

欧州債券市場の高ボラティリティについて
～出口戦略と高ボラと市場との対話の3点セット～

2015年6月18日

りそな銀行アセットマネジメント部
チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

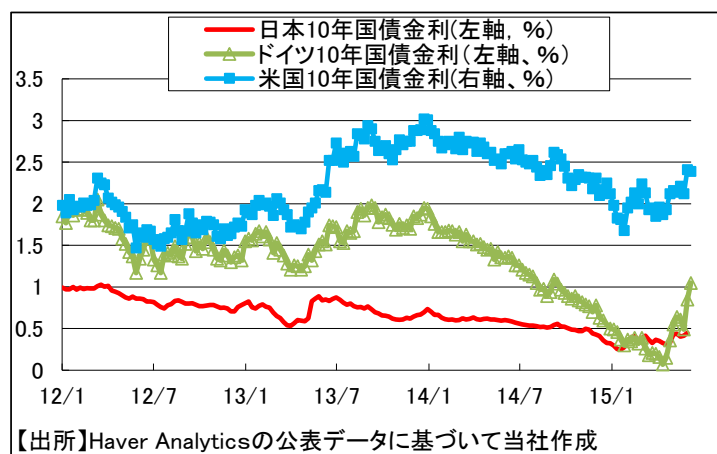
6月3日にECB政策理事会後の記者会見でドラギ総裁は「投資家は債券相場の高ボラティリティ（以下、高ボラ）に慣れなければならない（注1）」と発言した。タイミング的には、米国長期金利の上昇、著名な債券トレーダーによる欧州債券相場の歴史的下落（金利上昇）予想、景気指標の発表を受けたユーロ圏の景気回復期待とデフレ懸念の後退、などが重なり、債券相場が急落（金利は急上昇）した直後だった。金融市場では、このドラギ発言が長期金利の上昇を容認するものと解釈され、ドイツ10年国債の金利は、マイナス金利導入前の1%を超える水準にまで再び急上昇、株価の急落も触発した。

これまで金融市場の高ボラは、出口戦略、市場との対話、の3点セットだと考えられてきた。これは、2013年7月にIMFが、米国が出口戦略を実施すれば高ボラを引き起こす可能性があるという指摘、対応策として市場との対話を呼びかけて以来、2年以上かけて市場で醸成されたものである（注2）。元々は、2013年5月にバーナンキ前FRB議長が唐突に年内のQE停止に言及して、株価急落、長期金利急騰、ドル高、新興国株価暴落、新興国通貨急落、など高ボラが示現したのを受けての対応策だった。

6月3日のドラギECB総裁による高ボラに関する発言は、その前にECBの出口戦略はまだ先のことであり議論もしていない、と前置きしている。また、その後には「金利が非常に低い水準にある時は、資産価格のボラティリティは高くなる傾向がある。」と述べたが、これは、債券のクーポンが低い低金利下ではデュレーションが高くなるという当たり前のことを述べただけだ。ドラギ総裁の発言は、出口戦略や市場との対話と3点セットであるべき金融市場の高ボラとは、全くの別物だと見るべきだろう。

では何なのか。本質的にECBが導入した量的緩和とマイナス金利は、デフレを阻止し、ユーロ圏の景気回復の阻害要因になっている低調な銀行貸出を促進するためのものだ。それが逆に貸出抑制効果を持つ金利上昇を誘発したわけであり、中央銀行の意図とは明らかに逆だろう。ドラギ総裁の意図は、マイナス金利の拡大など市場の行き過ぎの牽制と、銀行が債券相場の過熱競争に参加することなく、貸出増強に注力するよう仕向けることだったと考えられる。同じ記者会見でドラギ総裁が、ユーロ圏の景気回復とデフレ懸念についてダウンサイドリスクを強調していることも、傍証の1つと考えられるだろう。

世界の金融市場は、ある程度は連動して動く傾向がある。しかし、図のように経済状況と金融政策の



方向性が真逆の米国とドイツの長期金利が強く連動するのは、自然ではない。その意味では、日本の長期金利がある程度だけ連動するのは、まあ自然だ。仮に為替相場が経済状況の違いを調整する強い調整機能を発揮する、つまり、米国とユーロ圏に金融政策が同じ方向性を向くほど大幅なドル高・ユーロ安が示現すれば、この限りではない。しかし、4月のG20声明で「我々は、引き続き、金融市場の変動を監視し必要な行動をとっていく（注3）。」との文言が新たに付け加えられ、更なるドル高・ユーロ安が牽制された。為替

市場と債券市場で起きたこの織り込みの差異は、いずれ修正されると見るのが自然ではないか。以上

エコノミスト・ストラテジスト・レポート
～鳥瞰の眼・虫瞰の眼～



- (注1) <http://jp.reuters.com/article/businessNews/idJPKBN00J1UQ20150603?pageNumber=1&virtualBrandChannel=0>
- (注2) <http://www.bloomberg.co.jp/news/123-MQJXP6JTSE001.html>
- (注3) https://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g20/g20_150417.htm

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できると思われる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はリそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。