



債券投資家は米連邦準備制度理事会（FRB）の動向を注視

スタンディッシュ・メロン・アセット・
マネジメント・カンパニーLLC
チーフ・エコノミスト兼グローバル・
マクロ・ストラテジスト
トーマス.D.ヒギンズ、PhD

「噂で買って、事実で売る」

エグゼクティブ・サマリー

- 米国金利の急上昇によって、米国以外の地域の債券市場に二次的な被害が及んでおり、特に新興国の債券市場が大きな影響を受けました。
- FRB が市場予想通り、9月に量的緩和縮小を開始すれば、米国債の利回りが安定し始める可能性があると考えています。
- 今後、米国、日本、ユーロ圏諸国でより力強い経済成長が達成されれば、新興国経済の循環的なパフォーマンスが改善するきっかけになる可能性があります。
- しかし、FRB 議長の後任人事問題や一部の新興諸国で外国資本の流出がさらに加速する可能性があることなどからボラティリティが高まる可能性があるなど、依然としてリスクが残っています。

米金利の急上昇による二次的な被害

米国の国債市場は、FRB が9月17～18日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で量的緩和（QE）縮小開始を決定する可能性を概ね織り込んでいます。実際のところ、米10年国債の利回りは、5月初旬には1.65%と低水準にとどまっていたのですが、9月初旬に3%前後まで上昇し、その後やや低下しています。FRB は少なくとも2015年中頃までは政策金利であるフェデラル・ファンド（FF）レートを現行水準に据え置くと表明していますが、投資家は2014年後半にFFレートが引き上げられる前提を織り込んでいます。

米国の金利急上昇によって、米国以外の地域の債券市場に二次的な被害が及んでおり、特に新興国債券市場が大きな影響を受けています。実際のところ、今までは高利回りを求めて世界中から新興諸国へ資本が流入していましたが、先進国市場での利回りが上昇したことを受けてこうした動きが鈍っており、JP モルガン新興国債券指数（EMBI）は年初来で11%超低下しています¹。

1 Bloomberg, September 10, 2013.

今後の見通しとしては、FRB が市場予想通り 9 月に QE 縮小を開始すれば、米国債の利回りが一時的に安定し、また、FRB が現行のフォワード・ガイダンス（金融政策の指針）の維持を再表明する場合には、イールドカーブの短期ゾーンを中心に利回りの上昇分が一部押し戻される可能性があります。この見方が正しければ、新興国債券市場もようやく一息つける状況になるかもしれません。さらに、今後、米国、日本、ユーロ圏諸国でより力強い経済成長が達成されれば、新興国経済の循環的なパフォーマンスが改善するきっかけになる可能性があります。

しかし、FRB 議長の後任人事問題や中東地域における地政学的な不確実性の高まりなど、依然としてリスクが残っています。

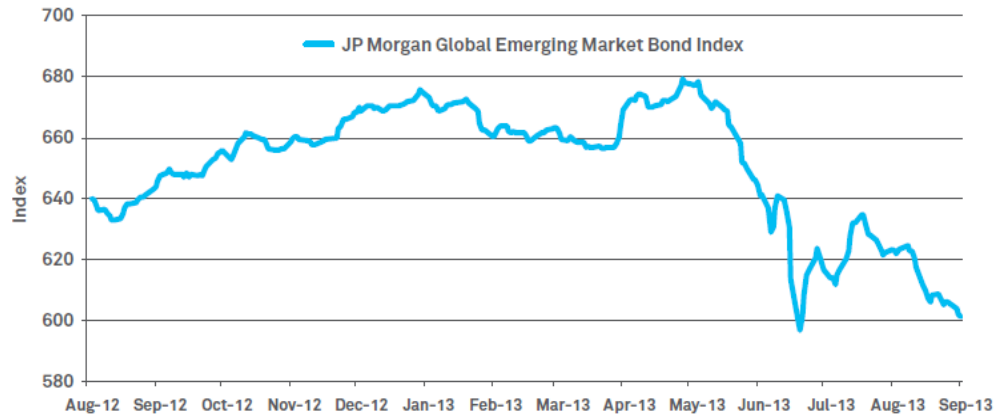
これらの動向次第では、米国債市場は方向性が定まらない中でボラティリティの高い展開となる可能性があります。さらに、新興国市場は全般的に売られ過ぎであると考えていますが、トルコ、南アメリカ、インドなど膨大な対外不均衡を抱える新興諸国は、特に外国資本の流出圧力にさらされています。したがって、米ドル建て新興国債券や現地通貨建て新興国債券が世界の債券市場の中でも特に魅力的なセクターであることが弊社の評価モデルによって示されていますが、リスク資産への投資に際しては投資国を慎重に選別することが重要であると考えています。

