

インベスコ・フィックス・インカム

2024年6月28日

Turgut Kisinbay
Chief US Economist

IN THIS ISSUE:

1. マクロ：米国のデイスインフレは続く
Page 1
2. 金利見通し
Page 3
3. 為替見通し
Page 4
4. クレジット：新「ツール」はどのようにクレジット・トレーディングを改善させるか？
Page 5
5. ボトムライン：2019年の準備金恐慌が繰り返される可能性はあるのだろうか？
Page 7

グローバル・マクロ・ストラテジー 米国のデイスインフレは続く

米国は引き続きデイスインフレトレンドにあると考えています。デイスインフレの進展は年初に停滞し、FRBが期待する利下げサイクルを遅らせました。しかし、最近のデータには勇気づけられるものがあります。住宅関連インフレの低下、財インフレの低下、住宅関連以外のコア・サービス・インフレの低下です。

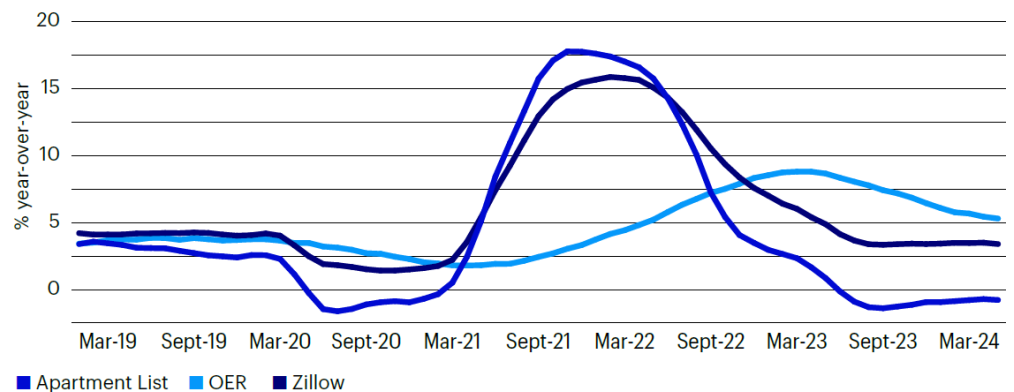
1. 住宅関連インフレの低下がデイスインフレを促進する。住宅関連インフレが今後数ヶ月のデイスインフレの主な要因になると予想されます。なぜなら、民間のデータソースで測定された新規賃貸の家賃上昇率は、家賃インフレがパンデミック前の水準に戻っていることを示しているからです。とはいえ、消費者物価指数（CPI）の公式な家賃インフレ率は、算出方法に起因する本質的な遅れのため、依然として高い水準にあります。

CPIに含まれる住居インフレの主な構成要素は2つあります：帰属家賃（OER）と主たる住居の家賃（レント）です。OERは、持ち家が賃貸物件であるかのような生活費を推計するもので、持ち家を所有する代わりに賃貸した場合に持ち家所有者が理論上支払うことになる家賃を表しています。

もう1つの重要な住宅関連インフレの構成要素は、レントです。どちらの系列も、家賃をサンプルとする同じデータから導出されており、多くの場合、互いに酷似しています。しかし、労働統計局（BLS）が考慮する光熱費などの要因により、両者は時折乖離することがあります。要するに住宅関連インフレの両指標の主要なソースデータは家賃データであるということです。

住宅関連インフレの公式指標は、現在の市場賃料より大幅に遅れていることは広く知られています。この遅れは意図的なものです。公的な指標は全世界帯の生活費を表すことを目的としていますが、新規賃貸は世帯のごく一部であり、徐々に更新されるからです。ほとんどの契約が更新され、基本的な市場動向が反映されるまでには時間がかかり、公式の指標ではこの遅れは1年以上になることもあります（図1）。

図1：家賃インフレ：民間の指標とOERインフレのラグ



出所：Apartment List, Zillow, US Bureau of Labor Statistics. Data as of May 1, 2024.

