

新FRB議長の下での金利急上昇シナリオにおける年金ポートフォリオへの影響

本稿は、新FRB議長の下でQTが予期せぬタイミングで再開されるという仮定の下、金利急上昇時の企業年金への影響を試算したシナリオ分析です。試算の結果、過去の類似の市場ショックと同程度の金利上昇圧力が生じると、平均的な企業年金のポートフォリオには悲観的なケースで5.7%の最大ドロウダウン(月次ベース)が生じることがわかりました。FRBの情報発信が減っていく可能性がある中で、分散投資の重要性は一段と高まっています。

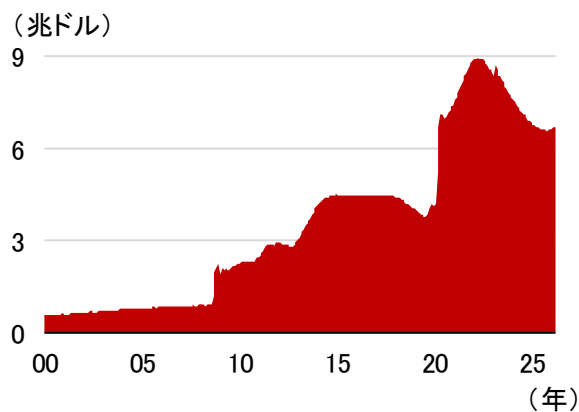
はじめに: 分析の背景と想定するシナリオ

米国ではトランプ大統領によるケビン・ウォーシュ氏のFRB議長候補指名以降、同氏の金融政策スタンスに市場参加者の関心が集まってきました。そうした中、4月に開かれた議会公聴会は、ウォーシュ氏の最新の考え方をうかがい知るうえで重要な機会となりました。同氏は将来の政策決定を事前に示唆すべきではないとの主張を展開し、近年FRBが実施してきたフォワードガイダンスに否定的な考えを示したほか、FRB高官の発言機会を減らす可能性に言及しました。同時に、巨大なバランスシート(図表1)がFRBの信頼性に悪影響を及ぼしたと述べ、バランスシート圧縮の必要性を強調しました。

ウォーシュ氏はかねてからQT(量的引き締め)に加えて利下げも行う意向を示していますが、近時はインフレへの警戒感が高まる中、同氏就任後の早期利下げ観測が後退しています。

こうした中、市場の予期しないタイミングでQTが再開された場合、何が起こるでしょうか。本稿はそうしたシナリオを想定した上で、年金ポートフォリオに与える影響を試算します。

図表1 FRBのバランスシートの推移



(出所) Bloomberg より NFRC 作成

市場では、ウォーシュ氏の下でもFRBが拙速にQTを進めることはないとの見方が多くみられます。というのも、米銀への厳格な流動性規制を背景に、短期金融市場にはすでに構造的なストレスが蓄積されており、それに対処せずにQTを進めることは大きな代償を伴うと見られているからです。米銀はストレス時に備えて十分な流動性資産を保持することを義務付けられており、これが準備預金の滞留を招き、短期金融市場の流動性低下の構造的な要因となっています。

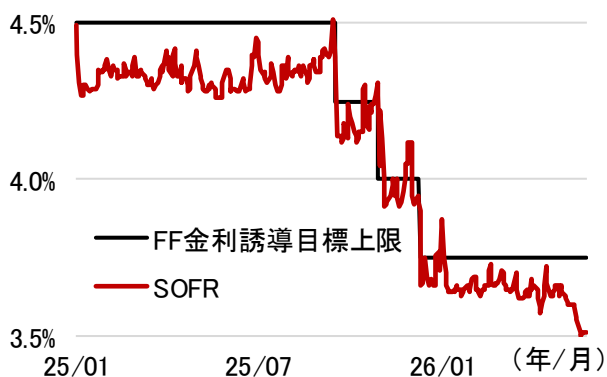
本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

実際、2025年以降はQTの過程で流動性が低下し、指標となるSOFR(担保付翌日物調達金利)がFF金利誘導目標の上限を超過する事態が発生(図表2)しFRBはQTの一時停止を余儀なくされました。