FRB による QE 縮小開始に米国債はどう反応するか？

8 月の米雇用統計は期待外れの内容となりましたが、FRB が 9 月中旬の FOMC で米国債、政府機関発行住宅ローン担保証券を合計で月額 850 億米ドル購入するプログラムの規模縮小を決定する可能性が依然として高いものと思われる。8 月の非農業部門雇用者数は、市場予想の 180,000 人増を下回る 169,000 人増にとどまっています。6 月・7 月の 2 ヶ月分の非農業部門雇用者数も 74,000 人下方修正されました。失業率は 7.3% まで低下していますが、その主因は、失業者のうち 300,000 人超が求職をあきらめて労働市場から退出したことによるものです²。2013 年夏における労働市場のパフォーマンスは、全体として、可もなく不可もない結果であったと言えるでしょう。

それにもかかわらず、FRB のジェレミー・スタイン理事は 6 月の講演で「FOMC 開催直前に発表された足元の雇用者数」よりここ 1 年間に於ける景気回復の累積的な進展度合いの方を重視すると発言しました³。米国では、2012 年 9 月から QE 第 3 弾 (QE3) が実施されて以降、200 万人超の新規雇用が創出されています。しかも、8 月の米雇用者数の増加幅は、前年の月平均増加幅の 184,000 人と概ね一致しています。したがって、FRB が 9 月 18 日の FOMC で資産購入規

Figure 1: JP Morgan EMBI Total Return Index



Source: JP Morgan, as of September 2013.

模を 100 億～150 億米ドル縮小することを決定すると引き続き考えています。その場合、住宅ローン担保証券の購入枠より米国債の購入枠の縮小幅の方がわずかながら大きくなると思われます。これが現時点での市場コンセンサス的な見方となっていますが、一部の市場参加者の間では、足元の経済指標の内容を踏まえて、QE 縮小開始は 10 月または 12 月の FOMC まで見送られるべきだという見方が出ています。

FRB が経済成長見通しを下方修正し、政策金利を 2015 年中頃まで据え置く公算が高いと再度表明すれば、FRB が QE 縮小開始を最終的に決定する場合でも、米国債のイールドカーブの短期ゾーンの利回りが小幅に反発するものの、米国債市場は安定する可能性があると考えています。過去の経験からもこの見方の妥当性が裏付けられているように思われます。実際のところ、米国債の利回りは、QE 第 1 弾 (QE1)、QE 第 2 弾 (QE2) の実施後 6 ヶ月間でそれぞれ 100 ベースポイント超低下しています。こうした反応の一因としては、債券市場が常に将来を見据えた動きをしており、FRB による QE 実施時点で QE 終了と利上げの前提を織り込み始めていたことが挙げられます。

しかし、QE1、QE2 それぞれに配慮すべき事情がありました。例えば、QE1 終了後に、米国景気の二番底懸念が高まり始めました。QE2 の終了時点では、欧州債務危機が深刻化しつつあり、また米国では、連邦債務上限引き上げ問題を巡る混乱で、米国の信用格付けが「トリプル A (AAA)」から引き下げられる寸前でした。対照的に、現時点では、米国の景気回復の足取りがその当時よりはるかにしっかりしており、また欧州債務危機を巡る市場の緊張も緩和しているように思われます。

とはいえ、2014年に米国の経済成長率が3%台に回復するという予想が市場参加者の間で大勢を占めているなど、2014年の米国経済に対する市場コンセンサス見通しが楽観的すぎるように思われます。こうした予想をする市場参加者は失望することになり、その結果米国債の利回りの上昇が抑制されるとみています。それに加えて、シリア情勢を巡る地政学的な不確実性が、短期的に安全資産として米国債への資金逃避の動きを招く可能性もあります。また、ベン・バーナンキFRB議長の後任人事問題によっても米国債市場のボラティリティが高まる可能性があります。現時点では後任候補者が不明であることから市場の反応を見極めることは困難な状況です。いずれにしても、米10年国債の利回りは、現在、弊社が適正な水準とみている2.7%~3.4%のレンジの中間近辺で推移しています。

