

## CIO の見解：年内は世界的な不透明感と

### 利回り追求スタンスが市場を左右

2012 年 8 月

デビッド・レダック、CFA  
最高投資責任者  
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  
(スタンディッシュ)

#### エグゼクティブ・サマリー

スタンディッシュのデビッド・レダック最高投資責任者は、今年上半期の市場動向を振り返り、欧米の財政を巡る不透明感や中国の景気減速が年内の市場を圧迫する要因になると予測しています。また、欧州の債務危機が依然として政策当局者にとって大きな課題となっている中、政府債の「安全な投資先」という概念が変化していると指摘しています。今や先進国のソブリン債への投資に際し信用リスク分析が重要な要因となっている一方、世界の金融市場では世界経済や政策を巡る不透明感と、利回り追求意欲の綱引きが続いています。利回りを求める投資スタンスは、引き続き「安全な」資産や強力なファンダメンタルズを持つ一部クレジットセクターの高いバリュエーションを支える見込みです。世界の債券マネジャーは、先進国における持続的なレバレッジ解消プロセスを背景に、世界の経済成長は引き続きトレンドを下回るペースにとどまると予想しています。クレジット市場はファンダメンタルズ面から依然として魅力的であるものの、多くのセクターで収益のモメンタムがピークを打ち、バリュエーションに関する警戒感が高まっているとレダックは指摘します。スタンディッシュの世界経済見通しにとって、欧州の債務危機、米国における「財政の崖」、中国の景気減速が引き続き主なリスク要因となっています。

---

“国家は破綻しない” — ウォルター・リストン、元シティコープ会長 1967-1984 年

#### “安全な” 債券

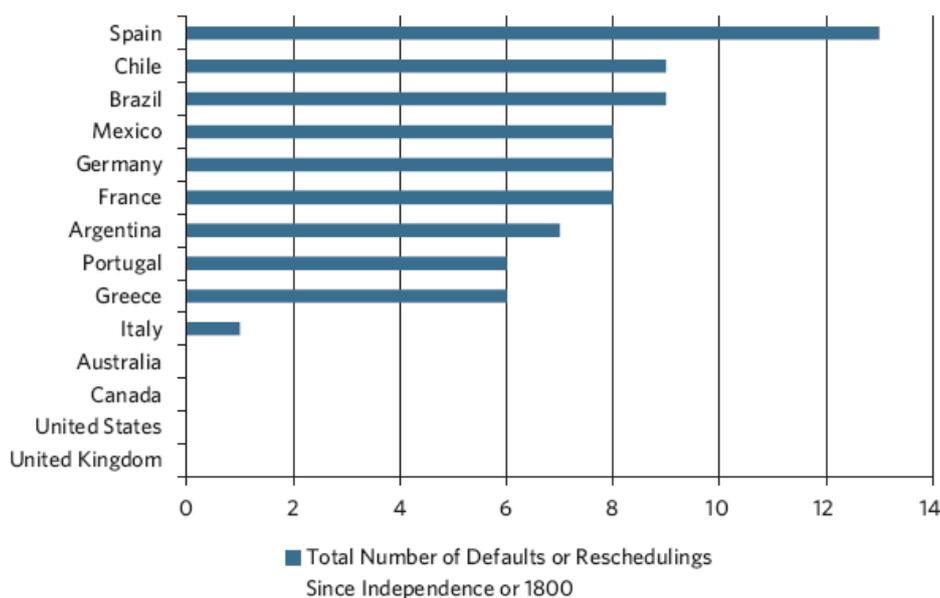
債券は、証券の発行体が元本の返済や利払いを通じて投資リターンを約束してくれる資産クラスです。債券投資に伴うリスクを区分けする方法は数多くありますが、どんな場合でも 2 つの大きなリスクが存在します。それは約束が守られないリスク（デフォルトリスク）と、約束されたリターンが長期的にモノやサービスの価格変動に追いつかないリスク（インフレリスク）です。投資家はいかなるタイプの債券を購入する際も、それらのリスクを見極める必要があります。

しかしながら、歴史を振り返れば、投資家がソブリン債のデフォルトリスクに無頓着になった時期が何度もありました。例えば、スタンディッシュは現在米国の一部である南部連合国が 1864 年に発行した債務証券を保有していますが、当時、オランダの投資家が購入したこの債券の利回りは年 6%で、利払いは 1 度だけでした。1800 年代半ばに世界を支配し、現在の米国以上とは言わないまでも同じくらい「安全な投資先」とみなされていた英国が発行した債券の利回りは 3.3%でした。つまり、投資家は、当時国家の存続をかけて争っていた成り上がり国の債券にわずか 270 ベーシスポイントのプレミアムで喜んで投資していたのです。債券が発行された時は南北戦争が 4 年目に入り、南部連合国はすでに勝ち目が薄れていました。その前年夏にはゲティスバーグ

