



債券投資家を待ち構えるのは追加の パンチボール、それともショック?

「私はパーティーが盛況の時にパンチボールを片付けるような人間だ」

— ウィリアム・マチェスニー・マーチン元 FRB 議長

By Thomas Higgins, PhD
Chief Economist and
Global Macro Strategist

David Leduc, CFA
Chief Investment Officer

Standish Mellon Asset
Management Company LLC

エグゼクティブ・サマリー

- 一部悪天候の影響とはいえ米経済の減速が見られたこともあり、投資家は金利上昇リスクに対し鈍感になっています。
- 今年は成長率やインフレ率が上向くのに伴い、金融政策に関する見通しに変化する可能性があります。
- FRB がフォワードガイダンスを「定量的」なものから「定性的」なものに置き換えているため、将来の金利動向に関する不透明感が増し、市場のボラティリティが高まることが懸念されます。
- 経済ファンダメンタルズが安定及び改善していることを踏まえ、引き続き米国の投資適格社債やハイイールド債へのエクスポージャーを保有すべきだと考えています。
- 新興国市場では地政学的リスクが短期的な見通しに影を落としています、新興国債券市場のバリュエーションは1年前に比べ魅力が高まっています。

Disappointing data has caused investors to become complacent about the risk of rising rates.

誰も話題にしないショック

2014 年初めに発表された米国の経済指標が失望を招く内容だったため、投資家は米長期金利の上昇リスクに鈍感になっています。実際、米国 10 年物国債の利回りは 2013 年 12 月に 3.0%強でピークを打った後、今年 3 月末時点では 2.75%前後に低下しました。しかし、今後は天候による景気抑制効果がなくなるほか、2013 年下半期に企業在庫が拡大した後に生産が回復しているため、今年春にはこうした状況が変化する可能性があります。

Rising inflation expectations could also contribute to volatility.

米連邦準備理事会（FRB）が3月18～19日の連邦公開市場委員会（FOMC）で量的緩和プログラム（QE）の段階的縮小を継続すると決めたことは、米経済に関するFRBの見方が当社の見解と同じであることを示しています。投資家は今のところ、FRBが今年末までにQEを打ち切り、2015年半ばまでに短期金利の引き上げに着手すると予想しています。しかし、年内に成長ペースが加速し、インフレ率が上向けば、金融政策に関する見通しも変化する可能性があります。

そのため、長期米国債利回りはFRBが初めてQE縮小を検討した昨年春と同様、再び急上昇するリスクがあります。さらに、FRBが労働市場に関する「定量的な」フォワードガイダンスを、総合的な経済指標や金融状況に照らして政策判断を下す「定性的」なガイダンスに置き換えれば、将来の金利動向に関する不透明感が増し、市場のボラティリティが高まることが懸念されます。

新興国債券やハイイールド債など個人投資家の保有が多い債券セクターは、債券ファンドから資金が流出するリスクがあるため、こうしたボラティリティの変動にさらされやすくなります。しかしながら、企業のファンダメンタルズが安定あるいは改善していることが引き続き投資適格債券やハイイールド債を支える要因となるほか、新興国市場のバリュエーションも昨年春以降、一段と魅力が高まっています。そのため、債券市場におけるこれらのセクターへのエクスポージャーを引き続き保有すべきだと考えています。

いつパンチボールを片付けるか

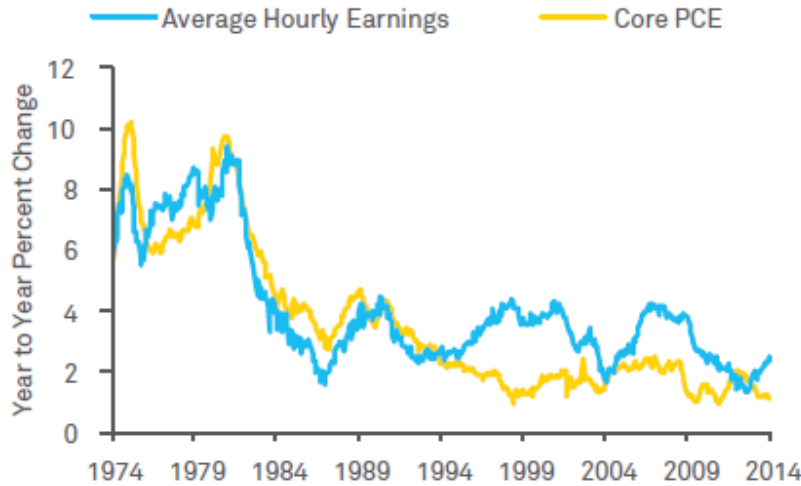
FRBは連邦準備法に基づき、「雇用の最大化、物価の安定、適切な長期金利の維持という目標を実現するため効果的な政策を進める」ことが義務づけられています¹。FRBは雇用の最大化とは失業率が5.2%～5.6%の状態、物価の安定については個人消費支出（PCE）デフレーターが2%近い水準だと解釈しています²。