債券市場も一息つける状況になるのか？

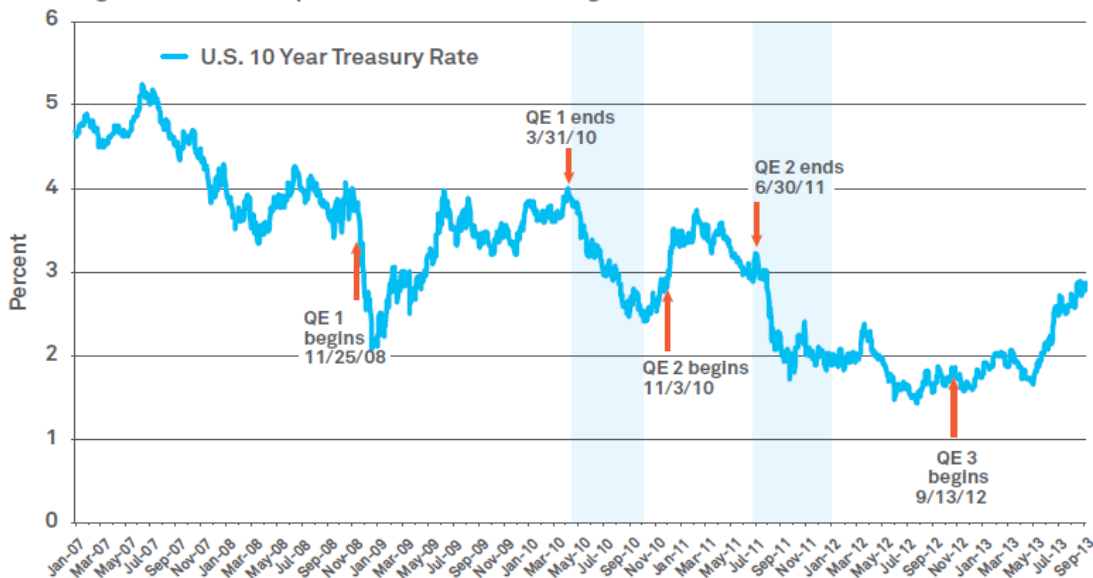
米国でQE縮小観測が高まりをみせ始めた5月初旬以降新興国は下落圧力にさらされてきましたが、米国の金利が安定することは新興国にとって好材料となります。しかし、すべての新興諸国が同じように恩恵を受けるとは限りません。一部の新興諸国では、個別の要因が重石となって、他の新興諸国ほどパフォーマンスが振るわない可能性があります。

具体的には、外国資本が逆流した場合に大きな影響を受けやすい膨大な経常赤字を抱え対外借入必要額が大きい新興諸国に対して引き続き慎重な姿勢をとっています。例えば、トルコ、南アフリカ両国は、経常赤字が対国内総生産（GDP）比7%近辺となっています。予想通り、トルコリラ、南アフリカランドともに5月初旬以降12%超下落しています。インドの場合は、経常赤字は対GDP比4.5%と相対的に低い水準ですが、財政赤字が対GDP比で5%超となっています。その結果、インドルピーは5月初旬以降20%超下落しています。

対照的に、メキシコ、ロシアなどの新興諸国は、はるかに健全な水準で対外均衡を維持しています。実際のところ、メキシコの経常赤字は対GDP比1.5%未満であり、またロシアの場合には、原油価格の上昇により経常黒字となっています。こうした状況にも拘らず、投資家が無差別に新興国から資金を引き揚げたために、両国の通貨ともに5月初旬以降約10%下落しています。これら両国の通貨は売られ過ぎであると考えます。