流動性規制の緩和といった地ならしが行われずにQTが拙速に再開されれば金融市場に混乱が生じる恐れがあります。こうした懸念に対し、公聴会で同氏はQTを慎重に行うと表明しています。

とはいえ、バランスシート縮小は同氏の長年の持論です。リスクシナリオに留まるものの、FRBによる市場への情報発信が減る可能性が高まる中で、市場がQT再開のタイミングを読み違い、QT再開を契機に市場に大きなショックが生じる可能性はゼロではありません。これを踏まえ、本稿ではそうしたシナリオをあえて想定し、年金ポートフォリオへの影響を試算することとしました。なお本分析は政策変更を予測するものではなく、ショック発生時の影響を推定するストレステストです。

図表2 FF金利誘導目標とSOFRの推移



(出所) Bloomberg より NFRC 作成

テーパタントラム時と現在の環境比較

本稿で参照する2013年のテーパタントラムは、FRBによるバランスシート政策転換の示唆を契機に米長期金利が大幅に上昇し、米国内外の

金融市場に波及した出来事です。2013年5月22日、当時のFRB議長であったバーナンキ氏が議会証言の際に、多くの市場参加者が予期していないタイミングで突然テーパリング(量的緩和の縮小)に言及したことに対し、市場が痙攣(かんしゃく=タントラム)を起こしたように混乱したことからこのような名称で呼ばれています。

この局面では、金融政策に対する市場の期待の再調整が、リスク資産の価格に影響を与えました。バランスシート政策転換に関連する市場ショックという点で今回想定するリスクシナリオと共通点を持ちます。したがって、本稿では当時の長期金利上昇を参照しつつ、足元の市場環境において金利上昇ショックが生じた場合の年金ポートフォリオへの影響を試算していきます。

もともと、現在の米国における市場・財政環境を当時と比べると相違点も少なくありません。株価のバリュエーションが当時と比べて相対的に高く、政府債務のGDP比率が増加しており、金融機関の流動性規制は当時より強化されているという点には注意が必要です。

株価の最大ドローダウン

したがって、ここでは過去のイベントの単純な再現ではなく、足元の市場環境における資産価格構造を前提にした分析を試みました。具体的には、分析対象を国内株式・外国株式・国内債券・外国国債(為替ヘッジなし)、ドル円の5変数¹とし、直近2026年5月²までの過去20年の月次リターンを用いて、資産間の相互作用を捉えられる

¹ 国内株式はTOPIX(配当込み)、外国株式はMSCIコクサイ(配当込み)、国内債券はNOMURA-BPI総合、外国債券はFTSE 世界国債インデックス(除く日本、為替ヘッジなし)を使用しました。

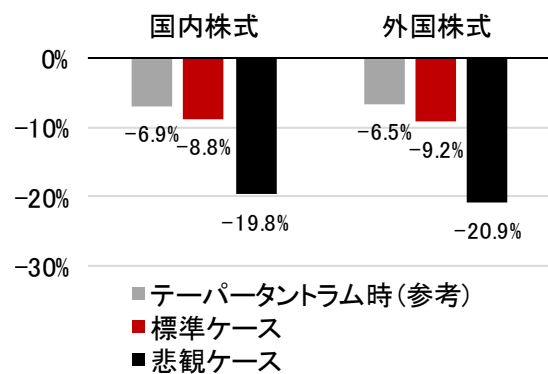
² 各月の月末時点の資産価格から月次対数リターンを算出しました。但し、2026年5月に限っては、原稿執筆時点で入手可能な最新日付(5月25日)のデータを月末時点のデータのプロキシとして使用しました。

