

FOMC フォワードガイダンスの復活：経済回復に向けた長い道のりが米国債を押し上げる

そして、ECB 政策の方向性についての見通し

エレン・ガスケ, PhD, CFA, G10 経済リード・エコノミスト, グローバル・マクロ経済リサーチ・チーム

ロバート・ティップ, CFA, チーフ・インベストメント・ストラテジスト兼グローバル債券責任者

キャサリン・ナイス, PhD, 欧州経済担当チーフ・エコノミスト, グローバル・マクロ経済リサーチ・チーム

連邦準備制度理事会（FRB）は、6月10日に開催された会合において、政策金利の誘導目標を 0.0%～0.25%に据え置いた上で、完全な景気回復に向けて経済が軌道に乗るまではゼロ金利水準を維持することを改めて表明した。この点について、FRB は昨年 12 月の発表以来となる「経済見通しのまとめ」を改訂し、連邦市場公開委員会（FOMC）参加者の全員が少なくとも 2021 年中の政策金利の据え置きを予想し、また FOMC 予測の中央値によれば 2022 年中も政策金利が据え置かれるだろうとの見通しを強調した。経済活動の再開が予想をはるかに上回るペースで進んだ場合、FRB はどう対応するのかという質問に対し、パウエル議長は「金利の引き上げについては、全く考えていない」と返答した。

FRB はまた、同日の会合において資産購入ペースに関しても追加的な指針を示し、「少なくとも現状のペース」で米国債、MBS（住宅ローン担保証券）および CMBS（商業用不動産ローン担保証券）の購入を続けると言及した。それと同時に、FRB は今春に導入した数多くの信用供与ならびに流動性供給に関する政策を継続させており、中小企業向けメインストリート融資プログラムなど幾つかの追加的な政策を検討している。こうしたプログラムの実効性を高めるため、FRB は今後も必要に応じて政策適用条件を調整していく意向であることをパウエル議長は強調した。これまでのところ、これら政策を通じて必要とされる資金が効果的に供給されており、民間部門の融資再開を下支えしている。

パウエル議長は記者会見で、現在の金融政策は機能していると述べた。しかし、FOMC においては、将来導入される可能性がある 2 つの追加的政策についても議論された。1 つは、金利に関する明確なフォワードガイダンス（これについては既にパウエル議長より言及されており、現時点では標準化された政策手段の一部となっている）であり、もう 1 つは FOMC が政策実施にあたり過去の実例について説明を受けたイールドカーブ・コントロールである。新型コロナウイルスによって 2,000-

足元の ECB の大胆な政策実施は、これまでとは明らかに一線を画すものである

欧州中央銀行（ECB）は先週、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を拡大し、追加的に 6,000 億ユーロの資産購入を行うことを決定したが、これは 3 月に開始された「無制限」の資産購入政策を補強するものとなった。今回の決定により、PEPP に基づく資産購入総額は 1 兆 3,500 億ユーロ（ユーロ地域の GDP の約 10%）に達し、その規模は米国や英国を含む他の主要中央銀行が実施する緊急緩和政策と同水準となった。かつて ECB は、政策的な対応を行うに当たっての政策調整に長時間を要し、これによって概して目標達成のために必要とされる十分な政策を実施出来ずにいた。しかし、足元の ECB の動きは、こうした過去の状況とは明らかに一線を画すものである。では、なぜアプローチ方法が大きく変化したのだろうか？

ECB のラガルド総裁が最近の記者会見で強調したように、主な理由は低インフレ見通しである。ECB のスタッフは、2022 年のインフレ率を 1.3%と予想しており、これは 2%未満だが 2%に近いという ECB の中期的なインフレ目標を大きく下回るものである。景気下降局面において、インフレ目標が流動な扱いになる可能性があるという現実的な懸念がある。これは、どんな場合であっても憂慮されるべきことだが、債務が増大している場合には特に懸念事項となる。

(次ページにつづく)

2,200万人が失業すると予測される中、FRBは経済の回復には何年も要するだろうとの予測を示した。パウエル議長は、FRBの目標は経済や労働市場に長期的な影響が及ばないよう積極的に支援することだと強調した。つまり、景気の本格的な回復には何年も要する可能性が高いとパウエル議長は強調する一方で、GDP（国内総生産）、失業率、インフレ率に対するFRBの長期的な見通しは楽観的なものであり、昨年12月に発表された見通しから大きな変更はなかった。

今回の会合でFRBは新たな政策を発表しなかったが、それにもかかわらず債券市場は反発した。これは、会合の内容に対する反応というよりも、むしろFRBの予測に対して反応したものであった。FRBによる確証のない「より長期的」な予測は依然として楽観的なものだが、2022年までという限定された期間を見れば、失業率は大幅な改善が見込めず、また2%のインフレ目標も達成できないと予測されており、これに対応するために2022年のみならずそれ以降もおそらく利上げの必要はないものとFOMC会合参加者の大半は見ている。