FRBは2010年1月以降、雇用の最大化という目標達成に向けて著しい成果を上げ、820万人分を超える雇用を創出したほか、失業率は3%ポイント低下して6.7%となりました。それを受け、FRBは3月のFOMCで6.5%の失業率という政策変更の目安を取り下げ、その代わりに労働市場、インフレ期待、金融の動向に照らして総合的に判断するという「定性的な」ガイダンスを取り入れる方針を決めました³。FRBは当初、政策金利引き上げに着手するタイミングに関する透明性を高めるため、2012年12月に失業率に基づく目安を設定していました。しかし、それが取り下げられたことで、今後は明確な政策指針がなくなる結果、将来の金利動向が読みにくくなり、米国債市場のボラティリティが高まりかねないと懸念しています。

インフレ期待の上昇もボラティリティを押し上げる可能性があります。これまでのところ、FRBは長期的なインフレ目標の達成に苦しんでおり、PCEデフレーターは1%をわずかに下回る水準で推移しています。それはおそらく、失業率の低下にもかかわらずFRBが現時点で利上げを検討していない主な理由となっている模様です。

しかし、2013年にインフレ率を押し下げた一時的要因の一部が今年は逆に作用する見込みです。例えば、医薬品は相次ぐ特許切れにより過去40年以上で初めて前年比で価格が下落しました。さらに、賃金の伸びを示す一部指標が底入れしているばかりでなく加速していることを示す暫定的な兆しが現れ始めています。実際、時間当たり平均賃金(AHE)の伸び率は2012年10月に前年比1.5%で底をつけた後、2014年3月には2.1%まで上向きました。この指標は過去の実績からみて、食品とエネルギーを除いたコアインフレ率に80%の相関係数で2ヶ月先行しています。

Figure 1: Average Hourly Earnings Point to a Pick-Up in Core Inflation

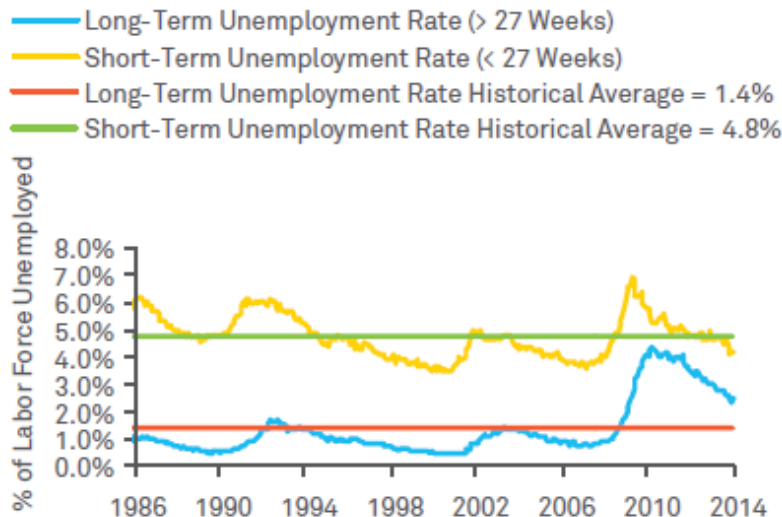


Source: The U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS) as of March 31, 2014.

Recent research supports our case that wage growth and inflation may be poised to accelerate.

ニューヨーク連銀とエコノミストのロバート・ゴードン氏が最近実施したリサーチは、賃金の伸びとインフレ率が加速する可能性があるという当社の見方を裏付けています⁴。彼らのリサーチにより、短期失業者（失業期間が26週以下）が長期失業者（同27週以上）よりも賃金の伸びやコアインフレ率の動きを左右する重要な要因となっていることが判明しました⁵。3月は失業期間が26週以下の人々の失業率は4.3%と、歴史的な平均である4.9%を下回りました。このことは、公式なU-3失業率（求職活動を断念した人やパート従業員を除外した失業率）が示すよりも、労働市場の緩みが少ないことを物語っています。

Figure 2: Less Slack in the Labor Market than Official Figures Suggest



Source: The U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS) as of March 31, 2014.

