

政策の当たり外れが 2013 年の 世界の債券市場を左右 (パート I *)

トーマス D. ヒギンス、PhD

グローバル・マクロ・ストラテジスト
スタンディッシュ・メロン・アセット・
マネジメント LLC

We believe the global
economic recovery
will remain on track in
2013 as the benefits of
accommodative monetary
policy continue to feed
through to global demand.

エグゼクティブ・サマリー

スタンディッシュのグローバル・マクロ・ストラテジスト、トム・ヒギンスは、2013 年は世界の実質 GDP 成長率が平均 3.3%となり、2012 年の 3.1%から若干上向くと予想しています。物価上昇圧力は世界的に落ち着いて推移する見通しで、インフレ率は中南米とアジア新興国を除くすべての主要地域で低下するとみられます。スタンディッシュの見方では、世界経済の見通しにおける最大のリスク要因は先進国の政治的不透明感で、レバレッジ解消プロセスは民間セクターから政府セクターにシフトしています。米国、ドイツ、英国では金融政策の効果が現れ始め、国債の利回りが緩やかに上昇する見込みです。良好な経済ファンダメンタルズを背景にアジア新興国や中南米への資本流入が予想されるため、新興国通貨はやや上昇するとみられます。

2013 年の世界マクロ経済見通し

各国の金融緩和が引き続き世界の需要を刺激しているため、2013 年も世界的な景気回復が持続する見込みです。しかしながら、特に年初は、緊縮財政政策が先進国の経済活動を圧迫することが懸念されます。年後半については、欧米経済に影響を及ぼしている主な政策課題を巡る不透明感が払拭されるとの期待から、楽観的な見方を強めています。

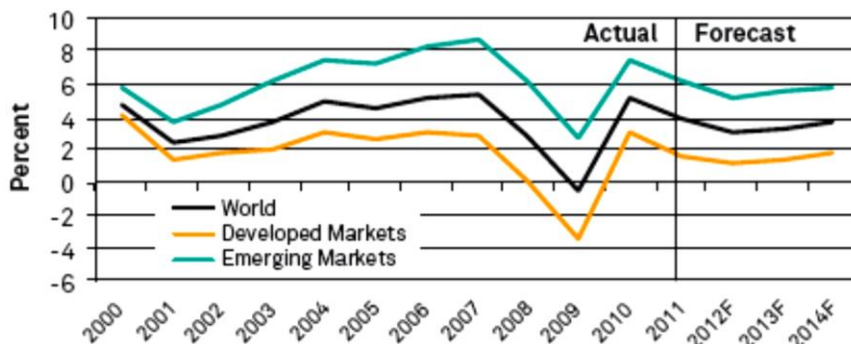
新興国ではマクロ経済の不均衡が小さい上、経済情勢が悪化した場合は景気刺激策を講じる余地があるため、引き続き先進国よりも好調に推移すると予想します。2013 年上半期は外需の弱さが輸出依存度の高い一部アジア諸国の成長を圧迫するかもしれませんが、中南米では健全な内需が景気を支える要因となりそうです。東欧はユーロ圏諸国との関係が強いため、新興国地域で最も大きな困難に直面する可能性があります。

*スタンディッシュの 2013 年の見通しパート II は、1 月後半に公表する予定です。

The negative effects of the policy uncertainty in Washington could be partially offset by positive developments in the U.S. housing market.

全般的に見れば、2013年の世界の実質 GDP 成長率は平均 3.3%に達し、2012年の3.1%を若干上回ると予想しています。世界経済の成長を牽引するのは新興国で、2013年は先進国の成長率がわずかに 1.2%にとどまるのに対し、新興国の成長率は 5.2%に達する見込みです。世界の物価上昇圧力は抑制された状態が続き、インフレ率は中南米とアジア新興国を除くすべての主要地域で低下するでしょう。先進国国債の債利回りは極めて低い水準にあります。こうしたマクロ経済環境を考えれば、金利は 2013年もわずかな上昇にとどまる見込みです。新興国通貨に関しては、好調な経済ファンダメンタルズが先進国からの資金流入を招くとみられるため、やや上昇すると予想しています。

Exhibit 1 – Global Growth Remains Middling



Source: International Monetary Fund and Standish, as of December 2012.
F = Forecast

