

## 今週のトピック – 2016年10月7日

### 3月15日を警戒せよ



デビッド・ライリー

パートナー兼クレジット戦略ヘッド

#### 市場は来年初めに三重の困難に備えなければいけません

シェークスピアの戯曲である「ジュリアス・シーザー」で、暗殺される日である3月15日を警戒せよ、との予言者の警告をジュリアス・シーザーは無視します。市場は2017年3月がそうした運命を辿らないことを願っていますが、3つのリスク・イベントが控えています。欧州中央銀行(ECB)が月額800億ユーロの資産買入れ額を減額する(テーパリング)可能性、英国がリスボン条約50条の行使によりEU離脱の手続きを正式に始めること、米国の債務上限が発動される、という3つのイベントは、いずれも投資家にとって、政治及び政策の重要性が益々増していることを示しています。

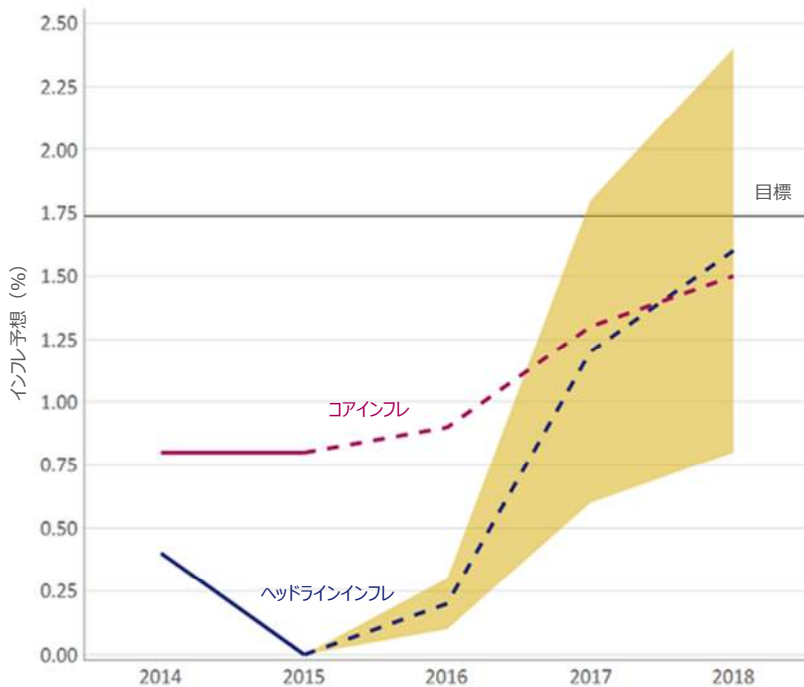
#### ECBのミニ・テーパリング・ショック

ECBは資産買入れ額を減額するという非公式なコンセンサスがあるとの報道がブルームバーグから流れた結果、債券の利回りとユーロは上昇することとなりました。市場が大きく反応したのは、ECBが来年の3月以降QEを続けるのか、そしてそれをどのように続けるのかについて、明確な見通しを示さなかったためであると思われます。ECBはどのようにQEを延長するのかを検討することが任務であると考えられている中で、少なくとも一部のメンバーが出口戦略に焦点を充てていることは驚きを持って受け止められました。

–しかし、ECBがQEを延長するのか、またそれをどのように実施するのかについて明白になるまで、欧州金融市場はボラティリティの高まりが見られると考えています–

現在のECBの政策では、月額800億ユーロの資産購入は2017年3月まで実施する意向で、もし必要となれば、インフレ目標に則した持続可能なインフレ率上昇の道筋を理事会が確認しない限り、QEを延長するとされています。消費者物価指数及びコア指数(除く食品・エネルギー)のECBの予想は2018年で、「2%を下回るものの、それに近い水準」というターゲットを下回ったままです。しかし、失業率は高く景気も停滞が見られることから、国内のインフレ圧力はほとんどなく、ECBが月額600億ユーロから800億ユーロに買入れ額を増額してから1年経たない内にテーパリングを始めるのは、時期尚早であると考えています。テーパリングが実行されれば、国債の利回りは上昇し、クレジット債のスプレッドは拡大して、ユーロ高になる可能性があることから、金融状況はかなりタイトになる可能性があり、特に欧州周辺国は厳しいと言えます。