直近のOERインフレ率は5.7%で、パンデミック前の標準値である3.5%前後を上回っています¹。現在の市場賃料がパンデミック前の平均値に近いことを考えると、公式な住宅関連インフレ率の測定値も、直近の傾向を反映していない現在の高い水準から、パンデミック前の水準に収束するはずです。

2. 財価格は下落している。ディスインフレの2本目の柱は財セクターです。サプライチェーンが正常化し、財に対する需要が軟化するにつれて価格は下落しています。関税とニアショアリング（事業拠点の移転）がここ数年の財価格の状況を変えたかもしれませんが、2つの理由から、当面のデフレ圧力は続くと思われる：

- **供給面の改善に加え、財の需要も低迷。** サービスが制限されたパンデミック期には財消費が急増し、家計は家具や家電製品などのアップグレードに走りまわりました。経済が再開すると、需要は再びサービスへとシフトしました。ここ2年間、財需要は低迷しています。
- **財部門の高額商品は金利に敏感で、消費者ローン金利の高騰が需要を減退させている。** 特に金利の影響を受けやすい自動車セクターがこの傾向を象徴しています。新車価格と中古車価格、そして金利に敏感な他の商品価格も今年は下落すると予想されます。財セクターのディスインフレは今後数四半期でピークに達するかもしれませんが、今年いっぱいにはデフレ傾向が続くと思われる。

3. 賃金はサービス価格を抑制する。ディスインフレの第3の柱は非住宅関連コア・サービスであり、賃金インフレ率の低下とともに今年後半には緩やかになる見込みです。コア指標に含まれる特定の項目は、必ずしも「コア」の特性を示すとは限りません。つまり、それらは変動しやすく、基調的なトレンド・インフレと相関性が高くない可能性があります。例えば、航空運賃は大きく変動する可能性があり、指数に占めるウェイトが比較的低いにもかかわらず、季節変動が大きく、原油価格との相関があるため、インフレ率全体に一時的な影響を与える可能性があります。ヘルスクアの構成銘柄は、長期契約や規制当局の承認があるため、遅効性がある可能性があります。

とはいえ、このセグメントの中には賃金に敏感で、まさに中核的な性質を持つカテゴリーもあります。したがって、賃金動向はインフレ率に影響を与えると予想されます。平均時給の前年比変化率で測定される賃金の伸びは冷え込んでおり、2022年3月のピークの5.9%から低下し、現在4%強で推移しています²。非住宅関連コア・サービス部門はこのところ高水準で推移していますが、今後は賃金の伸びが緩やかになる傾向に従うと予想されます。

最近のデータは心強い

最近の4月と5月のデータは、我々が期待するディスインフレ路線が再開した可能性を示唆しています。5月のコア・インフレ率は0.16%と、2021年3月以来の低水準となりました。これは2021年3月以来の低水準です³。この低水準は1ヵ月だけの数字であり、改善を誇張しすぎかもしれませんが、正しい方向への一歩であると考えられます。4月のデータは高水準でしたが、それでも良好であったと我々は考えています。両月とも、財面での緩やかなデフレ、シェルター・インフレの低下（一般的な予想より緩やかではあるが）、住宅関連以外のコア・サービス・インフレの緩やかさという我々のシナリオに合致しています。

FRBに期待されること

年明け早々、3ヵ月間にわたる高インフレと堅調な労働市場の後、FRBと金融市場はインフレに焦点を絞りました。市場はFRBの利下げ幅を大幅に調整し、6回以上の利下げを見込んでいたものが、足元ではやっと1回になりました。私たちが予想するようにインフレが緩やかになれば、FRBは今後数ヵ月間、インフレ目標と雇用目標の間でリスクがより均衡しているとみなすことができるようになると思っています。今年いっぱいには潜在成長率程度の成長が続くと予想され、各種指標は、労働市場が弱くはないものの、やや軟調であることを示唆しています。このような背景から、FRBは制限的な政策スタンスを維持しながらも、雇用の下振れリスクを軽減するために利下げを実施できるはずだと考えています。FRBは今年、9月と12月の2回、利下げを実施すると見込んでいます。

1. 出所：US Bureau of Labor Statistics.
Data as of June 12, 2024.

2. 出所：US Bureau of Labor Statistics.
Data as of June 12, 2024.

3. 出所：US Bureau of Labor Statistics.
Data as of June 12, 2024.