統計モデル³を作成しました。

その上で、テーパータントラムに相当する市場ショックが足元で発生した場合に株式市場の最大ドロウダウン(以下、最大DD)がどの程度になるかを試算しました。ここでは、2013年5月から8月にかけて米10年金利が約110bp上昇したことを踏まえ、長期金利が4か月間で累計110bp上昇するショックを前提とし、ショック発生からショックが概ね沈静化すると想定する9か月後までのシミュレーション⁴経路におけるピーク・トゥ・トラフの最大下落率を最大DDと定義しました。その結果は以下の通りです。これらは、テーパータントラム当時と比べても株式の下落余地が大きい可能性を示唆しています(図表3)。

- 標準ケース(定義は図表3の注参照)では、国内株式・外国株式ともにテーパータントラム時を超える最大DDが観測される結果となりました。
- 悲観ケース(定義は図表3の注参照)では、国内株式・外国株式ともに標準ケースの2倍を超える最大DDが観測される結果となりました。

図表3 国内株式・外国株式の最大DD



(注) 標準ケースおよび悲観ケースは、将来の値動きを10,000回シミュレーションして得られた値のうち、典型的な最大DDの水準(中央値)および厳しい最大DDの水準(大きい方から数えて10%にあたる値)を表す。

(出所) JPX 総研、MSCI、Bloomberg、FTSE より NFRFC 作成

³ ベイジアンVARモデルという統計的手法を用いました。本レポートで推計したベイジアンVARモデルのラグ次数は1~3で比較し、対数周辺尤度に基づく比較の結果、ラグ3を採用しました。3次超のラグは自由度低下により推定の不安定化や過学習リスクを高める可能性があるため採用していません。

ベイジアンVARモデルの事前分布にはミネソタ事前分布を採用しました。ハイパーパラメータの組み合わせは $\lambda 1=0.6$ 、 $\lambda 2=0.85$ 、 $\lambda 3=1$ 、 $\lambda 4=15$ 、 $\mu 1=0$ としました。なお、2020年1月を境にデータを分割したアウト・オブ・サンプル検証の結果、外国債券の月次対数リターンに対するRMSE(未知のデータに対して、モデルがどれくらい誤差なく予測できるかを評価する指標)が約0.018となり、当該系列の月次標準偏差0.028を下回りました。他のハイパーパラメータの組み合わせとのRMSE差も小さく、予測性能は概ね頑健でした。

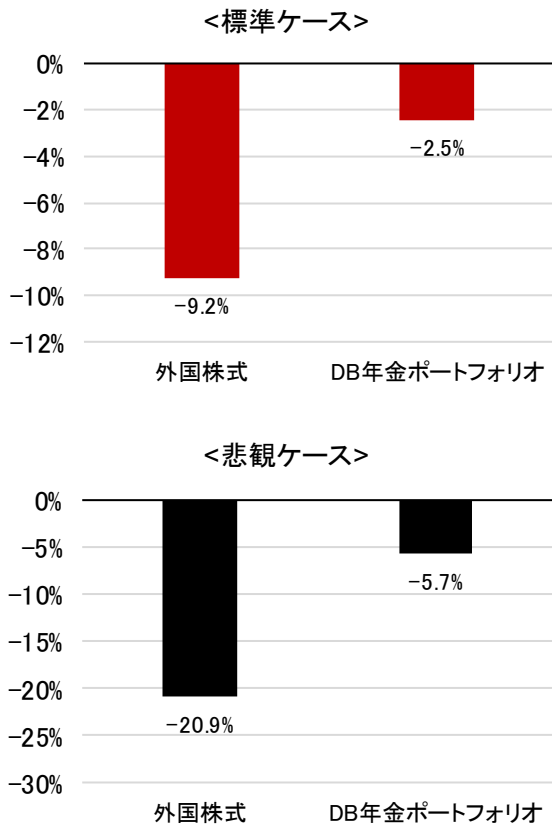
⁴ 今回推定したベイジアンVARモデルを用い、パラメータ不確実性を反映するためマルコフ連鎖モンテカルロ法により10,000回の経路を生成しました。なお、外国債券の月次対数リターンに1 σ のショックを与えた場合のインパルス応答を確認したところ、概ね9か月ほどで他の資産への影響が沈静化していたため、最大DDの測定期間もショックから9か月間としました。