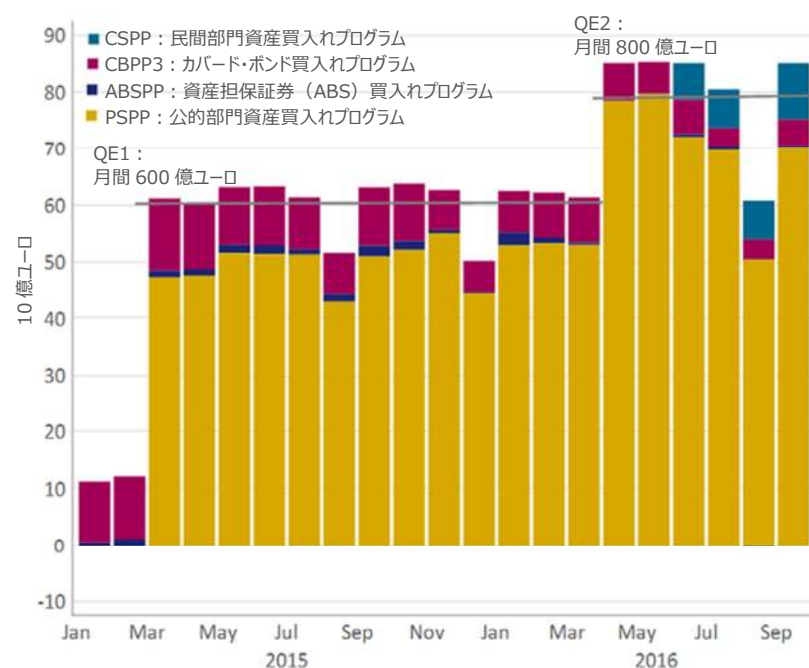
図 1 : ECB の 2016 年 9 月時点インフレ予想 (年率、%)



出所:Macrobond, ECBによる予想; 2016年9月

現段階では、12月8日の会合ではQEの延長をECBは発表すると見ており、マクロ経済予想ではインフレ率は当面の間、ターゲットを下回ることが確認されると考えています。ECBは、社債買入れプログラム(CSPP)において300億ユーロの資産を購入してきていますが、月額70億超ユーロの買入れペースを今後も続けると予想しています。しかし、ECBは、QEのほとんどを占める国債買入れプログラム(PSPP)においては、月額800億ユーロのペースを維持するには、買入れ要件を緩和する必要性に迫られていると見ています。但し、ECBがQEを延長するのか、またそれをどのように実施するのかについて明白になるまで、欧州金融市場はボラティリティの高まりが見られると考えています。

図 2 : ECB による月間の資産買入れ額 (10 億ユーロ)



出所:Macrobond; 2016年9月の直近の月次データ

### 英国の EU 離脱（ブレグジット）が近づく

テレサ・メイ首相は、リスボン条約 50 条に基づき、2017 年 3 月末までに 2 年間に亘る EU 離脱の手続きを正式に開始すると発表しました。さらに、EU 籍の人の英国への自由な移動と欧州裁判所の司法権は受け入れないとし、英国はユーロ単一市場へのアクセスを失うことを実質的に示唆しました。ブレグジットのいわゆるハード・ランディングの見通しによって、英ポンドは大きく下落しました。英国が支配権を取り戻すにつれ、フランスとドイツの総選挙が近づく中で、反ユーロ・EU の動きは強まると予想しています。