米財政政策と金融政策の不一致

弊社の世界経済見通しにとって大きなリスク要因は、大半が政策面の問題です。米議会とオバマ政権は 1 月 1 日になってようやく「財政の崖」回避策で合意しましたが、2013年に税制や社会保障給付プログラムの改革で両者が包括的な合意に達する可能性は低い模様です。その結果、「財政の崖」回避に伴う高揚感が一服すれば議会内の対立は再び激しさを増し、2013年上半期の消費支出や企業による投資を圧迫する要因となるでしょう。最終的には、議会は抜本的な問題解決とはほど遠い長期の財政改革プランで妥協する可能性が高く、現行のメディケアや社会保障プログラムを長期的に存続させることは難しいと思われま

米国を巡る不透明感から生じるマイナスの影響は、住宅市場の着実な回復によるプラス効果で幾分相殺される可能性があります。米国の住宅市場は過去 1 年間販売や着工件数が着実に回復してきたほか、住宅価格も安定の兆しを見せています。住宅価格の上昇に伴う資産効果は家計のバランスシートを強化し、消費支出にも多少の恩恵をもたらす見込みです。一方、民主党と共和党の間には法人税の改革についてある程度の共通理解がある模様で、それが財政問題に関する不透明感から設備投資を先送りしてきた企業による潜在的な需要を表面化させる可能性があります。

FRB は潤沢な流動性供給を通じ、上向き始めた民間需要を持続可能な回復につなげるため、最善の努力を尽くすとみられます。FRB が量的緩和第 3 弾 (QE3) の一環として現在のペースで債券買い入れを続ければ、モーゲージ債と米国債を合わせた 2013年の買い入れ額は 1 兆ドルに達する見込みです。FRB は雇用の見通しが「著しく」改善するまで QE を継続する方針を表明しています。

12月の米失業率は前年比1%ポイント低下して7.8%となりましたが、低下幅の半分近くは求職を断念して労働力にカウントされなくなった人々が増えたことによるもので、FRBは雇用情勢が大幅に改善したとは受け止めていません。しかし、2013年はこうした状況が変化する見通しで、労働参加率が安定し、失業率は徐々に低下して年末には7.4%になると予想しています。その時点では、FRBにとってバランスシート拡大策を打ち切りやすくなり、金融政策は初めて引き締め方向に向かう可能性があります。そうなれば、米国債利回りは緩やかに上昇に向かい始める見通しで、弊社は2013年末の10年債利回りが2.5%前後に達すると見込んでいます。

2013年は米国債利回りが緩やかに上昇すると見られる一方、フェデラルファンド金利については、2014年末まではFRBによる引き上げが行われないものと予想しています。FRBは12月のFOMCで、「少なくとも失業率が6.5%を上回る水準で推移し、1-2年先のインフレ率見通しがFOMCの長期的な目標である2%を0.5%ポイント以上上回る水準とならない限り」、短期金利を異例の低水準に維持することが適切だ、との考えを表明しました。

弊社の見通しに基づけば、2013年の米経済は財政が重しとなり平均1.5%の成長にとどまる見込みですが、2014年にはトレンド並みの2.2%に向けて成長が加速すると思われる。労働参加率が徐々に上向き、雇用も着実に増加すると想定すれば、失業率はFRBが予想しているよりも約6ヶ月早い2014年12月までに6.5%に低下するでしょう。金融政策がいずれ正常化されるとの見方が市場に広がれば、失業率がFRBの基準に近づくのに伴い、市場のボラティリティが高まり始めると考えられます。

ユーロ圏の政治リスクと改革疲れ

問題点は異なりますが、ユーロ圏にも高い政策リスクがあります。2013年に予想される主なイベントとしては、スペインによる欧州安定メカニズム(ESM)との覚書に基づく支援要請、欧州中央銀行(ECB)による証券買い入れプログラム(OMT)発動、イタリアやドイツの総選挙などが挙げられます。

スペインは2013年に多額の債務を借り換える必要があるため、第1四半期にESMによる流動性支援プログラムを要請するとみられます。それが承認されれば、ECBはOMTプログラムに基づき、スペインの借り入れコストを引き下げため1-3年物のスペイン国債買い入れに着手する見込みです。ポルトガルやアイルランドがスペインよりも先に支援要請に踏み切る可能性はほとんどないため、ユーロ圏周縁国全体の借り入れコストが低下した場合はスペインが支援要請に追い込まれる可能性が低くなるかもしれませんが、それはメインシナリオではありません。また、スペインが支援要請しても、1つあるいはそれ以上のユーロ圏加盟国がそれを拒否したり、ECBが周縁国の借り入れコスト引き下げにつながるほど積極的な証券買い入れを行わなかったりするリスクもあります。しかしながら、現時点ではそうしたシナリオも実現の可能性は比較的低いと考えられます。

Based on our projections, the U.S. economy will grow at an average rate of just 1.5% in 2013 because of the fiscal drag, but growth should accelerate back toward its trend rate of 2.2% in 2014.

