

ジョン L. ベロウズ PhD

ポートフォリオ・マネージャー兼リサーチ・アナリスト

FRB アップデート

2013 年の「テーパリング痙攣」からの 4 つの教訓

要約

- 2013 年の「テーパリング痙攣(taper tantrum)」の教訓は今日の債券投資家にとって重要だが、当時とは環境が異なるため、同様の結果にはならないと予想する。
- 主要中銀はバランスシートの縮小(正常化)が広範な金融緩和スタンスの転換を示すものではないことを極めて明確にしており、これまで、そのメッセージを市場に効果的に伝えている。
- 2013 年の大半と同様、債券とリスク資産の逆相関性は、今後も有効である可能性が高いだろう。
- 資産価格の観点からは「縮小開始時期の状況」は重要であり、特にエマージング資産の観点における縮小開始時の状況は 2013 年に比べて著しく良好である。
- 長期的には市場はインフレ率や経済成長率に反応することが予想されるが、いずれも中銀が間もなく着手するバランスシート縮小からはあまり影響を受けることはない見込みである。

米連邦準備制度理事会(FRB)が 2013 年に資産購入ペースを「落とす(step down)」可能性を示唆すると、市場の大幅な調整につながった。債券、リスク資産、特にエマージング資産の価格が一斉に下落し、いわゆる「テーパリング痙攣」が発生した。

2017 年に入り、中銀のバランスシートは再び債券投資家にとって最大の注目材料となっている。FRB は再投資政策を今年後半に変更することが適切になるとみており、バランスシートを最終的に 1 兆～2 兆ドル分縮小することを展望している。当社のボニー・ウォントラクールが最近のレポート『FRB のバランスシート正常化』で論じたように、これは FRB が超緩和政策から離脱していく緩やかで段階的な出口戦略のさらなる前進となろう。欧州中央銀行(ECB)は出口戦略の観点からはまだ道半ばであるが、FRB と同方向に動く意向を示唆している。

中銀の大規模なバランスシートは世界金融危機後の際立った特徴であり、債券投資家が警戒感を持ってその行方を見守っていることは無理はない。投資家の中には、バランスシート政策の明らかに小幅な変更ですら、2013 年の場合と同様に市場への影響は甚大なものになりかねないと警戒する投資家もいる。

2013 年の経験を鑑みると、FRB の動き、および市場の反応に向けられる一定の懸念も理解できる。だが、テーパリング痙攣は、現在の情勢を理解する上で本当に最も重要なのだろうか？

この疑問に答える前に、2013 年の経験から得られる以下の 4 つの教訓を念頭に置いておきたい。

1. 市場は 2013 年に FRB の意図(特に短期金利に関する意図)を見誤った。
2. 債券とリスク資産の逆相関は 2013 年も有効であったが、テーパリング痙攣が開始した 1 か月間は機能しなかった。
3. 縮小開始時における状況は、その後の市場の反応を測る基準として重要である。特定の資産クラスでは、現在の状況は 2013 年とかなり異なっている(特にエマージング資産のそれは大幅に異なる)。
4. 現在の環境では、中銀の政策よりも経済成長率やインフレ率の方が債券利回りに及ぼす影響が大きい。

当社はこの 4 つの教訓を踏まえ、2013 年のテーパリング痙攣の教訓に基づくバランスシート縮小対策というのは、行き先を不安視している投資家にとり最善の戦略ではないと考える。

中銀はこれまでの表現に手を加えただけでもみえるが、2013 年とは対照的に、金融緩和政策については今後も全般的に維持する姿勢を極めて明確に見せている。一方、2013 年と同様に、債券とリスク資産の逆相関は続き、資産価格は中銀の措置よりもファンダメンタルな価値に反応する可能性が高いだろう。また、中銀はインフレ率の上昇を引き続き予測しているが、それを見込んでバランスシート政策を調整すれば、その実現を遠ざけることになるだろう。

