

## 「低ボラティリティ相場の持続性」

受託運用部：太田 頼男

都心では初雪が降る前に春一番が吹くなど、平年と比べると非常に暖かい日が続いている。一足早い春の陽気に誘われた訳ではないだろうが、株式市場を始めとした内外金融市場が堅調である。この背景には、世界経済が好調であることに加え、それにもかかわらずインフレが安定していることがあると考えられる。現在のように経済状況が「熱すぎ（インフレ）ず」、「冷たすぎ（デフレ）ない」状態のことを市場では「丁度良い」という意味で「ゴルドロックス」と呼ぶのだが、世界の金融市場にとっては、まさに春の陽気のような心地よい状態が続いている。

ここ数年の金融市場の状況を振り返って特徴的なことは、景気好調の下でインフレ安定が継続してきた結果どの資産クラスをみても価格変動が少ない、つまりボラティリティ（価格変動リスク）が非常に低い状態が続いていることである（図1上）。株や債券のボラティリティ低下は急激な価格変動による資本移動の必要性低下から、為替市場のボラティリティも低下させている。ボラティリティの低下は、内外金利差（キャリー）を獲得するには好都合であるため、最近では、為替と内外金利差との相関が非常に高まっている（図1下）。低金利の円を売るポジションは歴史的にも高い水準に積み上がっており、市場はこのような低ボラティリティ状況が相当続くこと織り込んでいようである（図1下）。今後市場の焦点となるのは、このような金融市場全般のボラティリティ低下が今後も続くのか？即ち、前提となる景気好調とインフレ安定の両立が続くのかどうかであると考えられる。

想定し得る第1のリスクとしては、世界経済が「冷たすぎる」状況、つまり景気が失速しデフレが懸念される状況に陥る場合である。これは米住宅市場の行方が鍵を握るが、住宅市場には下げ止まりの兆候が見え始めており、米景気が軟着陸する確度は高まりつつある。従ってこの「冷たすぎる」リスクは昨年と比べると後退している。

第2のリスクとしてはインフレが加速し経済が「熱すぎる」状況に陥る場合である。低ボラティリティ下で金利差に連動する限りは、日銀の利上げにより多少円高となって

も値幅には限界がある。しかしもし米国でインフレが加速し、FRBが再利上げに追い込まれるような事態となれば、米金利上昇により世界の金融市場全般にボラティリティが上昇するとみられ、為替市場ではドルが売られ、低ボラティリティを前提にした円キャリートレードポジションの解消の動きから円高が加速するだろう。ただし、昨年後半以降、原油価格が大きく下落しインフレ圧力が後退している現状では、このシナリオの可能性も低いとみられる。結局、「冷たすぎる」リスクと「熱すぎる」リスクの双方共に現段階では実現可能性が低く、昨今の低ボラティリティ相場は当面継続するだろう。

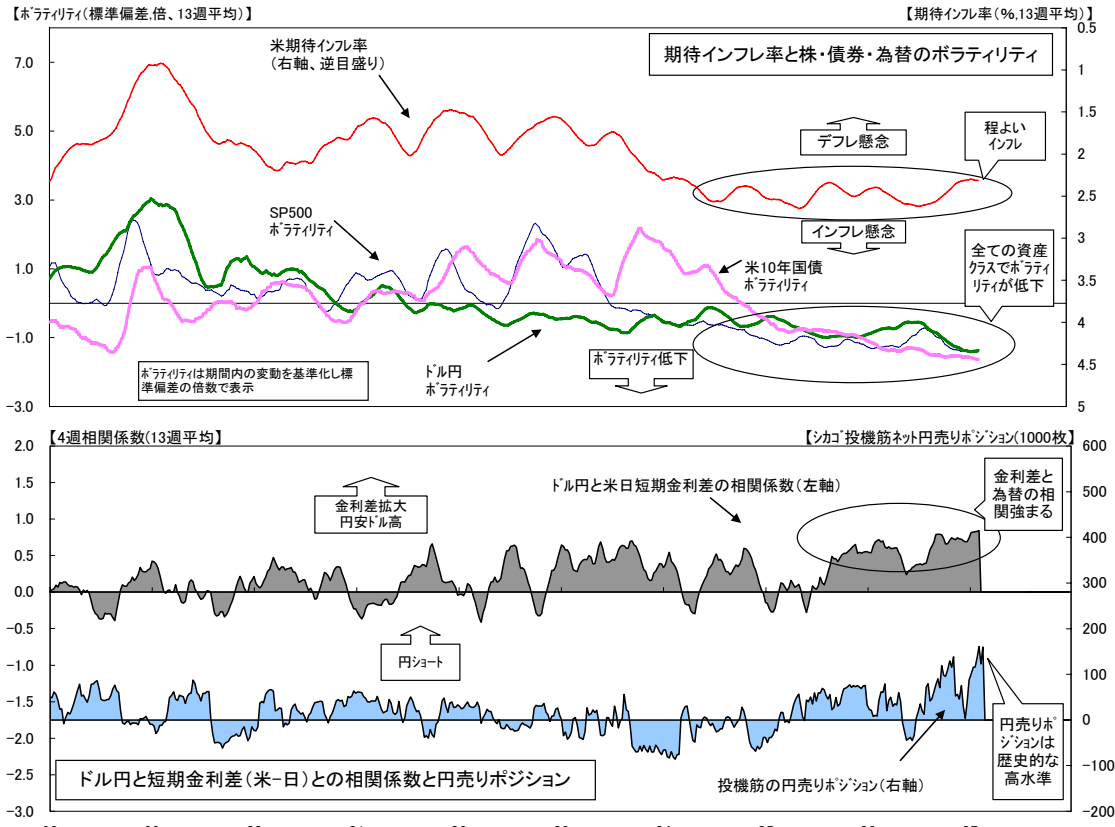
90年代後半に米経済が「ニューエコノミー」と呼ばれ、現在と同様に高成長・低インフレを謳歌していたことは記憶に新しい。低インフレが持続した背景には、景気拡大から国内でインフレ圧力が高まっても、中国等の新興国から安価な製品が流入しインフレ圧力を相殺したことが挙げられる。グローバル化の進展が、先進国のインフレを抑制したのである。ただし新興国からの輸入物価下落を通じたインフレ抑制効果は、90年代後半が最大で最近ではかなり弱まっている（図2左）。一方米国では2001年以降6年に渡り好況が続いた結果、90年代後半と同水準まで需給ギャップが引き締まっており、賃金上昇圧力もかなり高まってきている（図2右）。新興国からの安価な製品輸入がインフレ押し下げに寄与しなくなりつつある現在は、インフレリスクは当時よりも高いと言えるのではないだろうか。今後米景気が軟着陸に成功し再び持ち直していくとなると、今年の終盤頃にはインフレが再び上昇していく可能性は十分にあるとみられる。

