 億ドル、エージェンシー債と MBS は 3 か月毎に 40 億ドルずつ引き上げて 1 年後に月 200 億ドルとした。バランスシートは縮小開始前の 4.5 兆ドルから 10 月 10 日現在のバランスシートは 4.2 兆ドルと約 3,000 億ドル削減された。今月から FRB のバランスシート縮小ペースは月 500 億ドルと、予定された最速ペースで縮小する段階へと突入しており、今後は過去 1 年の 2 倍のペース(年間約 6,000 億ドル)でバランスシートは縮小していく見通しである。

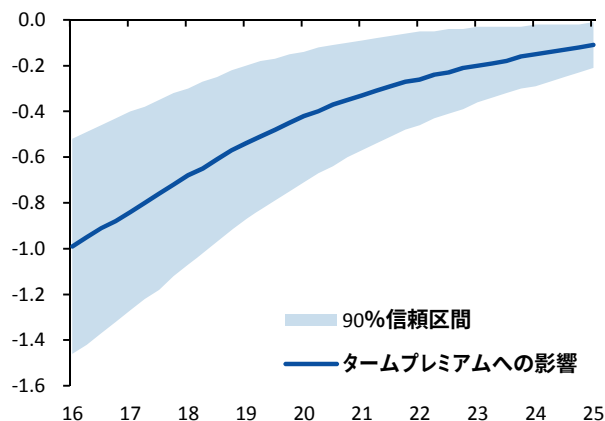
¹ 中央銀行が行う日々のオペレーション量(長期国債の買入れ額や売却額)が長期金利に影響を与えるという見方をフロー・ビューという。これに対し、ストック・ビューとは中央銀行が保有する国債買入れ残高に依存するという見方である。言い換えれば、中央銀行以外の民間部門が保有する国債の量が減少していけば、国債に超過需要が発生し、長期金利には下落圧力が働くとする考え方である。

図表 5:FRB のバランスシートとタームプレミアム



出所:FRB、ニューヨーク連銀、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6:米 10 年物国債タームプレミアムへの影響 (%ポイント)



出所:Bonis, Brian, Jane Ihrig, and Min Wei (2017). "The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, April 20, 2017、みずほ銀行

FRB は再投資縮小金額が最速ペースに達した後は、金融政策が効果的に効く規模になったと判断するまでバランスシートの縮小を続けるとしているが、金融システムが必要とする準備預金や将来における金融政策の有効性を担保する観点から、バランスシートは金融危機前の水準よりも大きくなるとしている。この点、ニューヨーク連銀のプライマリー・ディーラー調査の結果などを参考にすると、バランスシートの正常化は 2020 年頃に 3 兆ドル程度まで縮小して完了するとみる向きが多いようだ。

2017 年 4 月に FRB のエコノミストは量的緩和が長期金利に与えて影響の分析結果を公表している。この分析によると、一連の量的緩和によるタームプレミアムの押し下げ効果(累積)を 1%ポイント程度と見積もった上で、FRB の計画したペースに基づきバランスシートを金融危機前の規模(1 兆ドル)まで縮小した場合のタームプレミアムの変化を試算している(図表 6)。分析では、タームプレミアムは 2016 年 12 月時点で 0.91%ポイント下押しされており、2020 年 12 月時点でも 0.42%ポイントの押し下げ効果が残存するとされている。そのまま当てはめるとタームプレミアムは 2016 年 12 月時点から 2020 年 12 月にかけて 0.58%ポイント上昇することになり、その分、米 10 年金利には上昇圧力がかかることになる。日本銀行と ECB は現在もバランスシートを拡大中でありその影響は考慮すべきだが、タームプレミアムの上昇に伴い、米 10 年金利が 3%台後半まで上昇する可能性も否定できない。