Rob Waldner

Head of IFI Strategy and Macro Research

James Ong

Senior Portfolio Manager

Gareth Isaac

Head of Multi-Sector Portfolio Management

Tom Sartain

Senior Portfolio Manager

Yi Hu

Head of Asia Credit Research

Michael Siviter

Senior Portfolio Manager

金利見通し

米国：ニュートラル。長期的には米国債利回りがキャッシュアウトパフォーマンスすると予想します。FRBの利下げサイクルの開始時期が12月以降にずれ込むようであれば、米金利エクスポージャーの増加を好みます。インフレが安定するにつれ、市場のボラティリティは低下すると考えられます。次回利下げサイクル開始時期は不透明ですが、FRBは9月か12月に利下げを開始すると予想します。

欧州：オーバーウェイト。欧州金利に引き続きポジティブであり、現在の利回り水準は、特にイールドカーブのフロントエンドにおいて、魅力的な投資機会であると見ています。欧州中央銀行（ECB）は6月の政策決定会合で利下げを実施しました。ECBは7月の追加利下げの可能性を軽視しましたが、今後数カ月はインフレ圧力が後退するため、市場の予想よりも大幅な利下げになると予想されます。地域経済は2023年の惨憺たる状況から一応の回復の兆しを見せているものの、これは構造的な話というよりはむしろ循環的な好転であり、インフレ低下への道筋に与える影響は限定的であると予想されます。フランスで選挙が実施されることがサプライズ発表され、域内の政治的懸念が再燃したことで、コア国の金利に下押し圧力がかかる可能性があります。

中国：ニュートラル。中央銀行総裁の金融機関の健全性に関する講演でのメッセージや、為替レートへの影響を指すと思われる外部要因による影響を考慮すると、中国のオンショア金利は長期的に低下すると予想されますが、低下余地は短期的には限定的とされます。中期的には、特にFRBが利下げサイクルに入った後、金融政策の枠組みが計画的に変更されることにより、金利がさらに低下する可能性があります。中国は最近、中央銀行の国債取引や透明性・政策誘導の強化を伴って、量的・信用成長目標の追求から金利重視への転換を提案しました。

日本：アンダーウェイト。日本国債の10年物利回りは5月下旬に1.08%とサイクルの金利最高値を更新しましたが、その後は先月の反落の大部分を戻しています⁴。この反転は、米国のインフレ指標が低下したことや、日銀が6月の量的緩和（QE）買い入れの縮小を発表しなかったことへの失望感から米国債が上昇したことを受けたものです。しかし、日銀はQE買い入れを将来的に縮小する意向を示しており、バランスシートの変化に関する計画が7月に発表される予定であるため、日本国債利回りがさらに低下する余地は比較限定的であると見ています。

最近のインフレ・データは予想よりやや軟調でしたが、先見的な指標によると、最近の円安の影響が輸入物価の上昇に反映されるため、インフレ率は2%前後で推移する可能性が高いと思われます。日銀は、超金融緩和政策からの段階的な脱却を正当化するために、賃金上昇が2%のインフレ環境への移行を下支えするとの確信を強めているようです。日銀は実質金利の正常化を目指しており、今後インフレ率が上昇するようなサプライズがあれば、金融政策が発動される可能性が高いでしょう。

英国：オーバーウェイト。イングランド銀行（BOE）6月定例理事会の議事録は、非常にハト派的な反応を示し、次回のインフレ指標でさらなる緩やかさが示されれば、8月に初の利下げに踏み切る可能性があることを示唆しました。すでに利下げに賛成した2人の政策担当者以外にも、6月の利上げ据え置き決定は「絶妙なバランス」であったと考える政策担当者もおり、このグループはサービスインフレと賃金に対する最近の上振れサプライズを大方見抜いていました。BOEの緩和意欲は利回りを押し下げる可能性があります。最近のサービス・インフレの上振れサプライズや労働市場の緩和が本格化しない限り、下値は限定的かもしれませんが、長期金利については、BOEがインフレに対するリスクテイクに積極的であることや、全体的な成長見通しがやや良好であることも、利回り低下の逆風となり、イールドカーブのスティープ化を後押しする可能性があります。

豪州：オーバーウェイト。豪州の国内データは比較的まちなみ。成長率、特に一人当たり成長率は弱く、先行きの信頼感指標は回復をあまり示唆していません。しかし、最近のインフレデータは豪州準備銀行（RBA）が予想していたよりも持続的で、政策担当者はこれ以上の上振れに対する許容度が低くなっています。とはいえ、ほとんどのデータは緩やかなデイスインフレ傾向を示しており、労働市場の緩和の兆しも明らかになりつつあります。こうした傾向は、RBAの次回の政策変更が利上げよりも利下げになる可能性が高いことを示唆しています。しかし、国内のデータ状況を踏まえると、RBAは他の先進国市場の中央銀行より金利緩和で遅れる可能性が高く、これはフロントエンドのアウトパフォーマンスには逆風となりそうです。しかし、豪州のイールド・カーブは米国やユーロ圏のイールド・カーブよりもはるかに急であるため、長期フォワードは魅力的であると考えています。豪州のイールド・カーブは、米国やユーロ圏のイールド・カーブよりもスティープに始まるため、将来の利下げサイクルにおいても、米国やユーロ圏ほどスティープにならない可能性が高いでしょう。

4. 出所：Bloomberg L.P. Data as of June 17, 2024.