以下では上記の 4 つの教訓を取り上げ、その過程で 2013 年の環境と現在の環境を関連づける誤りを示すこととする。

ジョン L. ベロウス PhD

2012 年-現在
ウエスタン・アセット・
マネジメント・カンパ
ニー
-ポートフォリオ・マネ
ージャー、リサーチ・ア
ナリスト

2009 年-2011 年
米国財務省
-経済政策担当財務次官
補代理、マクロ経済分
析副次官補、経済政策
担当室シニアアドバイ
ザー

学歴
カリフォルニア州立大
学バークレー校 経済
学博士号 Ph.D.
ダートマス大学
B.A.(優秀成績)

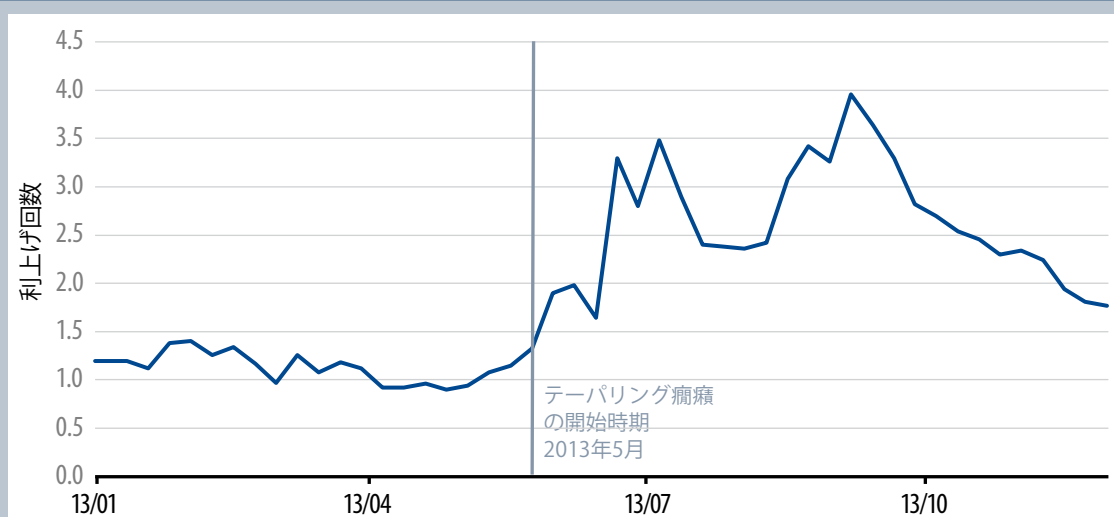
資格
CFA(米国証券アナリス
ト)

2013 年の市場は FRB の意図を読み違えていた

2013 年 5 月、当時のバーナンキ FRB 議長は議会証言で、FRB が「今後数回の会合で」資産購入ペースを「落とす(step down)」可能性があるとした。その発言には FRB が金利政策の変更も検討しているかについては示唆も暗示もなく、むしろ、証言冒頭で、FRB の金利に関するフォワード・ガイダンス(将来の政策指針)は「必要である限り、超緩和政策を維持する意図を明確に示す」ものと強調した。

しかし、市場参加者は資産購入の変更と広範な金融緩和スタンスの変更の区別に困惑した。バーナンキ前議長の証言後、市場は短期金利の利上げ見通しを「2015 年半ばまでに 1 度の利上げ」から「4 度の利上げ」へ修正した(図表 1)。FRB 高官はこれに強く反応し、あらゆる機会をとらえて従来のフォワード・ガイダンスを繰り返した。例えば、2013 年 7 月、ダドリー・ニューヨーク連銀総裁は「短期金利の引き上げは遠い将来になる見込みが大きい」とし、FRB 高官がこれ以上直接的な発言を行うことは難しいと思われるラインまで踏み込んだ(2014 年に原油価格が大幅下落したこと等により、FRB の第 1 次利上げは 2015 年 12 月まで行われず、ダドリー連銀総裁の発言は結果的におそらく自身が意図していた以上に現実となった)。

