

2023年11月10日

## 主要中央銀行が資産を縮小、 国債の市場流通は増加へ

- 主要中央銀行は膨張したバランスシートの縮小を進めている。これにより市場で吸収しなくてはならない国債の供給が増加し、巨額の赤字が続くなかで利回りに上昇圧力がかかるとみられる。
- 中央銀行がどの程度の速さで、どの程度資産を縮小できるかは国債の発行量に決定的に左右される。公共セクターの支出の需要が引き締め道筋を複雑にする可能性もある。
- 国債の供給増加は利回りを上昇させるとともに、他の主要資産クラスのリスク調整後期待リターンを高めるとみられる。しかし、資産の縮小は市場環境を十分に考慮した上で段階的に実施すれば達成できる。

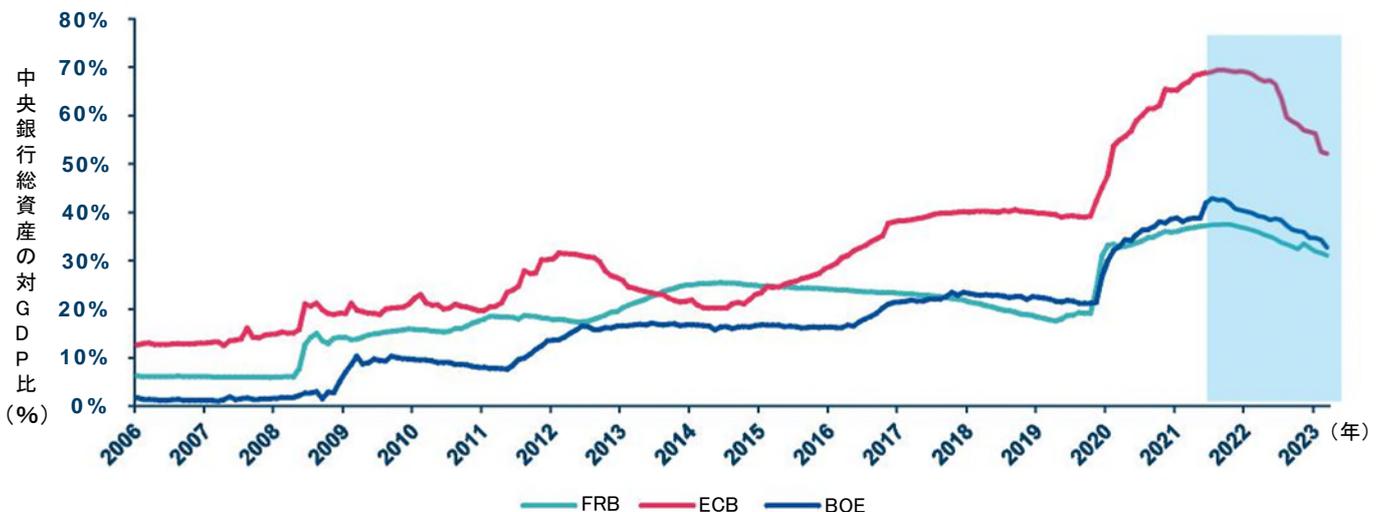


マムード・プラダン  
アムディ・インベストメント・インスティテュート  
グローバル・マクロ経済部門ヘッド

最近の世界的な利回りの急上昇は、政府から供給される国債が増加すると市場が懸念したことが一因です。上昇した利回りの一部は、インフレ率が中央銀行の目標に近づき、金融引き締めが弱まれば低下に転じるとみられます。しかし、中央銀行はかつてないほど膨張したバランスシートを縮小するのに伴い、国債の供給を長期的に増やしていく構えです。主要中央銀行の総資産は世界金融危機以降、大幅に拡大しており、それ以前は平均して国内総生産(GDP)の10%前後であったものが、米連邦準備制度理事会(FRB)では今やGDPの30%、欧州中央銀行(ECB)ではユーロ圏のGDPの50%となっています。

イングランド銀行(BOE)やECB、FRBはすでに満期を迎えた資産の再投資を減らす形で資産の縮小に着手しており、いずれの中央銀行も時間をかけてバランスシートを大幅に正常化する計画であると明らかにしています。主要中央銀行の目標は「異例の状態から脱却」し、金利を軸とした金融政策を運営することです。一部の中央銀行高官には、政策を引き締める手段の一つとして、市場に出回る国債を増やしたいとの思惑もあるかもしれません。

### 主要中央銀行がバランスシートの縮小に着手



出所:アムディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ(2023年9月19日現在)