今年時間の経過とともにインフレ率を抑制している一時的要因が消滅し、賃金が緩やかに上昇すると見込まれることから、PCEデフレーターが安定し、緩やかなペースで上昇に向かい始めると予想されます。その結果、FRBは米経済がそれまで想定していたよりも長期的な潜在成長率に極めて近い水準で拡大していることを認識せざるを得なくなり、それに伴い金融政策に関する投資家の見通しも変化する可能性があります。

金融安定に関するFRBの懸念

市場のボラティリティを押し上げる可能性のあるもう一つの要因は、FRBが金融の安定について懸念していることです。FRBは過去10年足らずのうちに2度の資産バブルを招いたと批判されていることもあり、市場から膨大な米国債を買い上げていることが債券市場で3度目のバブルに火をつかかねないことに神経をとがらせています。FRBのジェレミー・スタイン理事は最近のスピーチで、金融政策決定のフレームワークに金融の安定を取り入れることが妥当だとの考えを明確に示しました。スタイン理事は「債券市場のリスクプレミアムに関する推定値が異常に低い状況においては、金融政策はあまり緩和的にすべきではない。つまり、失業率のトレンドが完全雇用の水準に到達していなかったとしても、それを前向きに容認すべきだという意味だ」と述べました⁶。

There are many ways to think about financial stability.

金融の安定については多くの考え方があります。最近の研究の一部は、金融レバレッジを重視すべきだと指摘しています⁷。しかし、レバレッジは測定が困難で、コントロールするには金融規制を通じて行う方が効果的です。スタイン理事はむしろ、金融の安定を資本市場の観点から見るべきだと主張しています。具体的に言えば、FRBは1) 短期米国債に対する長期米国債の予想超過リターンを示すタームプレミアム、2) 信用リスクのある債券（社債、資産担保証券など）の米国債に対する予想超過リターンを示す信用リスクプレミアム、の2つを注視すべきだと指摘しています。スタイン理事は、FRBが利上げに着手すれば、投資家が一斉に債券市場から逃げ出し、そのショックで過去数年に渡る信用スプレッド縮小による恩恵が台無しになる恐れがあると懸念しています。実際のところ、同理事は、自分の言う超過債券プレミアム（信用スプレッドから債券の予想デフォルト損失を差し引いた数値）が1四半期にわずか50ベースポイント上昇するだけで、その後4四半期に渡りGDP成長率が2%ポイント押し下げられると指摘しています。スタイン理事によると、それとは対照的に、タームプレミアムが縮小しても経済活動にとって目に見える効果は全く期待できません。

スタイン理事は超過債券プレミアムと景気減速の間に因果関係が存在しない可能性を認識しながらも、信用スプレッドの拡大が信用供給の減少を招き、経済活動のペースを鈍化させる可能性があるとの見方は妥当だと指摘しています。そのため、FRBがクレジット市場の過熱を防ぐため金融政策を用いることは適切だと考えています。スタイン理事は5月末でFRBを退任し、ハーバード大学で教職に戻る予定ですが、彼の見解は多くのFRB理事や地区連銀総裁に支持されています。その例外はジャネット・イエレン議長で、彼女は資産バブルが形成されつつある時にFRBはそれを把握及び追跡する必要があるとしながらも、バブルを防ぐ主な役割はマクロプルデンシャルな監視や規制に委ねるべきだと主張しています。イエレン氏は上院で開かれた指名公聴会の際、「資産価格の歪みに対処するツールとして金融政策を用いる可能性は排除しない。しかし、それは切れ味の悪いツールで、FRBは議会から雇用の最大化と物価安定という目標—それは本来、非常に重要な目標である—の達成に向けてそれらのツールを用いるよう求められているため、私は何よりもそれらの目標を達成するために金融政策を用いたいと考えている」と述べました⁸。

問題は、イエレン議長が金融安定の問題を巡って FRB の多数派を説得できるか、それとも内部のコンセンサス形成を重視しようとするかという点です。当社の見方は後者です。その結果、今後は FRB が金融安定についてコメントする機会が増えるでしょう。それでも、特に幅広い債券市場で資産バブルが形成される兆候がほとんど見られない状況においては、金融安定に関する懸念は、雇用の最大化と物価安定という FRB の使命の陰に隠れる形となりそうです。

Figure 3: Fed Voter Views on Using Monetary Policy to Address Financial Stability