図表 1
市場が織り込む二年以内の利上げ回数



出所: FRB 2013年12月31日現在

短期金利の上昇によるリプライシングは、テーパリング痼癢の比較的顕著な側面の 1 つである。2013 年に市場は FRB の意図を読み違え、純粋に「資産購入ペースを落とす(step down)」意向だったものを、誤って「緩和スタンスの大幅変更」と推定したのである。

幸いにも、今回、市場は同じ間違いを犯していない模様である。米国では、再投資政策の変更が近づいているにもかかわらず、今年の市場が織り込んでいる短期金利は実質的に低下している。また、ユーロ圏では、資産購入縮小の可能性に関する ECB 高官の最近の発言は短期金利のプライシングに(あるとしても)限定的な影響しか及ぼしていない。これは 2013 年とは大きな違いである。今回、中銀は広範な緩和政策に変わりはないとする市場観測の維持に 2013 年よりも成功しており、この状態が保たれれば、テーパリング痼癢からの画期的な離脱となろう。

2013 年に見られた債券とリスク資産の逆相関

2013 年のテーパリング痼癢の期間において、債券とリスク資産のリターンがいずれもマイナスとなり、それにより、市場参加者の多数の運用(当社のポートフォリオを含む)の礎となっていた両者の逆相関性が機能しなかった。ただし、これはごく限られた期間の出来事だった。具体的には、バーナンキ前議長の証言後の 1 ヶ月間に S&P500 指数は 6%下落し、米国債の広範な指数は 2%下落した。こうした環境で予想される通り、社債のパフォーマンスは金利リスクと信用リスクの双方により冴えず、ハイ・イールド債指数は同期間にトータルで 5%低下した。

しかし、この 1 ヶ月間だけの検証では短すぎる。バーナンキ前議長の証言後の 6 ヶ月間をとれば、S&P500 指数は 8% 上昇、米国債指数は 1.5% 低下、ハイ・イールド債指数は横ばいとなり、当時の状況に対する評価は異なってみえてくる。さらに、2013 年全体を含めると、債券とリスク資産は逆相関 (S&P500 指数 +25%、米国債指数 -2.5%、ハイ・イールド債指数 +6.7%) となり、相関関係は再び平常の状態を取り戻している。

ではどの期間を用いるのが正しいのだろうか。債券とリスク資産の双方を組み入れたポートフォリオを保有する投資家で、両者の正相関が不利益を招く恐れを懸念する場合、バーナンキ前議長の証言後の 1 ヶ月間を挙げ、それを証左とすることも考えられるが、この 1 ヶ月のみに照準を合わせてしまうと、より広い視野で見る機会を逃がすことになる。実は 2013 年はリスク資産にとって好調な年であり、それを踏まえると米国債のトータルリターンが小幅マイナスだったことはさほど意外ではない。適切な観点で評価すれば、こうした値動きの資産の組み合わせは不可解ではなく、異様でもなかった。

一方で、エマージング市場は例外で、2013 年の当初の軟化から回復せず、年間のリターンはマイナスとなった。エマージング市場は FRB の動きの影響よりも当時の状況の方が重要だった特殊な例であり、次のセクションで詳しく述べたい。

そのときの状況が重要：エマージング資産

エマージング市場はテーパリング痼癩で特に打撃を被り、エマージング債の広範な指数のリターンは 2013 年にマイナス 10% に落ち込んだ。アナリスト等の一部は、このアンダーパフォーマンスの主因として、エマージング資産が FRB の政策に敏感であることに着目している。確かに、FRB の動きがエマージング市場の混乱と重なった時期は 2013 年が初めてではない。他の事例として、1994 年のメキシコ通貨危機、1997 年のタイや韓国のアジア通貨危機、1998 年のロシア通貨危機などがあり、いずれも FRB の引き締め局面に起きている。

