



債券バブルではなく、財政出動を喚起する合図である

2019年8月28日

今年、最も成長著しい資産

マイナス利回りの債券は、償還まで保有したとすると必ず投資家に損失をもたらします。

マイナス利回り債券は、年初来と比較しておよそ二倍となる16兆米ドルに上り、グローバル債券の三分の一の規模に達しました。

多くのコメンテーターが、大幅な債券利回りの低下及びマイナス利回り債券の規模が拡大している背景に、「債券バブル」があると片付けてしまっています。しかし、マイナス利回りは投資家の「根拠なき熱狂」状態を映しているわけではなく、政治家に対してデフレを伴うグローバル経済の減速を防ぐことを求めているのだと考えます。

世界中で見られる高格付けソブリン債及び社債の急激な利回りの低下や、マイナス利回り債券の増加の背景にあるのは、デフレを伴う経済減速リスクの高まりに対する、投資家の合理的な反応であると説明することが出来るでしょう。

米中間で一進一退を続ける貿易戦争の不確実性や米国による自動車関税の脅威、ブレグジット、また多くの国、とりわけ欧州の製造業の成長を下支えてきた中国経済の鈍化などが、企業信頼感及び設備投資に対する意欲に影を落としています。

世界的な債券利回りの低下は、中央銀行が主導する無差別的な利回りを追求する動きというより、不透明感の高まりや景気サイクルの終盤にあるという懸念から、投資家が成長感応度の高いリスク資産をヘッジしたいという意欲から生じていると考えられます。

今年初めに米連邦準備制度理事会 (FRB) がハト派姿勢に移行し、それに続いて欧州中央銀行 (ECB) 及



デビッド・ライリー
クレジット・ストラテジスト・ヘッド

び他の中央銀行も緩和政策を実施したことから、実際の短期金利が引き下げられたほか、将来の金利見通しも引き下げられました。また、グローバル化及びリベラリゼーションに反するポピュリストの動きを受けて、投資家がグローバルな潜在成長見通しを下方修正したため、インフレ調整後の長期実質金利も低下しました。

今回の金利低下が前例と異なる点は、現在の景気サイクルにおいては、利下げ余地が残されている中央銀行がFRBのみであることです。しかしながら、そのFRBであっても、前回の景気減速局面と比較すると利下げ余地は限られています。

欧州及び日本の政策金利はレンジの下限にあり、追加利下げが実施されると、信用供与が制限され、投資よりも貯蓄が促されるとともに、金融の安定化のリスクに晒されることになるでしょう。マイナス金利政策によってマイナス利回りの債券が増加し、金融機関のビジネスモデルを圧迫し始めています。投資家は金利リスクの積み増しを求められるなか、債券利回りが小幅でも上昇した場合には、ポートフォリオ内の安全資産がマイナスの影響を受けやすくなっています。

投資家はわずかな利下げとさらなる量的緩和が、債券の利回りを一段と押し下げることで、期待インフレが大幅に上昇し、グローバル貿易及び成長、収益率の低下などの多くの懸念材料を抱えるなか支出を押し上げることに對して、懐疑的な見方を持っています。企業信頼感や需要を高めるには、米国による自動車関税の脅威が排除されることを含む貿易政策の不透明感が払拭され、経済成長に友好的な財政政策が必要となるでしょう。

ECBのマリオ・ドラギ総裁は最近、欧州経済に悪化が見られた場合は、大幅な財政政策が重要となると述べました。

欧州債券市場は、欧州の財政政策が厳しすぎることを声高に叫んでおり、励ましのつもりで、ドイツ政府やその他の政府に国債の発行と浪費を促しています。欧州圏最大の経済国であるドイツの財政刺激策についてはベルリンで議論されていますが、投資家が求め、ドイツ及び欧州圏の成長見通しの悪化が裏付ける緊急性は伴っていません。また、日本政府は10月の消費税引き上げを再度見送るべきであるという意見もあります。

ソブリン債は利回りが低く、マイナス圏にあったとしても、投資家のポートフォリオ内において、引き続き経済成長リスクに対して分散効果をもたらす重要な資産クラスとなっています。しかし、超低金利環境や償還年限の長期化を背景に、金利がわずかでも「正常化」したときには、手痛い損失を被る可能性に投資家は用心しなくてはなりません。

債券投資家でインカム収入を求めるのであれば、期間プレミアムやボラティリティ、個別国及び企業の信用リスクの変化をアクティブに活用することくらいしか選択肢がないでしょう。

資産バブルは、「今回は違う」といった奇妙な言葉を使い、価格上昇は正当化されるという期待のもとで、低利の資金が、信用融資による資産価格をファンダメンタルズに見合わない水準にまで押し上げる特徴を持っています。

しかし、債券利回りの大幅な低下とマイナス利回り資産増加は、経済成長を促すための財政政策を求めていると見ています。金融政策は完全に効果を失った訳ではありませんが、政治家たちは貿易摩擦を緩和し、経済成長に友好的な財政政策を実施する必要性を心に留めておかなければいけません。

遅かれ早かれ、中央銀行ではなく政府が主導権を握らなければならなくなると考えています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上