5. 出所：Bloomberg L.P. Data as of June 24, 2024.

Rob Waldner

Head of IFI Strategy and Macro
Research

James Ong

Senior Portfolio Manager

Gareth Isaac

Head of Multi-Sector
Portfolio Management

Tom Sartain

Senior Portfolio Manager

Yi Hu

Head of Asia Credit Research

Michael Siviter

Senior Portfolio Manager

為替見通し

米ドル：ニュートラル。米ドルについては、短期的には中立とします。米国経済の最近のアウトパフォーマンスと短期金利が他国より高いことを考えると、米ドルは引き続き良好な下支えを受けているはずですが、先行きは不透明です。バリュエーション・ベースでは、特に日本円のような一部の通貨に対してドルは割高に映ります。FRBが今年後半に利下げに踏み切れば、米ドルはその輝きを失うでしょう。さらに中期的には、米国経済が市場の予想以上に減速し、FRBによる利下げサイクルがより長期化することが予想され、米ドルにとってはマイナス材料となると考えています。

ユーロ：アンダーウェイト。ユーロ圏のインフレ率が中銀の目標である2%に向けて低下していることから、ECBが今年中に一段の利下げに踏み切るとの見方から、ユーロのアンダーウェイトを継続します。ユーロ圏の経済データは最近改善の兆しを見せ始めていますが、インフレ率の低下がECBを利下げに向かわせる可能性が高いとの見方を維持しています。

人民元：ニュートラル。当面は、中国中央銀行が人民元と米ドル/人民元の為替レートを比較的安定的に維持する努力を続けると予想されますが、米ドル/人民元の為替レートは上昇すると思われる。米ドルが上昇すると、人民元はバスケット・ベースで若干上昇する可能性が高いでしょう。中期的には、特に新しい金融政策の枠組みを考慮すると、人民元はさまざまな内外の力の組み合わせに左右される可能性が高いでしょう。中央銀行総裁の最近の講演から、政策立案者が外資系金融機関や国際金融機関に中国本土でのプレゼンス向上を促していることがわかります。

日本円：ニュートラル。金利差は、円のバリュエーションが非常に割安であることを示唆し続けています。しかし、日銀の政策正常化は非常に緩やかであり、世界経済の成長も依然として底堅いことから、円高の持続には逆風が吹いています。投資家は、現在想定されているよりも早いペースで金利が引き下げられ、通貨のボラティリティに比べてキャリーが低すぎる水準になるまで、ドルやユーロで得られる高いキャリーを見送ろうとはしません。このような状況には、現在のようなインフレ上昇懸念の緩和だけでなく、世界的な成長期待の著しい鈍化が必要でしょう。

英ポンド：アンダーウェイト。英国の成長率の改善とユーロ圏の政治的ストレスによる質への逃避が英ポンドを下支えしています。しかし、欧州中央銀行（BOE）のハト派的な反応によって、ポンドを支える主要な要素である、他の多くの欧州通貨に対する金利の優位性が損なわれる可能性が高いです。粘り強いインフレに直面して実質金利を引き下げようとするBOEの姿勢は、通貨を支えるものではありません。今度の選挙で労働党が圧勝すると予想されることは、市場が欧州連合（EU）との協力関係を強化すると予測するため、ポンドを下支えするかもしれません。しかし、労働党はEU単一市場や関税同盟に再加盟しないことを公約しており、短期的にはBrexit関連の貿易摩擦を有意に軽減する余地は限定的です。

豪ドル：ニュートラル。RBAの比較的タカ派的なスタンスは豪ドルにとって緩やかな支援材料ですが、国内の成長が冴えないことと最近の商品価格の下落が引き続き逆風となっています。米ドルに対して意味のある豪ドル上昇サイクルを起こすには、おそらく世界、特に中国の力強い成長と一次産品価格の上昇が必要でしょう。豪ドルは、国内の成長ダイナミクスが弱く、中央銀行がRBAよりも早く利下げを実施する可能性が高いニュージーランド・ドルや欧州通貨に対して、さらに上昇する可能性があります。