より広範な見方をすれば、米ドル建て新興国債券および現地通貨建て新興国債券が債券市場の中で特に割安なセクターになっていることが弊社の評価モデルによって示されています。JPモルガンEMBIグローバル・ディバーシファイド指数（米ドルベース）の利回りは現在6.2%であり、一方でJPモルガンGBI-EM指数（現地通貨ベース）の利回りは6.9%となっています。同資産クラスから投資家が資金を引き揚げればボラティリティがさらに高まる可能性があります。現時点でもすでに割安感が生まれている銘柄があると考えます。具体的には、準ソブリン債や新興国社債の米ドル建てクロスオーバー銘柄が魅力的な価格水準になり始めています。新興国通貨が新たな均衡水準に落ち着けば、現地通貨建て新興国債券への投資機会も追求していく方針です。

Figure 2: Market Response to Quantitative Easing



Source: Federal Reserve, as of September 2013.

BNY Mellon Investment Management is one of the world's leading investment management organizations and one of the top U.S. wealth managers, encompassing BNY Mellon's affiliated investment management firms, wealth management organization and global distribution companies. BNY Mellon is the corporate brand of The Bank of New York Mellon Corporation and may also be used as a generic term to reference the Corporation as a whole or its various subsidiaries generally. • The statements and opinions expressed in this document are those of the authors as of the date of the article, are subject to change as economic and market conditions dictate, and do not necessarily represent the views of BNY Mellon, BNY Mellon Asset Management International or any of their respective affiliates. This document is of general nature, does not constitute legal, tax, accounting or other professional counsel or investment advice, is not predictive of future performance, and should not be construed as an offer to sell or a solicitation to buy any security or make an offer where otherwise unlawful. The information has been provided without taking into account the investment objective, financial situation or needs of any particular person. BNY Mellon Asset Management International Limited and its affiliates are not responsible for any subsequent investment advice given based on the information supplied.

Past performance is not a guide to future performance. The value of investments and the income from them is not guaranteed and can fall as well as rise due to stock market and currency movements. When you sell your investment you may get back less than you originally invested. • While the information in this document is not intended to be investment advice, it may be deemed a financial promotion in non-U.S. jurisdictions. Accordingly, where this document is used or distributed in any non-U.S. jurisdiction, the information provided is for use by professional and wholesale investors only and not for onward distribution to, or to be relied upon by, retail investors. • Products or services described in this document are provided by BNY Mellon, its subsidiaries, affiliates or related companies and may be provided in various countries by one or more of these companies where authorized and regulated as required within each jurisdiction. This document is not intended for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction or country in which such distribution or use would be contrary to local law or regulation. This document may not be distributed or used for the purpose of offers or solicitations in any jurisdiction or in any circumstances in which such offers or solicitations are unlawful or not authorized, or where there would be, by virtue of such distribution, new or additional registration requirements. Persons into whose possession this document comes are required to inform themselves about and to observe any restrictions that apply to the distribution of this document in their jurisdiction. **The investment products and services mentioned here are not insured by the FDIC (or any other state or federal agency), are not deposits of or guaranteed by any bank, and may lose value.** • This document should not be published in hard copy, electronic form, via the web or in any other medium accessible to the public, unless authorized by BNY Mellon Investment Management International Limited.