新興国はタームプレミアムの上昇も警戒する必要

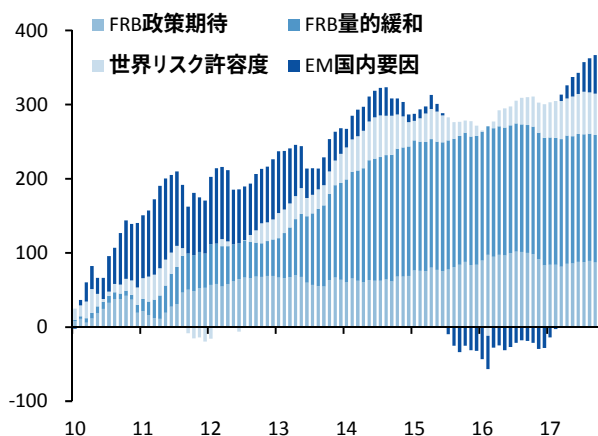
2018 年は 5 月のアルゼンチンショックに続き、8 月にもトルコショックが起きるなど、新興国は苦境に立たされている。その主因は米国の利上げと米長期金利の上昇だが、IMF は 2017 年 10 月に発表した国際金融安定報告書(GFSR)において、2010 年以降に新興国へ資金流入をもたらした要因について分析しており、①米金融政策期待(低金利要因)、②米量的緩和、③リスク許容度、④新興国要因の 4 つに要因分解している。GFSR によれば 2010 年初から 2017 年 9 月までに累計で 3,666 億ドルの投資資金が新興国に流入したが、その 50%弱が米量的緩和、25%弱が低金利要因によるとの分析結果が示されている(図表 7)。

2010 年以降、新興国へと一貫して資金流入が続いてきたわけではなく、2013 年半ばから 2016 年初頭にかけて大幅な資金流出を経験している。これは、2013 年 5 月の議会証言でバーナンキ元 FRB 議長が段階的な量的緩和の縮小（いわゆるテーパリング）を示唆したことから一気に逆流へ転じ、約 2 年半にわたって資本流出が続いた、いわゆるテーパータントラム（かんしゃく）が取り沙汰された時期である。

その後、2016 年半ばから 2018 年初頭にかけて再び新興国へと大量の資金が流入し、その規模はテーパータントラム前を若干上回る水準までに及んだ。その背景としては、2016 年まで低迷していた新興国経済が循環的に持ち直したことや為替市場で大幅にドル安が進んだことが指摘できる。米国の金融政策に目を向けると、FRB は 2016 年 12 月に 1 年ぶりの利上げを決定し、2017 年は 3 回、2018 年もこれまでに 3 回、12 月も高い確率で利上げが予想されている。また、2017 年 10 月からはバランスシートの縮小にも着手しており、新興国への資本流入を決める上で重要な要素である米国の金融政策については逆風が吹いていたことになる。他方、この間の米 10 年物国債利回りのタームプレミアムの推移をみると、2018 年にかけて低下傾向が続きマイナス圏に突入している。これは既に述べた量的緩和のストック効果が影響した可能性があり、このタームプレミアムの低下が FRB の金融正常化の影響を打ち消したと見る事が出来るかもしれない（図表 8）。

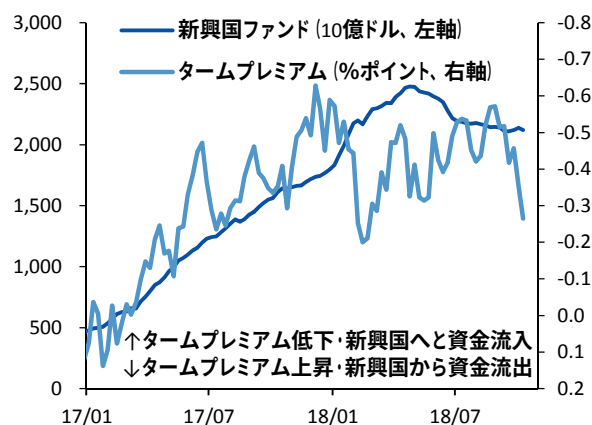
2018 年に入り、新興国の景気回復ペースは鈍化し、ドル相場は反転している。また、FRB は四半期ごとの利上げを継続すると同時に、粛々とバランスシートの縮小を進めている。これまで述べてきたように、今後はバランスシート縮小によりマイナスのストック効果が顕現化し、タームプレミアムの上昇が危惧される状況である。市場では FRB の利上げ動向に注目が集まりやすいが、バランスシート縮小およびタームプレミアム上昇による新興国への悪影響にも警戒する必要がある。

図表 7: 新興国への累積資金流入額の要因分解 (10 億ドル)



出所: IMF 「Global Financial Stability Report Oct 2017」、みずほ銀行

図表 8: 新興国への資金流入と米 10 年国債タームプレミアム



新興国ファンドは、2010 年以降の新興国への累積資金流入額。

出所: ニューヨーク連銀、EPFR、Macrobond、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。