エマージング資産の 2013 年のアンダーパフォーマンスにおいて、FRB の政策に対する同資産の感応度の高さが一因となった可能性は除外できないが、それが主因だったとは考えにくい。それよりも蓋然性が高い説明は、エマージング資産の当時の状況におけるバリュエーションが(極めて力強い経済成長や投資資金流入の期間を経て)割高になっていたとするものだろう。正直なところ、この種の結論は、後から考えれば常に比較的容易に引き出せるものである。

エマージング市場の経済成長は 2008 年の世界金融危機後に堅調となり、特に先進諸国の低成長と比べて力強かった。テーパリング痼癩前の 5 年間、エマージング市場の成長率は年率 5.5% となり、0.5% だった先進諸国を 5% 上回っていた。この期間のエマージング市場のアウトパフォーマンス幅は、その前の 20 年間(先進諸国を 1.5% 上回った)とその後の 5 年間(同 2.7%) を大きく超えていた。その理由は本稿では詳しくは取り上げないが、中国が 2010~2012 年に大規模な信用刺激を行ったことなど多数の要因があったと言えは十分だろう。

当然ながら、エマージング市場の目覚ましい成長は力強い資金流入と同時に起き、ひいては資産価値の上昇につながった。2008 年からテーパリング痼癩の開始までの期間、エマージング通貨は米ドルを 15% 以上アウトパフォームした。また、エマージング・ソブリン債の利回りはごく低水準にとどまり、テーパリング痼癩が開始した時点の米国債利回りとのスプレッドは 2008 年の年明け時点と実質的に変わっておらず、当時の他のクレジットセクターのスプレッドが高止まりしていたことを考慮すると印象的な結果だった(図表 2)。

2013 年にダイナミクスが変化した際、エマージング市場にとってこの「低利回り、通貨高」が起点となった。その後の展開で最も注目すべきは、先進諸国の景気が小幅加速した反面、経済成長率が鈍化したエマージング市場の優位性が低下したことだ。この状況は、コモディティ価格の下落、一連の政治的混乱(特にロシアやブラジル)、特定の国々のインフレ率上昇によって増幅した。こうした情勢を全て反映し、エマージング通貨は米ドルをアンダーパフォームし(2013 年 5 月から 2016 年初めにかけて 20% 以上下落)、債券利回りは上昇した(米国債とのスプレッドは 200bp 以上拡大)。エマージング市場はアンダーパフォーマンスの長い期間を経て、2017 年はこれまでのところ上向いているが、通貨安は続いており、債券利回りはテーパリング痼癩の開始時と比べて高止まりを続けている。

図表2
テーパリング痼癩開始時のエマージング債



今後の問題は、主要中銀のバランスシート縮小がエマージング市場にとって再び打撃になるかだ。この答えはおそらく「イエス」だが、それは全体像のごく一部と思われる。それよりもはるかに重要なのは、縮小開始時におけるエマージング資産の状況だろう。2013年とは異なり、中銀は調整を始めているが、エマージング資産のバリュエーションは最近に比べて依然魅力的である。また、エマージング市場では景気減速が既に起きており、相対的な成長が再び同様の規模で見られれば相当なサプライズとなる。こうした価値や成長のファンダメンタルズは、FRBやECBの政策以上にエマージング資産の価格を左右する要因になると予想される。

中銀のバランスシート、インフレ率、経済成長率

テーパリング痼癩からの最も重要な教訓は、現在の環境では、中銀のバランスシートよりも景気や物価のファンダメンタルズの方が債券利回りに影響を及ぼすことだろう。2013年、米国のインフレ率はFRBの目標(2%)をやや下回っていた。しかし、FRBは労働市場の改善に伴ってインフレ率が上昇すると予想し、潜在成長率を超える経済成長を遂げて労働市場の逼迫につながると見込んでいた。当時のインフレ連動債市場はFRBの見方を裏づけていたように見える。インフレ連動債のブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)に織り込まれていた期待インフレ率は、短期債では目標(2%)を大幅に下回っていたが、中期債では上回っていた。これは重要な指摘である。2013年のFRBのバランスシート調整は、実際のインフレへの対応ではなく、むしろ将来のインフレを見越したものだ。