の戦いで北軍が勝利を収め、南部連合国が首都としていたバージニア州リッチモンドに迫ろうとしていました。

果たして、当時のオランダの投資家は、現在のスペイン債に対するプレミアム（ドイツ債との対比）である 500-600 ベーシスポイントの半分程度のプレミアムで、デフォルトリスクが十分にカバーされると心から信じていたのでしょうか？ シティコープが 1970 年代の中南米ブームのピーク時に多額の資金を貸し込んだのと同様、彼らはおそらくソブリン債にはデフォルトリスクがないと思っていたのでしょうか。しかし、ご承知のように、現実には数多くの国家が破綻しています。実際、スペインだけでも 1800 年から 2008 年までの約 2 世紀の間に 13 度のデフォルトを起こしています。同じ期間に、欧州では全体でデフォルトや債務再編が 73 回ありました。2012 年まで期間を延ばせば、最近のギリシャによる債務再編が加わり、その数は 74 回となります。<sup>1</sup>

Exhibit 1 - Sovereign Defaults Happen



Source: Reinhart and Rogoff 2009 and Standish 2012.

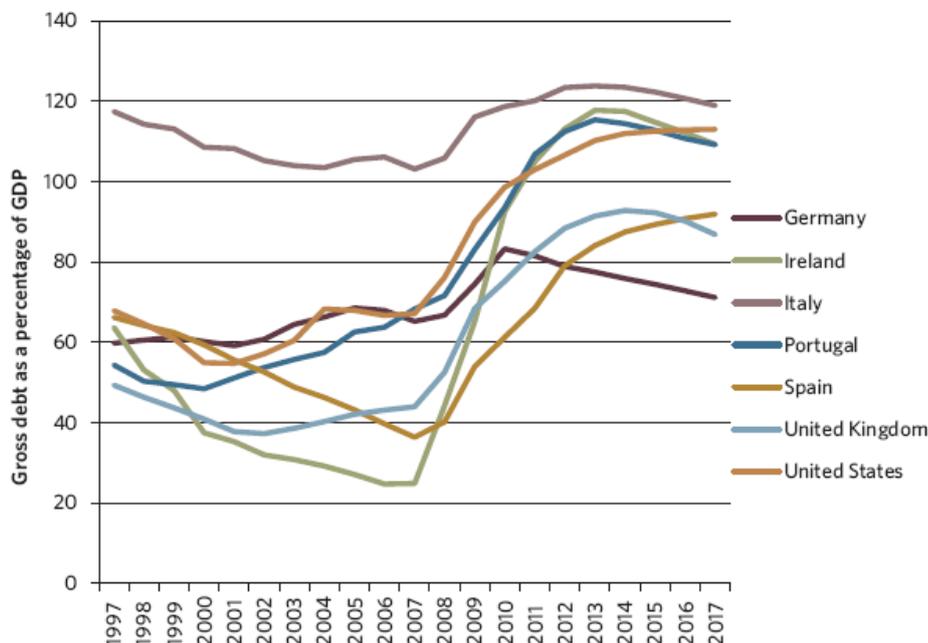
こうした記録にもかかわらず、過去 20-30 年に渡り、先進国の債券利回りには主に経済見通しやインフレ率が反映されており、ソブリン債のデフォルトリスクは、概ね新興国に関する懸念材料に過ぎませんでした。しかし、先進国の債務残高が平均で GDP の 100% を突破し、2008 年の世界的金融危機以前に比べ約 25% ポイントも上昇した今、その状況は明らかに変化しています。<sup>2</sup> それは欧州ばかりでなく、すべてのソブリン債のリターンに影響を及ぼしています。

スタンディッシュはカントリーリスクを評価するため独自のリサーチを行っており、先進国市場と新興国市場双方について、デフォルトや格付け変更に関するリスクを評価するためファンダメンタル分析と独自の定量モデルを組み合わせています。ソブリンの信用リスクに対する懸念の高まりで、「安全」とみなされている国の数が減少しています。このことは、ドイツ連邦債、英国債、米国債の利回りが弊社の推定する適正水準を 150-200 ベーシスポイント下回っているにもかかわらず、それらが依然として投資家の人気を集めている主な理由となっています。

この傾向は、欧州の緊張が和らぎ、一部の「安全な」市場における債務ダイナミクスに投資家の関心が集まり始めるまで続くと思われます。ドイツでは、欧州通貨統合を維持するため多額のコスト負担を強いられるとの見方から、すでに政府債利回りに若干の圧力がかかっています。一方英国と米国では、財政の悪化により「安全」を

求める資金フローに変化が生じる可能性があります。国際通貨基金によると、英米の GDP に対する債務残高の比率は、2014 年までスペインを上回る水準が続く見込みです（グラフ 1 参照）。こうした動きは、世界の債券市場で資産を保全しようと考えている投資家に多くの問題をもたらします。とはいえ、健全なファンダメンタルズが引き続き高水準のバリュエーションを支えている他の債券セクターには、依然として投資価値があると思われます。

Exhibit 2 - Find the "Safe Haven"



Source: International Monetary Fund as of July 2012.

