

# 債券市場レポート

2016年3月

「教訓の一つは、ボラティリティが高い状態に慣れる必要があるという点だ。金利が極めて低い水準にあるとき、資産価格のボラティリティは高くなる傾向がある…」

(欧州中央銀行 マリオ・ドラギ総裁)

## 様々な金融政策における投資機会

- ▶ 世界各国の中央銀行による政策は、中国、日本、および欧州で大胆な金融緩和が実施されるなど予想外の展開が続いています。
- ▶ 一方、米連邦準備制度理事会(FRB)は引き締め姿勢を維持していますが、利上げ見通しを引き下げています。
- ▶ 短期的には、強気な市場心理に乗じる投資機会があるとみています。
- ▶ 中期的には、ファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)が依然として厳しい状態にあるため、慎重な見方をしています。

## 中国は経済成長を優先

2月、中国人民銀行は予想に反して預金準備率を引き下げ、より積極的な金融緩和策に踏み切ることを示唆しました。政府当局が、長期的な構造改革よりも、当面の経済成長支援を優先していることは明らかです。今回の景気拡大を促進するための刺激策は、その代償として財政リスクが高まる公算が大きく、場合によっては信用が失墜する可能性もあります。2020年までに(2010年の水準と比較して)1人当たりの所得を2倍にするという政府の主要政策目標を達成するためには、今後少なくとも6.5%の経済成長を確保しなければなりません。従って、国内経済の勢いが弱まるなか、中央銀行はさらに大規模の景気刺激策をとると予想します。G3(日・米・EU)中央銀行による景気刺激策が世界経済の需要を著しく押し上げない限り、中国では追加緩和策が実施されることになるでしょう。

## 日本はマイナス金利を導入

日本銀行(日銀)も予想外の動きに出ました。1月、日銀は銀行の超過準備にマイナス0.1%を適用することを決定し、未踏の領域に足を踏み出しました。また、日銀は一段の利下げの可能性を示唆し、日本国債購入に際しての下限利回りを撤廃するなど、ハト派的な姿勢を示しました。日銀の狙いは、債券利回りの低下と円安を通じて消費と投資を刺激し、日本経済を回復させることにありました。しかしながらマイナス金利の導入は、金融機関が受ける悪影響が懸念されているために意図した効果が表れていません。市場でマイナス金利が否定的に受け止められたことを受け、日銀は3月の金融政策決定会合では、政策手段としてマイナス金利を重視する姿勢を弱めました。もっとも、日銀がインフレ期待にかかる予想を引き下げたことを踏まえると、追加刺激策が株式の買い入れやマネタリーベースの拡大を通じて実行される可能性が高いことがうかがえます。

## 欧州はデフレとの闘い…

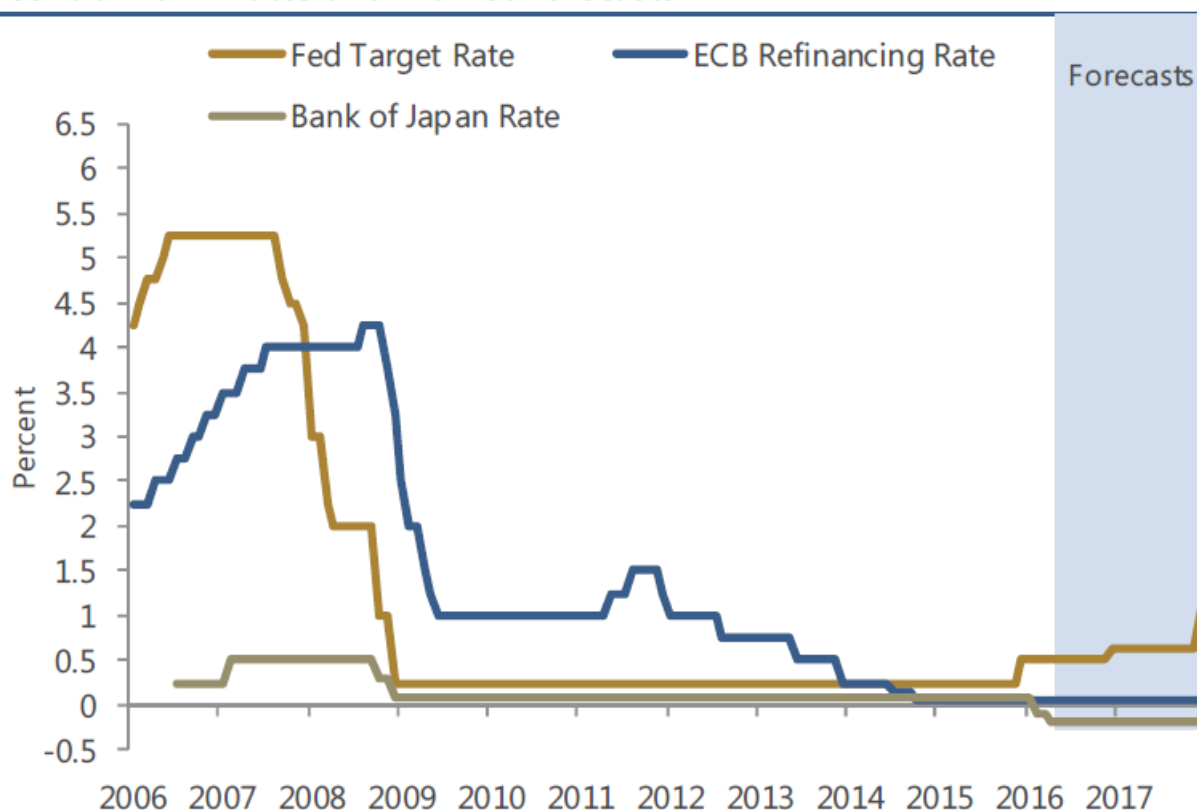
当月、欧州中央銀行(ECB)は市場予想を上回る行動に踏み切りました。脆弱な世界経済情勢を踏まえるとユーロ圏の物価はさらに低下する可能性があるとして指摘し、追加金融緩和策の実施を決定しました。今回の金融緩和策には、大きく4つの要素