この楽観的なインフレ期待はかなりの外れとなった。米国の今年のインフレ率も予想を大きく下回っており、予想の下振れが続いている。2014年半ばから原油価格の急落が始まったこと、失業率の低下にもかかわらず賃金が上向いていないこと、世界的にインフレ率が極めて低いこと(当社が先頃発行した『Global Inflation Rates』を参照されたい)は全て、インフレ率を相次いで予想を下振らせている要因である。こうした要因全てがあいまって、米国のコア・インフレ率はFRBの2013年の予想を年率0.3%下回っている。景気も同様で、実質GDP成長率は同時期のFRB予想を年率0.5%下回っている。

2013年から年を重ね、当社は今ようやく以下の疑問に答えられる状況となった。それは、「現在の環境では、FRBがバランスシート政策を調整することと、景気や物価の上昇と、どちらが重要か」である。その答えは明らかに「景気や物価の方がはるかに重要」である。2013年以降、FRBはバランスシート政策を調整するのみならず、利上げを4回行っているが、米10年国債の現在の利回りはテーパリング痼癩のピーク時よりも低い。たとえ中銀のバランスシート政策の調整が市場の一定の混乱につながったとしても、長期的にはファンダメンタルズが再び脚光を浴び、債券利回りは景気や物価を反映しよう。

結論

2013 年当時のテーパリング痼癩からの教訓は、現在の債券投資家にとって重要な関心事である。しかし、過去を振り返れば振り返るほど今後の市場がどのように展開するかに向けての示唆を提供するというよりも、むしろ現在の状況が 2013 年の状況とどのように異なっているかについて、より浮き彫りにするものである。主要中銀はバランスシートの縮小(正常化)が広範な金融緩和スタンスの転換を示すものではないことを明確にしており、これまで、そのメッセージを市場に効果的に伝えている。債券とリスク資産の逆相関は、2013 年半ばの 1 ヶ月は崩れたものの逆相関が持続した 2013 年と同様に、今回も持続する可能性が高いだろう。資産価格の観点においては縮小開始時における状況は重要であり、特にエマージング資産の現在の状況は前述のとおり 2013 年よりも著しく良好である。また、長期的には市場はインフレ率や経済成長率に反応することが予想されるが、いずれも中銀が間もなく着手するとされるバランスシート縮小による影響は限定的に留まるのではないだろうか。

ウエスタン・アセットについての詳細は、当社ウェブサイト www.westernasset.co.jp をご覧ください。

© Western Asset Management Company 2017. 当資料の著作権は、ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社およびその関連会社(以下「ウエスタン・アセット」という)に帰属するものであり、ウエスタン・アセットの顧客、その投資コンサルタント及びその他の当社が意図した受取人のみを対象として作成されたものです。第三者への提供はお断りいたします。当資料の内容は、秘密情報及び専有情報としてお取り扱い下さい。無断で当資料のコピーを作成することや転載することを禁じます。

過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。当資料は情報の提供のみを目的としており、作成日におけるウエスタン・アセットの意見を反映したものです。ウエスタン・アセットは、ここに提供した情報が正確なものであるものと信じておりますが、それを保証するものではありません。当資料に記載の意見は、特定の有価証券の売買のオファーや勧誘を目的としたものではなく、事前の予告なく変更されることがあります。当資料に書かれた内容は、投資助言ではありません。ウエスタン・アセットの役職員及び顧客は、当資料記載の有価証券を保有している可能性があります。当資料は、お客様の投資目的、経済状況或いは要望を考慮することなく作成されたものです。お客様は、当資料に基づいて投資判断をされる前に、お客様の投資目的、経済状況或いは要望に照らして、それが適切であるかどうかご検討されることをお勧めいたします。お客様の居住国において適用される法律や規制を理解し、それらを考慮する責任はお客様にあります。

ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社について

業務の種類：金融取引業者(投資運用業、投資助言・代理業、第二種金融商品取引業)
登録番号：関東財務局長(金商)第 427 号
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会(会員番号 011-01319)、一般社団法人投資信託協会