Our forecast for euro area real GDP growth is flat for 2013, with a modest acceleration to 0.8% growth in 2014.

イタリアのモンティ首相が辞任を表明し、2月に総選挙が実施されることになり、ユーロ圏に新たな不透明要因が加わりました。イタリアの総選挙を受け、中道左派主導の連立政権が樹立されるとみられますが、誰が首相に就任するかは不透明です。脆弱な政権が誕生すれば、改革の先行きに暗雲が広がることとなります。秋に予定されているドイツの総選挙については楽観視しており、選挙後は大連立が成立する可能性があります。厳しい政策決定は政権に加わるすべての政党による合意が必要なため、大連立は非常に好ましい動きです。

他の要因に変化がない限り、これらの政治リスクが終息に向かえば、リスク資産の価格は徐々に回復すると思われます。しかし、予期せぬイベントが起きて政策運営が予想通りに進まない場合、ボラティリティが一段と高まるリスクへの警戒が必要です。その場合は、リスクの高い周縁国市場から資金が流出するとみられるため、質の高い先進国のソブリン債が買われ、特に米国債、ドイツ連邦債、英国債が最も大きな恩恵を受けるでしょう。ユーロ圏周縁国の利回りスプレッドは年間を通じて幅広いレンジで推移するでしょうが、それらの国々の債務状況が改善し、政策当局が市場の圧力を受けて行動を迫られれば、スプレッドは徐々に縮小するとみられます。2013年のユーロ圏実質GDP成長率の弊社予測は横ばいですが、2014年は0.8%に若干回復すると予想しています。この見通しには、金融緩和の継続性、構造改革、世界的な需要回復などの進展度合いによって、大きな変動が生じるリスクがあります。

好調な新興国市場

新興国市場はかつて、現在先進国市場を圧迫しているような政治的不透明感に悩まされてきましたが、すでにそうした状況から抜け出しています。むしろ、新興国にとっては、先進国の低成長が世界的な需要に及ぼす悪影響が主な懸念要因となっています。特に、それは輸出依存度の高いアジア新興国にとって強い逆風となっており、同地域における最近の購買担当者景気指数は強弱まちまちで、2013年に生産や輸出が明確に回復する兆しは現れていません。

アジア諸国は総じて、必要に応じ財政や金融の面で景気刺激策を講じる柔軟性を備えています。しかし、世界的に潤沢な流動性や同地域における賃金上昇などに伴うインフレリスクがあるため、世界経済が急激に悪化しない限り、利下げは行われたいものと思われます。国別に見れば、インドネシアとフィリピンの見通しが明るい一方、ベトナム経済の短期的な見通しについては慎重にみています。アジア地域全体では2013年の実質GDP成長率が7.1%となり、2012年の6.9%をやや上回ると予想しています。

中南米地域では、メキシコ、ペルー、チリなどの成長ペースは引き続き予想を上回っています。コロンビアは成長が鈍化しましたが、来年は依然として潜在成長率に近い成長を遂げると予想されます。中南米で最も高い成長が見込まれるのはペルーで、成長率は 6%を上回る見込みです。メキシコ、ペルー、チリは、いずれも成長率が 4%以上に達すると思われま。成長の牽引役となっているのは引き続き内需で、純輸出も成長を支えています。弊社は引き続きメキシコに期待しており、新政権による健全な財政運営、信頼性の高い金融政策、改革のモメンタムがメキシコ経済の支援材料となっています。それとは対照的に、ブラジルについては政策ミックスが好ましくないため、引き続き慎重にみています。最近の経済指標はブラジル経済が 2012 年に底を付けた可能性を示唆しているため、2013 年上半期はやや回復に向かう可能性があります。アルゼンチンとベネズエラは政策や組織的な問題を抱えているため、今後も低迷が続く見込みです。

Recent data suggest the Brazil's economy might have touched bottom in 2012, so some acceleration might be expected in the first half of the 2013.