が盛り込まれています。即ち、「中銀預金金利の 0.1%引き下げ」、「銀行への新しい貸出プログラム(LTRO:長期資金供給オペ)」、「1ヵ月当たりの資産買い入れ額を 200 億ユーロ増加することによる量的緩和策の規模拡大」、そして「量的緩和策の資産買い入れ範囲を拡大し、銀行以外の企業が発行する投資適格社債を対象に含める措置」です。ドラギ総裁は、ユーロ圏内において成長および物価上昇が欠落しているという事態に対し、既に打てる手段をすべて打ったようにみえます。ECB は今後金融緩和策を実施する場合のハードルを高く設定していること、そして追加刺激策を実施しても効果が出るか不透明であるという懸念は拭えないことから、追加緩和策が実施される可能性は低いと考えます。

### …そして FRB はハト派的な姿勢を強めている

1 月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) 以降、世界の金融市場は、各国で緩和策が実施されていることを背景に回復しました。米国の資金調達条件が緩和されたほか、インフレ期待は調査でみても市場で織り込まれている水準を見ても高まっています。さらに、米ドル安が進行し、世界的にボラティリティも落ち着きを取り戻しました。米国内のファンダメンタルズは改善基調にあり、例えば、失業率が 5%を下回るなど労働市場が好調であることに加え、インフレも FRB が目標とする 2%に向けて上昇基調にあります。もっとも、FRB 高官は世界経済情勢を引き続き懸念しており、世界の金融動向が米国経済の脅威になっていることを認識しています。FRB は FF 金利引き上げに向けた道を今も歩んでいますが、FRB の発言からは、将来に対して慎重な見方をしていると窺えます。FRB は GDP 成長率に関する予測を下方修正したほか、2016 年の利上げ回数予測も、昨年 12 月の会合時には 4 回としていましたが、3 月の会合では 2 回に引き下げています。

## Central Bank Rates and Market Forecasts



Source: Thomson Reuters Datastream, market forecasts as of March 2016

### 短期的には絶好の投資機会が存在する

世界の大半で金融緩和策が相次いで発表されており、市場ではリスク資産市場の上昇が再び支配的になる素地が整っています。世界経済に対するテールリスクが低い状態にあるなか、金融政策が事実上、コモディティ価格に下限を設ける役割を果たしています。こうした状況は、コモディティ自体の価格を押し上げるのみならず、コモディティ生産への依存度が高い国のソブリン債、準政府機関債及び社債のリターンを下支えする効果を発揮しています。また、ECBによる国債と社債両方の買い入れ拡大を受け、欧州周縁国のソブリン債及び社債の価格も上昇しました。こうしたリスク資産に対する投資意欲の高まりは米国市場にも波及し、2016年初めに拡大した投資適格社債とハイイールド債のスプレッドは縮小に転じました。

### 中期的にはリスク資産市場について慎重な見方を維持

日本、中国、および欧州における金融政策による流動性注入の拡大は、短期的に投資機会を創出するとみています。しかしながら、中期的には世界経済の見通しはダウンサイドに傾いていると引き続き考えています。例えば、中国が追加緩和策に踏み切ったにもかかわらず、中国ならびにその周辺地域のマクロ経済または通貨に関する予測はほとんど変わっていません。中国政府が経済成長を重視しているため、より大規模の財政支出が見込まれており、我々が予想する「ロングランディング」シナリオ（ハードランディングの回避）が有力であることが改めて確認されました。以上より、中国経済を立て直すための景気刺激策を支援するため、さらなる中国人民元切り下げが行われると予想します。この一年、人民元の切り下げがあると、世界的に信用スプレッドのボラティリティが高まるという流れが確立されてきたため、短期的に信用スプレッドが安定したとしても、中期的には再び圧力にさらされる可能性があるとの弱気な見方を維持しています。

### 投資機会

短期的な見通しの改善を受けて、ポートフォリオのリスクは各リスクバジェット（許容リスク量）の下限近くにあり、リスクを追加する余地があります。私たちは諸々の投資機会を活用する一方、長期保有を前提とするクレジット投資（社債等）に対して慎重な姿勢を崩していません。企業の財務レバレッジは高く、収益も減少基調にあることから、現在は信用サイクルの終盤にあることがうかがえます。社債ポートフォリオについて、より高格付け銘柄へ多くの資金を振り向けてきました。一方、中国の景気減速の構造的原因がまだ解消されていないため、コモディティ関連銘柄については慎重な見方を維持しています。非投資適格へ引き下げられる発行体の増加、債務不履行の増加ならびにコモディティ関連セクターにおける回収率低下を予想し、ハイイールド債への配分を減らしています。新興国市場においては、現地通貨建て及び米ドル建て債券に割安なものがあるとみていますが、新興国市場のコモディティ関連銘柄は今後もボラティリティが高くなると考えます。

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

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会