Rob Simnick
Senior Fixed Income Trader



Chris Maurice
High Yield Trader



Rahim Shad
Portfolio Manager



Matt Brill
Head of North America
Investment Grade

本セクションでは、インベスコが運用する幅広い債券資産に関するインベスコ・フィクスト・インカムのクレジット・アナリストの見解を紹介します。

グローバル・クレジット・ストラテジー 新「ツール」はどのようにクレジット・トレーディングを改善させるか

インベスコの債券トレーダーとポートフォリオ・マネジャーが、クレジット・トレーディングに関する新たな展開と、それらがどのようにクライアントの戦略全体のケイパビリティを高めているかについて、それぞれの見解を語りました。

Q：クレジット・トレーディングの足元の進展について教えてください。

Rob：投資適格社債やハイ・イールド社債のトレードには、数年前には存在しなかった新しいプロトコルが数多く出てきています。つまり、社債市場の成長と米ドル建て社債市場への継続的な資金流入により、IFIが執行する取引量の増加に対応するための新しい「ツール」が登場しているのです。これらのツールは様々なトレードシナリオや、各戦略の投資目標を達成する結果を得るのに役立ちます。その一つに、電子取引の成長には目を見張るものがあります。

Chris：「エレクトロニック・ネイティブ」と呼ばれる電子取引を好むディーラーの台頭、電子取引手法の増加、従来のレガシー・プレーヤーによる電子取引の採用拡大など、いくつかの要因が電子取引へのシフトを後押ししています。実務では、トレーダーが流動性を確保する手段が増え、その結果、ビッド/アスク・スプレッドが縮小し、クレジット資産全体の流動性が大幅に改善されたと言えます。

Q：クレジット・トレーディングにおいて、上場投資信託（ETF）はどのような役割を果たしていますか？

Chris：ハイ・イールド債では、ETFが登場する以前は、効率的なヘッジ商品がありませんでした。ディーラーが大量の債券のプライシングを求められた場合、リスクを長期にわたって保有することなく迅速に移転できると確信できる水準で価格を出さなければなりません。このような懸念は、さまざまなETFの登場によってマーケットベータ・リスクをヘッジできるようになったことで減少しました。効率的なヘッジ手段としてのETFは、結果として、ハイ・イールド債券の新しい取引方法の開発につながりました。その主要なものにポートフォリオ・トレードがあります。ポートフォリオ・トレードでは、投資家は分散された社債バスケットという形で、大量のリスクを動かすことができます。個々の銘柄には価格が付けられますが、取引自体はポートフォリオ・レベルの特性（加重平均価格や加重平均利回りなど）によって評価されます。トレーダーは現在、わずか数年前のビッド/アスク・スプレッド水準の数分の一で大量の債券をトレードすることができるようになりました。

Q：インベスコ・フィクスト・インカムのトレーディングにどのような影響を与えましたか？

Rob：ETFがIFIのトレーダーの市場との接し方を変えた1つの方法として、「リスト」または「ポートフォリオ・トレード」分析ができるようになったことが挙げられます。一度に取引する債券が大量にある場合、そのリストと市場で最も大きい債券ETFとのマッチ度を分析し、リストの何パーセントがETFの保有銘柄と一致するか調べることができます。これは約定の質を予測するのに役立ち、より良い取引結果を得るためにトレードリストを用意することができるようになります。IFIのリストが1つまたは複数の大型債券ETFの保有銘柄の75%程度とマッチする場合、そのリストは、マッチ度が小さいリストよりも、ビッド/アスク・スプレッドが小さく、より良い債券価格でトレードができることをこれまで見てきました。

Chris：ハイ・イールド債券市場では、ETFや電子取引の台頭により、従来のボイス・トレードから電子取引への移行が進んでいます。しかし、おそらく最も大きな変化は、トレーダーが取引を執行する際の考え方でしょう。かつては、トレーダーが最初に考えるのは、どの銀行に電話して取引を執行するかということでした。それが今、トレーダーが考えるのは、注文は増えるのか、その取引はポートフォリオ・トレードで実行できるのか、現在、電子プラットフォームでこの取引を探している取引相手はいるのか、などです。言い換えれば、取引前のプロセスにおける意思決定ツリーが大幅に拡大したことで、トレーダーは思慮深くなり、顧客のために最良の執行を得ることで価値を提供し、ポートフォリオ・マネジャーが投資アイデアを効率的に実行できるよう支援する機会を得ることができるようになりました。