### 上半期の経済予測レビューおよび下半期の見通し

スタンディッシュでは、世界の債券市場における価値の追求は、世界経済に関するトップダウンのマクロ経済予測から始まります。2012 年上半期の世界経済に対する弊社の見通しはかなり正確でした。世界の成長率は 2012 年の弊社見通しである 3.3%に概ね沿った水準で推移しており、景気の弱い地域は欧州に集中していました。欧州の景気悪化による影響を免れた国はありませんでしたが、上半期は予想通り、世界の経済パフォーマンスの明確が分かれました。それに加え、アジアや中南米の新興国は欧州の危機による影響を最も受けにくいという弊社の見通しは的確だったことが明らかになりました。さらに、FRB や ECB、中国人民銀行がいずれも上半期にさらなる金融緩和策を講じるとの見方も、その通りとなりました。

弊社の予測が最も大きく外れたのは世界のインフレに関する見通しです。イランとイスラエルの緊張に起因するエネルギー価格の上昇により、インフレ率は弊社の予想以上に高水準で推移しました。米国における深刻な干ばつが世界の食料価格、特にトウモロコシに及ぼす影響を考えれば、総合インフレ率は 2012 年下半期も高止まりする可能性があります。しかし、消費需要や労働市場の低迷から、食品とエネルギーを除いたコアインフレ率は落ち着いた動きが続く見込みです。一方、弊社は上半期の中国経済の急激な減速ペースについて、甘く見積もりすぎていた模様です。中国経済はハードランディングを回避できるとの見方に変わりはありませんが、2012 年通年の成長率見通しは 8%から 7.5%に引き下げました。

上半期に予測を困難にした問題の多くは、下半期になっても引き続き不透明感を高める要因となっています。弊社は特に、欧州情勢、米国の「財政の崖」問題、中国の成長鈍化リスクを引き続き懸念しています。ECB が最近、欧州金融安定基金（後に欧州安定メカニズムに衣替える予定）に支援を要請したユーロ圏諸国の短期債を買い

入れる方針を表明したことは、大きな意味を持つ可能性があります。しかしながら、そうした行動は、ユーロ圏諸国の構造改革や、ユーロ圏共同債の発行を伴う銀行同盟や財政同盟の創設に向けたロードマップの代わりとなるものではありません。

米国で大統領選挙が近づき、「財政の崖」を巡る論争が過熱するのに伴い、今後は市場の焦点が欧州から米国にシフトする見込みです。弊社は「財政の崖」問題について、4,500億ドルに上る増税や支出削減が全面的に実施される事態を回避するため、議会が何らかの行動を取るとの見方を基本的なシナリオとしています。しかし、議会は決着を土壇場まで先延ばしする可能性が高いため、下半期は消費者や企業の信頼感が打撃を受け、経済成長にも悪影響が及ぶ恐れがあります。もっとも、それは新たに生じたリスクではないため、2012年の世界のGDPが3.3%拡大するとの見方に変わりはありません。2013年には「財政の崖」問題が回避され、欧州の景気悪化に歯止めがかかるとみられるほか、主要中央銀行による協調行動が世界の需要を押し上げ始めるため、成長率は3.5%にやや加速すると予想されます。

## 2012年の投資機会

経済見通しと同様、弊社は下半期の投資スタンスも1月に示した見通しから大きくは変更していません。米国の社債、証券化商品、一部の新興国通貨は、強力あるいは安定したファンダメンタルズを背景に引き続き有望だと考えています。しかし、市場が上昇してきたため、今年初めに比べればバリュエーション面の魅力が薄れているほか、上半期はマクロ経済見通しに対するリスクも解消されませんでした。そのため、これまで力強いパフォーマンスを上げてきたセクターに対する強気のスタンスを引き下げる一方、依然として魅力的なリターンが期待できるデュレーションが短く中程度の質を備えた債券や消費者ローン担保証券などを選好しています。

弊社は新興国市場の成長率が今後も先進国を上回るとの見方にに基づき、引き続き現地通貨建ておよび外貨建て双方の新興国債券で投資価値を追求しています。メキシコペソなど一部の通貨は依然として過小評価されていますが、それらのパフォーマンスは世界的なリスク志向との連動性がかなり高くなるとみています。証券化セクターへの投資は引き続き魅力的で、米国の消費者ローン関連のストラクチャード資産や政府機関発行のモーゲージ証券は、債券ポートフォリオにとって、安定して高い流動性を備えた好ましい資産となる見込みです。

今年初めに指摘したように、政府機関発行のモーゲージ証券は、FRBが目指している低水準で安定した金利環境による恩恵を受ける見込みです。また、FRBはモーゲージ担保証券を対象とする追加的な量的緩和策を講じると発表されました。欧州に関しては緊縮プログラムや周縁諸国の資金ニーズなどを巡る政策が依然として懸念されていますが、スロバキアなど経済見通しが安定した国や、アイルランドなど財政ダイナミクスが改善している国に投資機会があります。それにもかかわらず、政策に関する不透明感は依然として極めて強く、予想にも不透明感をもたらしています。そのため、一部の欧州周縁国のソブリン債および銀行のシニア債や劣後債といった、ファンダメンタルズが悪化している資産への投資は避けるべきだと考えています。

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〕 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