現在、金融市場は春の陽気のように「心地よい」状況が相当程度続くこと織り込んでいる。昨今の異常気象を鑑みると、春の陽気の次に来るのは、新緑の初夏ではなく、真夏の太陽である可能性があるように、米国のインフレ動向が市場に波乱をもたらす可能性については十分念頭に置く必要があるだろう。

(2007年2月19日記)

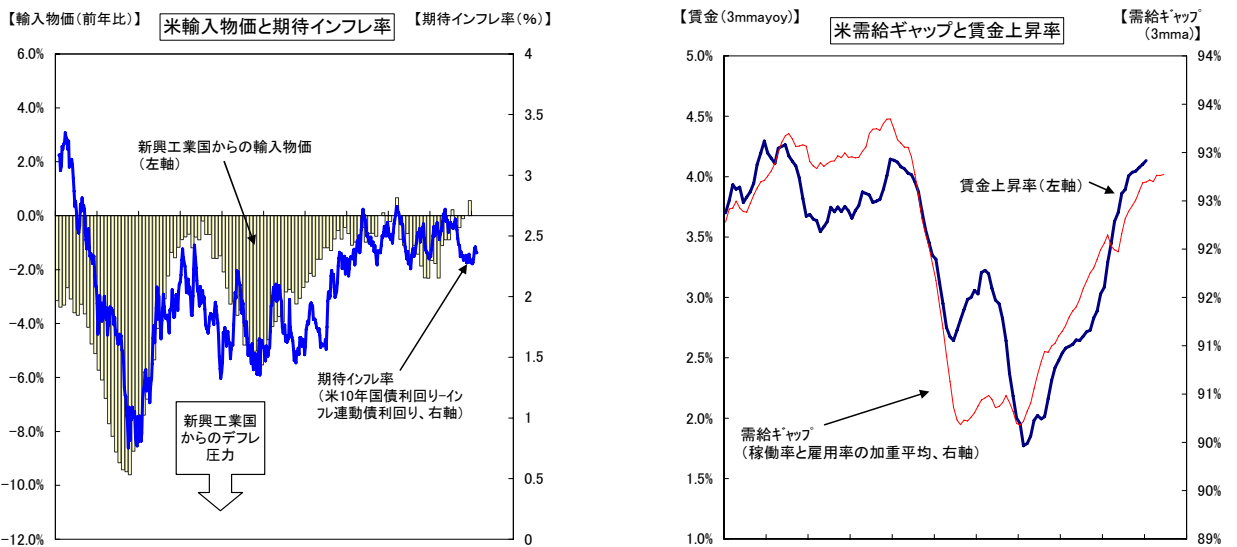
＜図表：低ボラティリティ相場の持続性＞

○図1：インフレ安定で低下するボラティリティと積み上がる円ショートポジション



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

○図2：90年代後半とは異なるインフレ環境



出所：Datastream, Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。

◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてももたら保証するものではありません。

◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。

◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）