Q：今後さらにイノベーションが進むと思われる分野はどこですか？

Chris：現在、フィンテック企業が電子取引ネットワークからデータを収集し、先ほど述べた取引前分析の意思決定ツリーを促進するためのデータ・ダッシュボードを提供するプロダクトの構築を推進しています。また、近年の取引改善によって流動性が高まったことで、銀行は新たなテラーメードのデリバティブ商品を開発しています。

Rob：ポートフォリオ・トレードは、社債の取引執行においてここ数年で最大のイノベーションと言えるでしょう。2018年に新しい慣習となり、それ以来、クレジット市場のバイサイドとセルサイドの焦点となっています。次の大きなイノベーションは、ディーラーとの「直接取引」だと考えています。債券市場の買い手と売り手の間には、営業担当者、アルゴリズム、手数料ベースの執行プラットフォームなど、常に関係者が介在します。ダイレクト・ライン取引のプロトコルは現在、ある程度存在していますが、技術的なハードルや「中間業者」からの反発があるため、取引相手からの支持はほとんど得られていません。社債市場は歴史的にゆっくりと変化してきましたが、今後数年で直接取引の採用が進み、より良い取引執行目標を達成するための新たなツールが増えると考えています。

Q：トレーディングの技術革新は、IFIのポートフォリオ構築プロセスにどのような影響を与えましたか？

Rahim：ETF、クレジット・デリバティブ、ポートフォリオ・トレーディングといった市場ツールの成長とともに、IFIのプロセスも進化してきました。投資目標が戦略的なものであれ、戦術的なものであれ、現在ではポートフォリオのポジショニングを目標に向かって迅速に動かすことができます。米国ハイ・イールド・コーポレート・インデックス全体では、流動性が高いと思われる銘柄サイズ（インデックス銘柄の84%が5億米ドル以上）が大部分を占めていますが、債券を個別取引で構築するには、2つの課題があります。1つ目は、OTC取引では買い手と売り手のマッチングが必要となるため、ソーシングに手間がかかること、2つ目は、パフォーマンス・クレジットでは平均取引コストが25～75ベース・ポイントと、取引摩擦が生じることです。同様に、ETFは短期的な流動性ニーズを管理する効果的なツールとなり、クレジット・デリバティブはクレジットベータを効率的に管理することができます。

Q：社債のバリュエーション評価において流動性を考慮しますか？

Rahim：はい、ポートフォリオ全体の流動性プロファイルだけでなく、投資する個々の債券の流動性も考慮しています。前述の通り、ハイ・イールド・インデックスの約16%は発行規模が5億米ドル未満の債券で構成されており、流動性プレミアムは高い傾向にあります⁶。さらに掘り下げると、この影響は発行規模に関係なく、CCC銘柄（インデックスの13%）において増幅しています⁶。幸いなことに、ETFとポートフォリオ・トレーディングの台頭が、市場の流動性プレミアム（投資家が取引コストに見合う対価を求めること）にプラスの影響を与えています。2011年から2016年まで、流動性プレミアムの平均はスプレッド全体の約26%であったのに対し、2017年から2023年にかけて、20%まで低下しました⁶。その結果、IFIは現在、ポートフォリオを適切にポジショニングするために、市場の幅広いレンジに効率的にアクセスできるようになりました。

Q：これらのツールがクレジット・ポートフォリオ運用に与える影響をどのように総括しますか？

Matt：こうしたクレジット・トレーディングツールの進歩と進化により、IFIは市場見通しに基づいてクレジット・ベータを迅速に増減させることができるようになりました。IFIは常に個別銘柄の選択を通じてアルファの獲得を目指していますが、市場が急速に変化している時期には、単純に保有するリスクを増やしたり減らしたりすることもあります。投資適格債やハイ・イールド債への全体的なエクスポージャーの変更は、過去に比べれば非常に迅速に行うことができるようになりました。これにより、取引コストを抑えながら、より戦術的なポジショニングが可能になります。この結果、銘柄選択とトップダウン・ベータ全体に対してアクティブな運用アプローチを取ることができ、トップダウン・ベータの部分はこれまで以上に容易に実行できるようになりました。



Justin Mandeville
Senior Portfolio Manager

ボトムライン：2019年の準備金恐慌が繰り返される可能性はあるのだろうか？

2014年10月から2019年9月にかけてFRBはバランスシートを縮小し、FRBに預けられた銀行の準備金は約1.5兆米ドルまで減少しました。この金額について、当時のFRBは銀行システムの円滑な機能を支えるにあたって十分な水準であると考えていたようですが、2019年9月には、銀行が準備金を貸出に使用し続けたため、翌日物レポ市場はボラティリティが高まり、金利は急上昇しました。本稿では、レポ市場の急激な動きに影響を与えた要因を検証し、再発の可能性を探ります。

