



## 債券市場の二日酔い

2021年は米国債利回りが3月にピークを付けました。今年もそのようなパターンが見られるでしょうか？

2022年3月25日

著者  
マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者 (CIO)



先週の金融市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）高官からのタカ派発言などを受けて米国債利回りが上昇基調を維持しました。金融環境が引き続き緩和的で、政策金利が中立金利からは程遠い状態にある中、米連邦公開市場委員会（FOMC）参加者は、インフレ抑制のためには1回もしくはそれ以上の50bpsの利上げが必要かも知れないと結論づけているかのように見受けられます。

実質金利が大幅なマイナス圏にある中、当初の25bpsの利上げは成長及びインフレにほとんど影響をもたらさないであろうことはこれまでも述べてきました。しかし、FRBは量的引き締め（QT）を通じたバランスシート縮小にも意欲的であるとみられ、とりわけ現下の地政学的不確実性を踏まえれば、過度に積極的な利上げにはこだわらないであろうとの見方を持っていました。

実際に、物価が上昇し、そのことが消費に影響をもたらすことにより、米GDPは4-6月期に減速する可能性があります。しかし、逼迫した労働市場において賃金が増え続け、インフレ期待が上昇し始めている中で、成長の後退はそれほど長続きしない可能性があります。

さらに、我々は今、中央銀行がインフレ対策を講じる以外にほとんど選択肢を与えられていない世の中にいます。12ヶ月前には、新型コロナからの回復過程におけるインフレ圧力の高まりが一過性の性質を持つものであると断定するFRBやその他関係者の分析が、いかに完全なる誤りであるかを指摘していました。そのような文言はすでにとうの昔に忘れ去られてしまったかのようで、今では、一定程度の価格の安定を維持することが、中期的な経済の繁栄につながるという認識が受け入れられているようです。

したがって、政策金利は今サイクルにおいて最終的に金融環境が引き締められる水準まで引き上げられ、成長の減速につながる事が許容されているように見受けられます。その意味で、今サイクルは、2004年から2006年に掛けての漸進的な引き締めサイクルの手法を辿るよりもむしろ、1994年の利上げサイクルの再現に近いものになる可能性があるでしょう。当時FRBは、インフレ高進よりもむしろ成長の過熱に対応しており、積極的な利上げは最終的にリセッションにはつながらなかったものの、成長の明らかな減速にはつながり、95年には利下げを余儀なくされる展開となりました。

FRBによる積極的な引き締めは、リスク資産にとってさらに困難な投資環境をもたらします。緩やかなペースでの利上げサイクルは、現状の景気拡大にほとんどリスク要因にはならないとみられていましたが、利上げ軌道がより予測不可能となれば、リセッション・リスクを高めることは避けられないでしょう。さらに、いまだ早期に払拭される兆しの見られない現状の地政学的リスクも相まって、そのような不確実性は、リスク・プレミアムの持続的な上昇を求める動きにつながり兼ねないともみえます。

これとは対照的に、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）はここ数週間、他の中央銀行と比べてややタカ派色を弱めているように見受けられます。結果として英国債が他の主要国債をアウトパフォームする展開となっていますが、このような動きは短命に留まると予想しています。BoEは、インフレ圧力の高まりを精査する上で継続的にビハインド・ザ・カーブとなって（後手に回って）います。

ブレグジットに伴う品不足や、他の多くの国と比較してコロナ後の正常化ペースが速かったことから、英国ではインフレのオーバーシュートはこの先さらに加速する余地があるとみえます。さらに過去の例を見ても、英国では他の国と比較してインフレ期待が上昇しやすい傾向にあったことも念頭に置く必要があるでしょう。

英小売物価指数（RPI）はこの先数ヶ月で2桁に上昇するとみられており、結果として、仮に成長や住宅価格に圧力となったとしても、BoEはこの先の会合においても利上げを実施する以外にほとんど選択肢が無い状態であるとみえます。

ユーロ圏では、インフレ期待が比較的抑制されており、欧州中央銀行（ECB）が資産購入プログラム（APP）終了後に利上げを実施する必要性は抑制されるとみえます。したがって、この先18ヶ月以内に150bps以上の利上げが織り込まれた足元の金融市場はやや行き過ぎであるとみえます。このような状況を踏まえ、引き続き英国債や米国債と比較して、ユーロ圏国債への選好を維持しています。

また目先は、グローバル市場での動きにつられ、日本国債の利回りも上昇に向かうと予想しています。日本国債利回りは低下する余地がほとんどない状態で、現状の非対称なリターン特性を踏まえれば、日本国債に対してはショート・バイアスを選好することが賢明であると考えています。

社債市場では、ロシア・ウクライナ関連の報道や、国債利回りの動きなどに揺さぶられ、日々のスプレッドの動きがボラティルな状態が続きました。しかし、2月及び3月初旬に大幅なスプレッド拡大が見られて以降は、株式市場の投資家心理につられる格好で幅広い回復が見られています。この先は、市場全体の方向性に対する見方を反映させたポジションよりも、相対価値に基づく、ロング・ショート的手法に基づく銘柄選択での投資機会が増えるともみえます。ただし、国債利回りが上昇する中で社債スプレッドが拡大したことから、社債の絶対水準の利回りについても年初時点と比較すればかなり投資妙味が増していることも事実です。

エマージング市場では、エジプトの通貨切り下げによって北アフリカ地域がネガティブな意味で投資家の注目を集めました。多くの発展途上国において食品価格の上昇は引き続き懸念材料であり、米国の利上げが資金調達に圧力を加える中で、多くの国が厄介な課題に直面していることをさらに浮き彫りにしていると言えるでしょう。

その他の市場に目を向けると、為替市場では引き続きボラティリティが比較的低位に留まりました。金利差が拡大する中で日本円がアンダーパフォームする一方、他のコモディティ関連通貨と足並みを揃えて豪ドルが上昇基調を維持するなど、勝者と敗者が分かれる展開となりました。

## 今度の見通し

中期的な見方に基づけば、この先利回りはさらに上昇する可能性がありながらも、短期的には利回りの上昇は一巡したとみることも出来そうです。次の消費者物価指数（CPI）発表が新たな懸念のきっかけとなる可能性はあるものの、成長の減速を示す指標が投資家心理の重石となるかもしれません。

振り返ってみれば、2021年は3月に利回りがピークを付けましたが、2022年も同様のパターンを繰り返すことになるのでしょうか。また、FRBが50bpsずつ利上げを実施する状況も、予測不可能な状況であると言えるでしょう。金融市場は、ここ数年間に亘って政策面での支援にすっかり慣れきってしまっていたと言え、株を買えば大丈夫というリテール投資家の考え方が試されるような状況に対しては脆弱であると言えるでしょう。

## ディスクレーム

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主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■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あり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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、別途記載のない限り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、当社の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



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management