これと対照的に、FOMCの前週に発表された非農業部門の雇用者数が力強いものであったことを受け、FRBによる経済および金利見通しが示唆する今後の利回り予測に対して米国債に大きな利回りプレミアムがあることを市場はある程度織り込んでいた。我々は、足元の米国債の上昇により、すべてではないにせよそのプレミアムの一部は調整されると見ている。

米国債が上昇した一方で、クレジット商品および株式市場の反応は薄かった。（編集者注釈：その後に株式市場は大幅に下落し、足元では緩やかに反発している。）いわゆるリスク市場は、既に3月の底値から大幅な回復を見せており、その勢いを維持するためにも、FRBによる新たなあるいは追加的な政策の導入など、明らかに更なる景気刺激策を必要としていた。

この先数カ月にわたって、債券市場はある程度の回復力を維持するものと我々は予想している。米国債は相対的に現在の水準程度のボックス内で推移すると思われる。これにより、米国債は利回りの上昇とイールドカーブのロールダウン効果により、キャッシュを上回るパフォーマンスをあげることができるだろう。足元では低い国債利回りを伴う経済回復が（着実にないにせよ）続き、また継続的に中央銀行から流動性が供給されている。今回の発表に対してリスク市場では失望感が見られるものの、相場を支えるという側面だけでなく、利回りとリターンを追求する投資家の動きを加速させる上でも、こうした要因が最終的には有効であると我々は考えている。株式とクレジット商品は今後もアウトパフォーマンスし続ける可能性が高いと思われるが、今後数カ月のうちには減速することが見込まれ、これによって間違いなく債券と株式の相互的なボラティリティがもたらされるであろう。最後に、多くの産業セクターが新型コロナウイルスだけでなくエネルギー価格の下落によって深刻な影響を受ける中、引き続き銘柄選別が最も重要となるであろうことを認識する必要がある。

第2に、ヨーロッパ復興計画の背後にある政治的な勢いに期待が持てるとはいえ、こうした追加的な財政刺激策が実態経済に波及するまでには時間を要することが挙げられる。交渉にある程度の時間を要することが見込まれる上、このプログラムで提唱されているプロジェクト分野は「すぐに実施できる」ものではない。

第3に、ドイツ連邦憲法裁判所（GCC）が5月に下した判決によって、資産購入プログラムにおける公的部門買い入れプログラム（PSPP）が財政ファイナンスの原則に違反していないとする欧州司法裁判所（ECJ）の認定がより強固なものになった。これによって、ECBが自らに課した資産購入上限額を緩和し、大胆な政策対応のために必要とされる政策的余地を確保することに何も問題がないという確信をECBは得ることが出来たと思われる。もちろん、GCCの判決は比例の原則に異議を唱えるものであるが、ECBはECJの司法権の支配下にあり、GCC司法権が及ばないことをウガルド総裁は強調した。このことは、GCCによる判決が、ECB自体の独立性よりも、むしろEU法の優位性に対して異議を唱えるものであることを示唆している。

では、今後ECBに何を期待することが出来るだろうか？昨年9月の量的緩和政策の再開と比較すると、PEPPの対応は全く対照的であったことは注目に値する。その当時、ドラギ総裁が提唱した「包括的な政策パッケージ」には、普段は異議を唱えない高名なECB運営理事会メンバーからも大きな批判が浴びせられた。PEPPはECB運営理事会からも広く支持を得ているものと見受けられ、ドイツ連邦銀行のヴァイトマン総裁さえも、3月にPEPPが発表された直後に「行動を起こす必要があるということ、および広範に及ぶ政策が非常に重要であるということを我々は全会一致で合意した」とツイートした。これは、ECBが目指す政策を開始するに当たって、良い兆候であると言えるだろう。

留意事項 1

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2020 年 6 月現在。

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク (PFI) の子会社である PGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iv) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(v) シンガポール拠点の PGIM (シンガポール) における債券運用部門 (PGIM Singapore)。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでもなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIM フィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A 部をご覧ください。

欧州経済領域 (EEA) では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは英国の金融庁(FCA)からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)により、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。（登録番号：15003620）PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。本資料は英国金融行為規制機構 (FCA) の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令 (MiFID II) の 2014/65/EU に定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア) が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2020 PFI and its related entities.

2020-3758

留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"FOMC Brings Back the Projections; Economy's Long Trek Back Boosts Treasuries_And Perspective on Where the ECB May Be Headed"をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM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392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ73245

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。