Q：2019年9月に何が起きたのでしょうか？

2019年9月、法人税の納付日と米国債の大量決済が重なり、銀行の準備預金が減少したことにより、翌日物レポ金利が急騰しました。市場はこうした季節要因による翌日物レポ金利の上昇圧力に対して、ある程度備えてはいたものの、予想以上の金利とボラティリティの上昇に市場参加者はサプライズを受ける形となりました。

Q：2019年9月の翌日物レポ金利の上昇圧力につながった要因は何だったのでしょうか？

2019年9月16日を期限とする四半期の法人税納付が銀行やMMF（マネー・マーケット・ファンド）の口座から引き出され、FRBの政府預金口座に入りました。同時に、プライマリー・ディーラーは大量の米国債の決済に対応し、レポ市場を通じて資金を調達する必要がありました。そのため、銀行の預金準備残高は数年来の低水準となり、流動性が低下する一方、国債発行残高は過去最高となり、資金の借入需要が増加しました。

上記の納税と米国債決済の結果、銀行システムにおける預金準備残高は2営業日で約1,200億米ドル減少しました。預金準備残高の総額は1兆4,000億米ドルを下回り、数年来の低水準となりました。預金準備残高が1～2日で1,000億米ドル減少すること自体は珍しいものではありませんが、これほど低水準となっていた準備金残高に対する減少額という意味では過去に例がありませんでした⁷。

レポ市場では、米国債が増え、現金が減少しました。9月16日当時のレポ金利の上昇は、需給のミスマッチに起因していたと考えられます。それはつまり、銀行がより高い金利で貸し出すことをせずに準備金として保有し続けたのは、準備金に余裕がないと銀行が感じていたことの表れであったと考えられます。言い換えれば、準備金が十分に「潤沢」ではなかったということです。

Q：FRBはこの事象に対し、どのように対応したのでしょうか？

翌日物レポ金利が大幅に上昇したことを受け、FRBは9月17、18、19日と3日間にわたって750億米ドルを上限とした翌日物システムレポ（自己勘定による売り戻し条件付き買いオペ）を実施すると発表しました。この3回のレポはすべて満額引き受けられ、これらのオペにより準備預金は530億米ドル増加し、短期金利の即時低下につながりました。

9月19日、FRBは管理する2つの金利に対してテクニカルな調整も実施しました。超過準備預金金利（IOER）はFF金利の目標レンジの上限を20ベース・ポイント下回る水準まで引き下げられ、翌日物リバース・レポ金利（RRR）は目標レンジの下限を5ベース・ポイント下回る水準まで引き下げられました。

9月20日、FRBは2019年9月の四半期末前後の潜在的な流動性ストレスに対処するため、四半期末にまたがって上記のシステムレポを継続すると発表しました。さらに10月11日、FRBは準備の供給が「十分な」、言い換えれば2019年9月上旬の水準かそれ以上を維持することを確保するために2つの重要な措置を発表しました。

FRBは、2020年第2四半期まで毎月約600億米ドルのペースで米国債を購入し、システムレポを少なくとも2020年1月まで延長すると発表しました。

そして2021年7月、FRBは「金融政策の効果的な実施と市場の円滑な機能を支援するため」銀行が緊急に現金を必要とする場合に利用できる新たな緊急手段として常設のレポファシリティを設置すると正式に発表しました。このファシリティは、米国債、エージェンシー債、エージェンシー・モーゲージ担保証券を担保とするオーバーナイト・ローンの形で銀行とプライマリー・ディーラーに現金を提供するものです。今日でも、この制度は円滑な金融市場機能の重要な後ろ盾となっています。

Q：この2019年の出来事から得られた教訓は何でしょうか？

- FRBは、銀行の準備預金などの時点で「潤沢」かを評価することの難しさと、準備金が「潤沢でない」ことが判明した場合に金融市場に生じ得るボラティリティを目の当たりにしてきました。2019年9月のFRBによる一連の措置は、特に国債発行が増加し、緩やかな金利上昇圧力が予想される場合に、翌日物レポ市場に安定をもたらす上で今日も役立っています。
- レポ市場における資金需要は非常に非弾力的であることが判明し、現金の借り手は必要な資金を確保するために大幅に高い金利を支払う結果となりました。
- 貸出側では、キャッシュフローや市場環境に対する不透明感が、金利上昇に伴う貸出増加に対する貸し手の消極的な姿勢につながりました。
- 銀行にとっては、この消極的な姿勢は、内部リスク管理慣行を含む監督・規制要因による摩擦によって悪化し、金利上昇を利用するために余剰資金を貸し出すことを妨げた可能性が考えられます。