東欧に関しては、おそらくユーロ圏のリスクを最も受けやすい新興国地域だと思われま。ユーロ圏との貿易の急激な落ち込みが、すでに東欧の経済成長に悪影響を及ぼしています。しかも、西欧の銀行によるレバレッジ解消の動きが東欧への資本フローを妨げ、多くの国で信用の伸びが鈍化しています。ハンガリー政府などが深刻な財政難や債務管理の問題に直面していることを考えれば、この時期に信用へのアクセスが困難になっているのは特にタイミングが悪いと言えます。そのため、2013 年は新興国地域の中で東欧のパフォーマンスが最も悪くなる見通しで、成長率は 2.4%にとどまると予想しています。一方、ロシアや他の旧ソ連邦諸国は豊富な原油及び天然ガス資源のおかげで好調な成長が予想され、2013 年は 4.3%の成長を遂げる見込みです。

Exhibit 2 – Global Growth Forecast

Jan 2013	Standish						IMF					
	Real GDP			CPI			Real GDP			CPI		
Survey	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F
United States	2.1	1.5	2.2	2.0	1.8	1.7	2.2	2.1	2.9	2.2	1.8	1.7
Japan	1.7	1.0	0.6	-0.1	0.0	2.2	2.4	1.2	1.1	-0.2	0.3	2.6
United Kingdom	-0.1	1.1	1.5	2.2	2.0	2.0	-0.4	1.1	2.2	2.2	1.7	1.7
Euro zone	-0.5	0.0	0.8	2.0	1.5	1.0	-0.4	0.2	1.2	2.1	1.7	1.4
Developing Asia	6.9	7.1	7.4	4.6	5.0	5.0	6.7	7.2	7.5	5.5	4.8	4.2
Eastern Europe & CIS	3.1	3.4	4.0	5.7	5.3	4.9	3.1	3.4	3.7	6.2	5.9	5.6
Latin America	2.5	3.8	4.1	5.7	6.1	5.7	3.2	3.9	4.1	5.8	5.9	5.6
Global	3.1	3.3	3.7	3.7	3.6	3.6	3.3	3.6	4.6	4.0	3.6	3.4

Source: Standish and The International Monetary Fund forecasts as of October 2012 based on purchasing power parity. F = Forecast

2013 年も同じ環境が継続へ

世界経済は金融危機以前に着実に 5%を上回る成長を遂げてきましたが、過去 4 年間に渡る危機からの回復局面では、成長率は 3-3.5%にとどまっています。民間セクターが金融危機以降直ちにレバレッジ縮小に着手したように、現在は先進国政府がレバレッジ縮小を通じてバランスシートの修復を目指しているため、2013 年もこうした成長パターンが続く見込みです。しかしながら、各国による緩和的な金融政策が効果を現しつつあるため、金利が低下してきた過去 3 年間とは異なり、米国、ドイツ、英国の政府債利回りは緩やかに上昇に向かうと予想されます。

欧米の政治的不透明感が払拭され、これまで抑えられてきた消費者や企業の潜在需要が表面化すれば世界経済の成長が急速に回復するとの見方が出ていますが、弊社はそれについて懐疑的に見えています。実際、弊社の見通しにとって最大のダウンサイドリスクは、2013 年に政治的不透明感がむしろ高まる可能性があることです。なぜなら、米国の長期的な財政再建プロセスが困難に直面する可能性がある上、ユーロ圏では経済改革や中央銀行による政策の実行が困難に直面するリスクがあるためです。

これらのリスクにもかかわらず、2013 年の見通しに関する当りレポートのパート II で、スタンディッシュの CIO を務めるデビッド・レダック (レデューク?) が、世界の債券市場における一部の分野に依然として魅力的な投資機会があることを説明します。市場は 1 年前に比べバリュエーション面の魅力が乏しくなっていますが、投資家が利回りを追求する姿勢を強めていることがハイイールド債や新興国市場の現地通貨建て債券にとって追い風になると思われます。また、新興国通貨が先進国通貨に対して上昇すると予想しています。これは、成長率や金利面の格差が財政の健全な新興国や通貨への資本フローを促すと見られるためです。

We are more skeptical than others that removing the worst of the political uncertainty in the U.S. and Europe and unleashing pent-up demand from consumers and businesses will spur a significant revival in global growth.

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