政府が依然として巨額の赤字を計上するなか、利回りのさらなる上昇を誘発することなく、大量の国債の吸収を市場に委ねながら、資産の縮小を規律正しく達成できるかは現時点では分かりません。バランスシート正常化の速度や資産の縮小幅、国債市場に求められる投資額にも左右されるとみられます。

資産の縮小は段階的に進める必要があり、恐らく何年もかかると予想されます。これは主要中央銀行が国債を大量に保有しているため、各行の保有残高はFRBが約8兆米ドル、ECBが約5兆ユーロ、BOEが約8,000億ポンドとなっています。また、満期を迎えた資産は、低金利時代に購入した低利回りの債券よりも高い利回り水準の債券に再投資することができるため、段階的な出口戦略において潜在的な損失を抑える効果があると考えられます。

中央銀行当局者の中には、長期的なバランスシートを世界金融危機以前や量的緩和のような非伝統的な金融政策以前よりも格段に大きくする必要のあるのはほぼ間違いないとする意見もあります。債券市場の長期的な成長や、金融安定目標達成のための政策介入、準備金の需要や現金の流通高の増加により、中央銀行のバランスシートは量的緩和以前よりも必然的に大きくなるでしょう。定常状態のバランスシートの対GDP比は平均で20%前後になるとみるのが妥当に思われます。

十分な時間(10年以上)をかければ保有資産の縮小は達成できるでしょうが、国債の発行量に決定的に左右されるとみられます。米国の財政見通しは特に気がかりです。米連邦議会予算局による最近の予測では、今年33兆米ドルに達した連邦政府債務は2033年までに50兆米ドルを突破すると見込まれています。逆説的ですが、FRBの総資産の対GDP比が20%になったとしても、10年後のバランスシートは今とそう変わらず、その一方で市場に出回る米国国債は格段に増えると思われれます。ユーロ圏や英国の見通しは、財政計画が相対的に慎重なおかげで若干良好です。しかし、財政政策を講じる余地がほとんどない点は同様で、利回りが高止まりすれば財政の健全化計画が困難になるとみられます。

中央銀行によるバランスシートの縮小計画は公共セクターなどからの他の借入需要によって頓挫する可能性もあります。ネットゼロへの移行に必要な資金の大半は民間セクターが調達しなければならないものですが、公共セクターの出資額も相当な規模となるのが考えられます。地政学的見通しが悪化した場合、防衛費の増額を求める声も高まるでしょう。こうした追加需要はいずれも構造的な高金利を引き起こす可能性があり、そうなれば中央銀行は対応に追われることになるでしょう。

重要なのは、量的引き締めは金融環境や市場の国債購入意欲を十分に考慮した上で実施する必要があると示唆されることです。定型的な年次の縮小計画や最終目標の固定化は最適ではないか、実現不能ですらあるかもしれません。

金融政策の緩和スタンスが後退すれば、債券の魅力は長期的に高まることとなります。国債の供給増加により市場利回りは特に年限が長めの国債で押し上げられ、イールドカーブがある程度スティープ化するとみられます。債務負担が重い国ほど、借入コストが増加する可能性があります。ただし、金利の行方は波乱含みであるため、投資家はデュレーションに柔軟なアプローチを取ることが重要です。しかし、十分な時間をかけて政策を段階的に進めれば、市場が適応できるだけの時間を稼げます。国内投資家も自国の国債の追加供給を吸収する上で一段と大きな役割を果たすことになるでしょう。

新たな高利回り環境はすでに、長期の負債に見合った長期の高利息を確保したいと考える投資家からの旺盛な需要を生み出しつつあります。最も安全性の高い国債指標銘柄のリターンが上昇するという事は、リスクが相対的に高く、プレミアムが上乘せされる株式のような資産でも割安感が高まるということです。量的緩和政策の時期と比べ、資産が軒並み値上がりする事態は起こりづらいとみられます。投資家は企業のファンダメンタルズをより一層注視し、テクノロジー面や生産性の変化を見極める必要があるでしょう。

#### 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 disseminated 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.

当資料は、アムンディ・アセットマネジメント、アムンディ・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、アムンディ・ジャパン（以下、弊社）が一部翻訳したものです。当資料は、当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。当資料は法令に基づく開示資料ではありません。当資料中に記載したアムンディ・アセットマネジメント、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。当資料は、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。当資料に記載されている内容は、全て当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。当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、当資料を複製または再配布することはできません。当資料中に引用した各インデックス（指数）の著作権・知的財産権及びその他一切の権利は、各インデックスの算出元に帰属します。また各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利及び発表を停止する権利を有しています。

商号等：アムンディ・ジャパン株式会社（金融商品取引業者） 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