Q：今日、FRBの翌日物リバース・レポ・ファシリティ（O/N RRP）の利用を後押ししているものは何ですか？そしてそれは、潜在的な預金準備に対する課題を示す良い指標でしょうか？

FRBのO/N RRPは広範な金融機関が利用でき、FF金利にハードフロアを設定する機能があるため、FRBの短期金利に対するコントロールを改善させています。2023年5月から2024年6月にかけて、O/N RRP残高は2.2兆米ドルから約4,300億米ドルに減少しましたが、これは預金準備不足の兆候であるとか、金融市場の混乱の潜在的要因であるとは考えていません。

過去1年間に見られたような、米国債の発行が増加する際には、民間ディーラーは資金を調達を行う必要があり、この必要性は、レポの供給量を増やし、FRBがO/N RRPを通じて提供する水準に対して、ディーラーが金融マーケットの参加者に提供するレポ金利を高くすることにつながります。したがって市場参加者は通常、FRBのオペを利用するのではなく、民間ディーラーが提供するより高いレポ金利を好みます。

金融政策の潜在的調整によって引き起こされるポートフォリオ・ポジショニングもまた、O/N RRP制度の利用において重要な役割を果たしています。マーケットの参加者はよりデュレーションの長い証券に投資機会を見出すのであれば、FRBのO/N RRPへの割当を減らして、イールドカーブのよりロングエンドにある固定利付債を購入するインセンティブがあります。

Q：潜在的な市場混乱に対するシグナルとしてのFRBのO/N RRPの重要性について、IFIはどのように見えていますか？

FRB当局者は、FRBのO/N RRPの総規模を、金融市場の流動性の量を測るもの、つまりFRBがいつバランスシートの縮小を止めるべきかの目安と見なしてきました。しかしIFIの見解では、FRBのO/N RRPの日々の取引量は、預金準備の希少性や利用可能性の直接的な指標ではないと考えます。なぜなら、いくつかの他の要因がFRBのO/N RRPの使用量を変動させる可能性があるからです。

また、2019年9月と同様の事象が発生する可能性を軽減するためにFRBが導入した様々な手段は有効であり、再発の可能性は低いと考えています。IFIは特にこれら2つのステップの重要性を指摘したいと思います：

- ストレス時に銀行をバックアップする常設レポ・ファシリティーの設立
- FRBの継続的な預金準備金管理は、銀行の準備金が潤沢に保たれるよう、バランスシートの縮小ペースを徐々に遅らせることを目的としていること

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループが作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

受託資産の運用に係るリスクについて

受託資産の運用にはリスクが伴い、場合によっては元本に損失が生じる可能性があります。各受託資産へご投資された場合、各受託資産は価格変動を伴う有価証券に投資するため、投資リスク（株価の変動リスク、株価指数先物の価格変動リスク、公社債にかかるリスク、債券先物の価格変動リスク、コモディティにかかるリスク、信用リスク、デフォルト・リスク、流動性リスク、カントリー・リスク、為替変動リスク、中小型株式への投資リスク、デリバティブ（金融派生商品）に関するリスク等）による損失が生じるおそれがあります。ご投資の際には、各受託資産の契約締結前書面、信託約款、商品説明書、目論見書等を必ずご確認ください。

受託資産の運用に係る費用等について

投資一任契約に関しては、次の事項にご留意ください。【投資一任契約に係る報酬】直接投資の場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.88%（税込）を上限とする料率を乗じた金額、投資先ファンドを組み入れる場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.605%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてそれぞれかかります。また、投資先外国籍ファンドの運用報酬については契約資産額に対して年率1.30%を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。一部の受託資産では投資一任契約に加えて成功報酬がかかる場合があります。成功報酬については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。【特定(金銭)信託の管理報酬】当該信託口座の受託銀行である信託銀行に管理報酬をお支払いいただく必要があります。具体的料率については信託銀行にご確認ください。【組入有価証券の売買時に発生する売買委託手数料等】当該費用については、運用状況や取引量等により変動するものであり、事前に具体的な料率、金額、上限または計算方法等を示すことができません。【費用合計額】上記の費用の合計額については、運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

インベスコ・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306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