In **Australia**, this document is issued by BNY Mellon Investment Management Australia Ltd (ABN 56 102 482 815, AFS License No. 227865) located at Level 6, 7-15 Macquarie Place, Sydney, NSW 2000. Authorized and regulated by the Australian Securities & Investments Commission. • In **Brazil**, this document is issued by BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A., Av. Presidente Wilson, 231, 11th floor, Rio de Janeiro, RJ, Brazil, CEP 20030-905. BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. is a Financial Institution, duly authorized by the Brazilian Central Bank to provide securities distribution and by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) to provide securities portfolio managing services under Declaratory Act No. 4.620, issued on December 19, 1997. • Securities in **Canada** are offered through BNY Mellon Asset Management Canada Ltd., registered as a Portfolio Manager and Exempt Market Dealer in all provinces and territories of Canada, and as an Investment Fund Manager in Ontario. • In **Dubai, United Arab Emirates**, this document is issued by the Dubai branch of The Bank of New York Mellon, which is regulated by the Dubai Financial Services Authority. • If this document is used or distributed in **Hong Kong**, it is issued by BNY Mellon Investment Management Hong Kong Limited, whose business address is Level 18, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong. BNY Mellon Investment Management Hong Kong Limited is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission and its registered office is at 6th floor, Alexandra House, 18 Chater Road, Central, Hong Kong. • In **Japan**, this document is issued by BNY Mellon Asset Management Japan Limited, Marunouchi Trust Tower Main Building, 1-8-3 Marunouchi Chiyoda-ku, Tokyo 100-0005, Japan. BNY Mellon Asset Management Japan Limited is a Financial Instruments Business Operator with license no 406 (Kinsho) at the Commissioner of Kanto Local Finance Bureau and is a Member of the Investment Trusts Association, Japan and Japan Securities Investment Advisers Association. • In **Korea**, this document is issued by BNY Mellon AM Korea Limited for presentation to professional investors. BNY Mellon AM Korea Limited, 29F One IFC, 10 Gukseumyung-ro, Yeongdeungpo-gu, Seoul, 150-945, Korea. Regulated by the Financial Supervisory Service. • In **Singapore**, this document is issued by The Bank of New York Mellon, Singapore Branch for presentation to professional investors. The Bank of New York Mellon, Singapore Branch, One Temasek Avenue, #02-01 Millenia Tower, Singapore 039192. Regulated by the Monetary Authority of Singapore. In Singapore, this document is to be distributed to Institutional Investors (as defined in the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore) only. • This document is issued in the **UK** and in **mainland Europe**, by BNY Mellon Asset Management International Limited, 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4LA. Registered in England No. 1118580. Authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. • This document is issued in the **United States** by BNY Mellon Investment Management.

BNY Mellon owns over 95% of the parent holding company of The Alcentra Group, which is comprised of the following affiliated investment advisers: Alcentra, Ltd and Alcentra NY, LLC. • BNY Mellon ARX is the brand used to describe the Brazilian investment capabilities of BNY Mellon ARX Investimentos Ltda. • BNY Mellon Cash Investment Strategies is a division of The Dreyfus Corporation. • BNY Mellon Western FMC, Insight Investment Management Limited and Meriten Investment Management GmbH do not offer services in the U.S. This presentation does not constitute an offer to sell, or a solicitation of an offer to purchase, any of the firms' services or funds to any U.S. investor, or where otherwise unlawful. • BNY Mellon Western Fund Management Company Limited is a joint venture between BNY Mellon (49%) and China based Western Securities Company Ltd. (51%). The firm does not offer services outside of the People's Republic of China. • BNY Mellon owns 90% of The Boston Company Asset Management, LLC and the remainder is owned by employees of the firm. • BNY Mellon owns a 19.9% minority interest in The Hamon Investment Group Pte Limited, the parent company of Blackfriars Asset Management Limited and Hamon Asian Advisors Limited both of which offer investment services in the U.S. • Services offered in the US, Canada and Australia by Pareto Investment Management Limited under the Insight Pareto brand. • The Newton Group ("Newton") is comprised of the following affiliated companies: Newton Investment Management Limited, Newton Capital Management Limited (NCM Ltd), Newton Capital Management LLC (NCM LLC), Newton International Investment Management Limited and Newton Fund Managers (C.I.) Limited. NCM LLC personnel are supervised persons of NCM Ltd and NCM LLC does not provide investment advice, all of which is conducted by NCM Ltd. Only NCM LLC and NCM Ltd offer services in the U.S. • BNY Mellon owns a 20% interest in Siguler Guff & Company, LP and certain related entities (including Siguler Guff Advisers LLC). • BNY Mellon Asset Management International Limited and any other BNY Mellon entity mentioned above are all ultimately owned by BNY Mellon, unless otherwise noted.

The Alcentra Group
BNY Mellon ARX
BNY Mellon Cash Investment Strategies
BNY Mellon Western Fund Management
Company Limited
The Boston Company Asset Management, LLC
CenterSquare Investment Management, Inc.
CenterSquare Investment Management Holdings, Inc.
The Dreyfus Corporation
EACM Advisors LLC
Hamon Investment Group
Insight Investment
Mellon Capital Management Corporation
Meriten Investment Management
The Newton Group
Siguler Guff & Company LP
Standish Mellon Asset Management Company LLC
Walter Scott & Partners Limited



BNY MELLON

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号
〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会
一般社団法人 日本投資顧問業協会