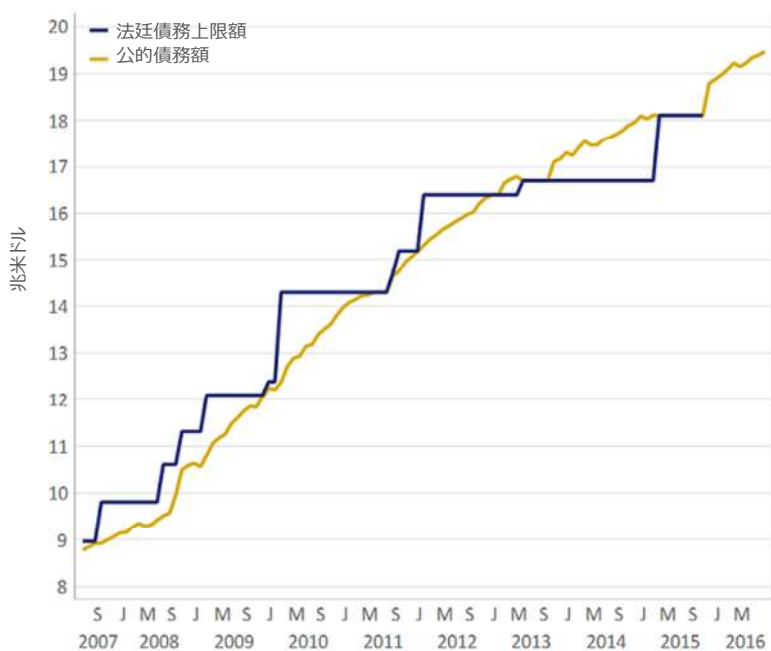
図 3：英ポンドの下落



出所: Macrobond; 2016 年 10 月 5 日

### 米国の債務上限問題は新大統領と議会へのテスト

図 4：米国債と債務上限額



出所: Macrobond; 2016 年 8 月, 2015 年 10 月 / J=1 月, M=5 月, S=9 月

昨年 11 月、米国議会は 2017 年 3 月 15 日まで債務上限額を停止することを決議しました。この延長期間が終わった時点で、その時点の米国債の発行額水準で債務上限額が再設定され、財務長官は政府が資金調達を続けデフォルトを回避するために特例措置を適用すると考えています。米国は S&P により 2011 年 8 月に AAA の格付けを失いましたが、それによって引き起こされた問題に市場は関心を示さず、ワシントンでの話題にはほぼ目を向けませんでした。インフラ投資や税制改革を含む、経済成長に友好的な財政政策は、新大統領と議会との間での協調と合意を必要とします。債務上限問題は、この両者の関係と、米国の更なる財政緩和実施の可能性へのテストになると考えています。債務上限額を早急に引き上げることに失敗した場合、金融政策に代わって財政政策を待つ人の期待感を失わせることにつながるかもしれません。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
関東財務局長（金商）第 1029 号  
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2016年10月11日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家に相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

#### 無登録の信用格付業者による格付けについて

（信用格付業者の登録の意義等）

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

また、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

（信用格付業者について）

お客様にご提示しております本件資料では、スタンダード&プアーズ（S&P）、ムーディーズ並びにフィッチが行った格付けを基にした情報の記載を行っております。これらについては、グループ内の一部が本邦金融商品取引法における登録信用格付業者に該当していますが、それ以外のグループ法人は、同法に基づく登録を行っていない業者（「無登録信用格付業者」）に該当します。

以下では、金融商品取引法により求められるこれらの法人に関するご説明を記載いたしますので、ご確認いただくようお願い申し上げます。

（スタンダード&プアーズ）

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：  
スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

格付業者グループが使用する呼称：  
S&Pグローバル・レーティング（S&P Global Ratings）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（[http://www.standardandpoors.com/ja\\_jp/web/guest/home](http://www.standardandpoors.com/ja_jp/web/guest/home)）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（[www.standardandpoors.co.jp/unregistered](http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered)）に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：

上述のスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ中の「無登録格付け情報」（[www.standardandpoors.co.jp/unregistered](http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered)）では、「格付の前提・意義・限界」として下記の説明が掲載されています（平成28年10月11日現在）。

当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

#### 記

S&Pグローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものではありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pグローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pグローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

以上

(ムーディーズ)

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：  
ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

格付業者グループが使用する呼称：  
ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：  
ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（<http://www.moodys.co.jp>）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：  
上述のムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」では、「信用格付の前提、意義及び限界」として下記の説明が掲載されています（平成28年10月11日現在）。  
当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下、「ムーディーズ」という。）の信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

以上

(フィッチ)

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：  
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

格付業者グループが使用する呼称：  
フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：  
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（フィッチ日本語ホームページ（<http://www.fitchratings.co.jp>）の「規制関連」をクリックした後に表示されるページ）にある「格付方針等の概要」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：  
上述のフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページにある「規制関連」欄の「格付方針等の概要」では、「信用格付の前提、意義及び限界について」として下記の説明が掲載されています（平成28年10月11日現在）。  
当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

以上

以上