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することをご遠慮ください。

分散投資による効果の検証

次に、分散投資することによる損失抑制効果を検証しました。具体的には、確定給付企業年金の平均的な資産配分と同じ配分で分散投資するポートフォリオ(以下、DB年金ポートフォリオ)の最大DDを、外国株式に集中投資した場合の最大DDと比較しました(図表4)。その結果、ショック後のDB年金ポートフォリオの最大DDは、外国株式への集中投資より浅くなりました。さらに、各資産の最大DDを同じ比率で単純加重した参考値と比べても、最大DDは一貫して抑制されました(図表5)。これは、金利上昇ショックの中でも分散投資が効果を発揮することを示唆しています。

図表4 外国株式とDB年金ポートフォリオの最大DD

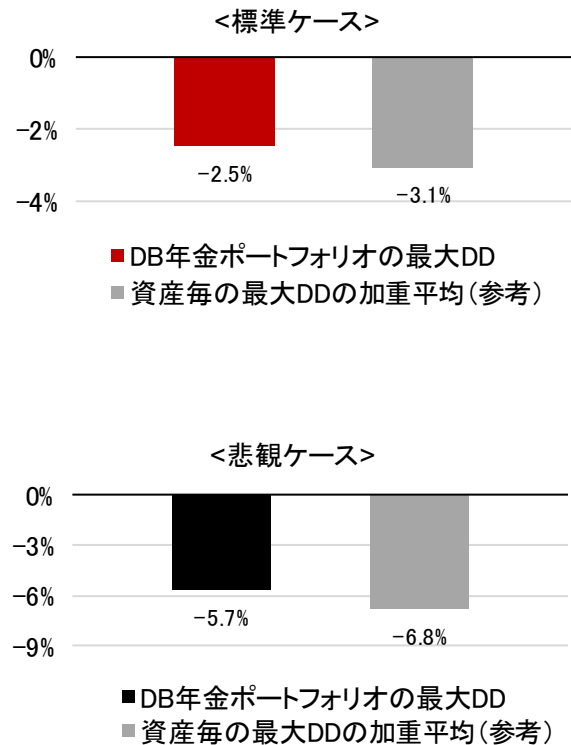


(注1) 標準ケースと悲観ケースの定義や試算の方法は図表3と同一。

(注2) 2024年度末の資産配分(国内株式9%、外国株式14%、国内債券19%、外国債券17%、それ以外の資産41%)をもとに試算。なお国内株式・外国株式・国内債券・外国債券以外の資産(短期資産や一般勘定等)の最大DDは近似的に0として試算した。

(出所) JPX 総研、MSCI、Bloomberg、FTSE、企業年金連合会よりNFRC作成

図表5 DB年金ポートフォリオの最大DDと資産毎の最大DD加重平均



(注) 標準ケースと悲観ケースの定義や試算の方法、DB年金ポートフォリオの資産配分についての前提は図表3・図表4と同一。

(出所) JPX 総研、MSCI、Bloomberg、FTSE、企業年金連合会よりNFRC作成

総括：FRB議長交代で分散投資が一段と重要に

本稿の試算では、テーパータントラム時と同程度の金利上昇圧力が生じた場合、DB年金ポートフォリオには悲観ケースで5.7%の最大ドローダウンが生じることが示唆されました。一方、年金基金が実践している分散投資は、その場合も損失抑制効果を発揮し得ることを示唆しています。

ウォーシュ新FRB議長の下ではFRBによる市場への発信が抑制される可能性があり、市場ではボラティリティが急上昇する事態への警戒感が高まっています。こうした環境下では、分散投資を一層進めることで突発的な市場変動に備えておくことが、これまで以上に重要になっています。

《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号
加入協会： 一般社団法人 資産運用業協会 会員番号(第 011-00961 号)
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

(※) 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

- 投資リスク
- 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。
- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
 - 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
 - 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
 - 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
 - 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
 - デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
 - 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
 - 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1日本橋浜町Fタワー16F
TEL: 03 6703 3991 Email: nenkin@jp.nomura.com