Supporters	Detractors	Uncertain
Stanley Fisher, Vice Chair Nominee	Janet L. Yellen, Board of Governors, Chair	Lael Brainard, Board of Governors, Nominee
Jeremy C. Stein, Board of Governors	William C. Dudley, New York	
Jerome H. Powell, Board of Governors		
Daniel K. Tarullo, Board of Governors		
Charles I. Plosser, Philadelphia		
Richard W. Fisher, Dallas		
Narayana Kocherlakota, Minneapolis		
Loretta J. Mester, Cleveland		

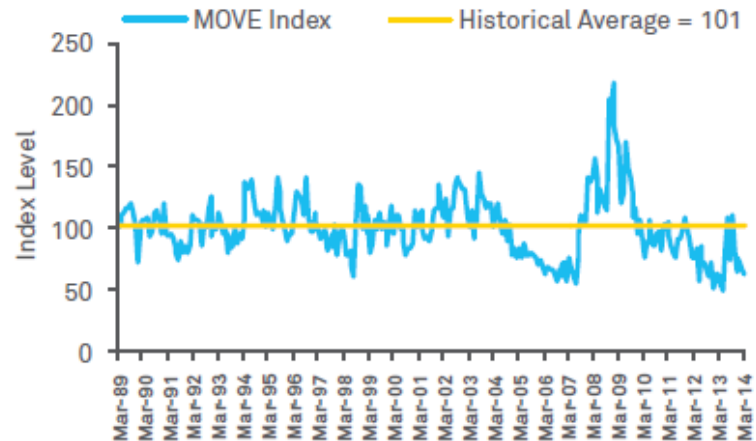
The Fed has already noted that monetary policy is not on a “preset course.”

Source: Standish as of April 3, 2014.

再び辿る「いつか来た道」

債券市場のボラティリティは、FRB が QE の段階的縮小に関する議論を始める前の 2013 年 5 月の水準に戻っています。米国債市場における将来のボラティリティに関する市場の見方を測る MOVE (メрил・オプション・ボラティリティ・エスティメート) 指数は、歴史的な平均を大幅に下回る水準にあります。しかし、天候が米国経済にもたらしたマイナス効果が薄れ始め、インフレ率が緩やかに上向き始めるのに伴い、そうした状況は変化する見通しで、金融政策に対する見方も変わりつつあります。実際、FRB はすでに金融政策は「既定路線」を辿ってはいないと指摘しています⁹。

Figure 4: Fixed Income Volatility has Fallen Back Near Pre-Taper Lows



Source: Bank of America Merrill Lynch as of March 31, 2014.

In the past, rising interest spreads, by themselves, have not tended to result in wider spreads in U.S. credit markets.

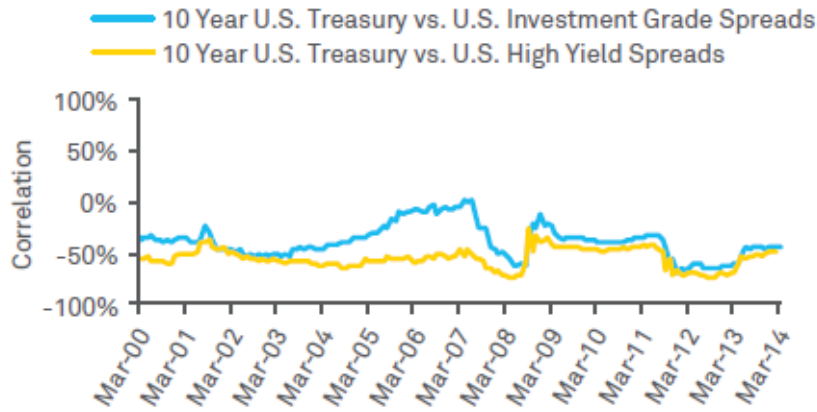
米国債市場に関する当社のモデルは、バリュエーションが依然として高い水準にあることを示しており、特にイールドカーブの長期セクターでそれが目立ちます。しかし、FRBによる利上げが少なくとも9ヶ月から1年先になるとみられることを考えれば、最近になって短期セクターが売り込まれ、イールドカーブがフラット化したことは、短期的に行き過ぎた動きである可能性があります。歴史的に見れば、2年物米国債利回りはフェデラルファンド金利の引き上げに平均で3ヶ月先行して上昇する傾向があります。

他の債券セクターを見れば、米国の社債は妥当な水準にあるようです。歴史的に、投資適格社債とハイイールド債のスプレッドは米国10年物国債の利回りと同様の関係にあります。つまり、米国債利回りが上昇すればスプレッドは縮小します。その主な理由は、金利上昇は経済ファンダメンタルズの改善に伴って起きるケースが多いことです。今回も、堅調な企業収益、低いデフォルト率、容易な借り入れ環境を踏まえれば、そうした動きが当てはまると思われます。

過去においては、金利上昇そのものが米クレジット市場のスプレッドを拡大させるという傾向は見られませんでした。むしろ、景気サイクルの最後にスプレッド拡大を招く要因は経済ファンダメンタルズの悪化です。しかし、現在の米国経済では、景気後退に先立つ特有の不均衡が生じている兆しはほとんど見られません。実際のところ、米国では住宅、消費、政府セクターにおいて、前回の景気サイクルで生じた不均衡の解消プロセスが進んでいます。

そのため、当社は米国債利回りが上昇すると見込んでいるにもかかわらず、米国の景気回復が持続するとの見方に基づき、信用スプレッドは比較的落ち着いて推移すると予想しています。FRBによる次の引き締めサイクルは、投資適格社債やハイイールド債のスプレッドがFRBの政策見通しの変化に伴って修正された後に縮小した1994年や2001年のような動きになると考えています。米国債市場のボラティリティ急上昇によって信用スプレッドが拡大する場面があれば、それはエクスポージャーを積み増す好機となる可能性があります。

**Figure 5: U.S. Corporate Spreads Tend to Tighten When Interest Rates Rise
(Correlation Analysis 36-month rolling)**



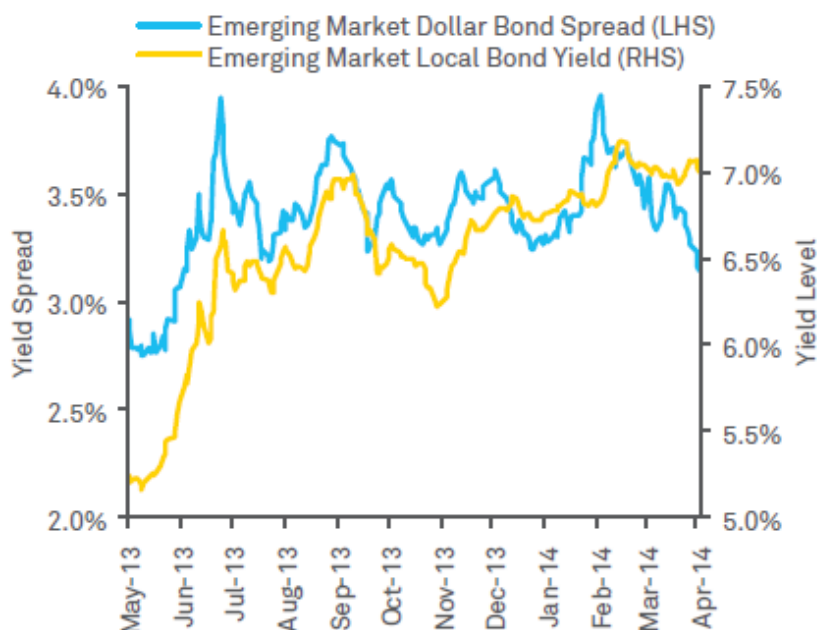
Our view is that stronger growth in the U.S. and other developed markets will gradually filter through to emerging markets.

Source: Standish as of March 31, 2014.

新興国市場のドル建て債券や現地通貨建て債券ほど FRB の政策見通しの変化によって大きな打撃を受けた債券セクターはありません。新興国ドル建て債のスプレッドは 2013 年 4 月の 290 ベーシスポイントから 2014 年 1 月に 390 ベーシスポイントまで拡大した後、縮小に向かいました。同様に、新興国の現地通貨建て債の利回りは 5.23% から 7.20% に上昇しました。その結果、特に現地通貨建て債をはじめとする新興国の資産クラスは、1 年前に比べバリュエーション面の魅力が高まっているようです。意外なことではありませんが、機関投資家のマネーが再び流入し、新興国の資産クラスを支えています。

今後については、中国の景気減速、トルコの政治的な汚職スキャンダル、ロシアやウクライナにおける地政学的不透明感が新興国市場の見通しに影を落としています。しかし、年内には米国や他の先進国の力強い成長が徐々に新興国市場にも広がり、投資家は見方を再検討することになるでしょう。それでも、投資対象を選別することは重要で、トルコなど構造的な弱さを抱えた国への投資は避けるべきです。むしろ、コロンビアやメキシコなど、同じような見方から不当に売られている国に焦点を当てるのが望ましいと考えています。

Figure 6: Emerging Market Local Debt Valuations Look Attractive



Source: JP Morgan as of April 3, 2014.

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