



逆イールドで立ち止らないために

2019年4月24日

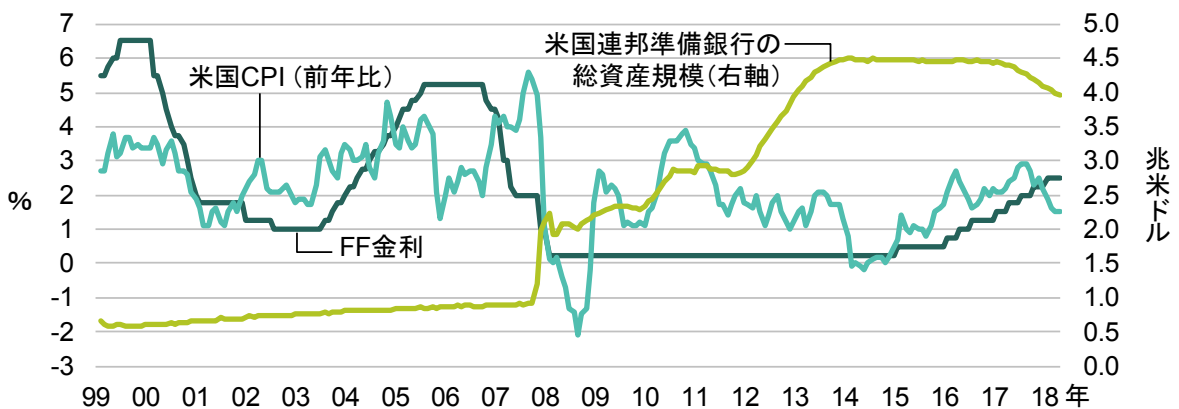
荒磯 亘
アライアンス・バーンスタイン株式会社
運用戦略部長 兼 ポートフォリオ戦略室長



ここ数カ月、米国債券市場では「逆イールド」が話題になっている。2006－2007年や2001－2002年に長短金利の逆転直後に景気がピークアウトしたことから、今回も景気後退や株式市場調整の前兆なのではないかと懸念されているからだ。果たして、この金融市場の価格形成を受けて自己実現的に実体経済が減速することになるのだろうか。2つの理由からアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ではこのような予想が正しいとは考えていない。

理由の1つは、米国金融当局が過度に金融を引き締めってしまったという認識は正確ではなく、現在の金利が景気を冷やすとは考えにくい点だ。米国では物価上昇率を超えるところまで利上げが進んだかもしれないが、中央銀行のバランスシートはまだ膨れたままであり、量的緩和のストック効果は依然として金利を下押ししている(図表1)。言葉を変えれば、現在の長期金利は政策的に低く誘導されたもので、逆イールド実現の意味合いは過去の事例に比べれば薄いということである。もともと

【図表1】米国の金融政策は依然として「緩和的」
米国物価上昇率(CPI)、政策金利及び中銀バランスシート



過去の分析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。
2019年3月31日まで
出所:ブルームバーグ、AB

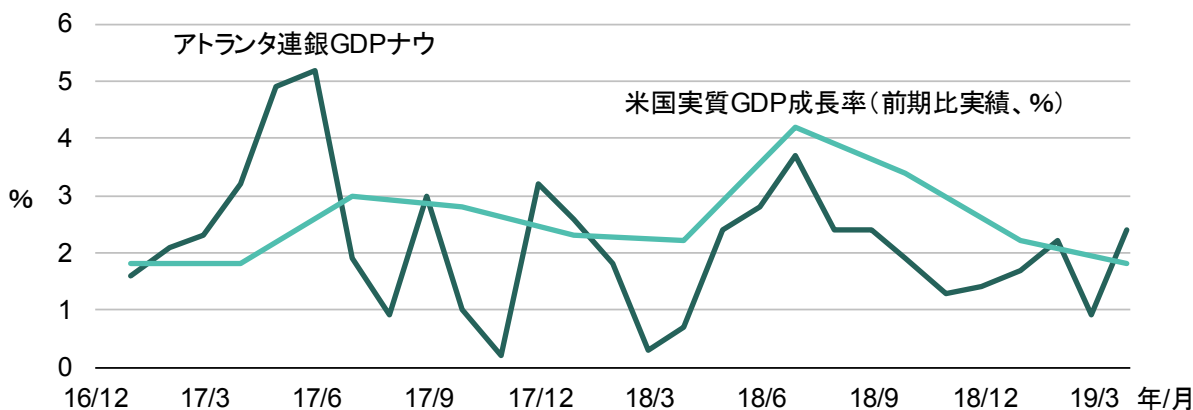
当資料は、2019年4月18日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。アライアンス・バーンスタイン及びABIはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

米国連邦準備制度理事会(FRB)は3%前後を利上げの到達点として想定しており、現在の利上げ休止はその途上で立ち止まったものだ。これは利上げを引っ張るだけ引っ張った2005年の状況とは大きく異なる。

もう1つの理由は、今年の1-3月期に米国景気が弱まった背景の1つとして、長期の政府機関閉鎖などの一

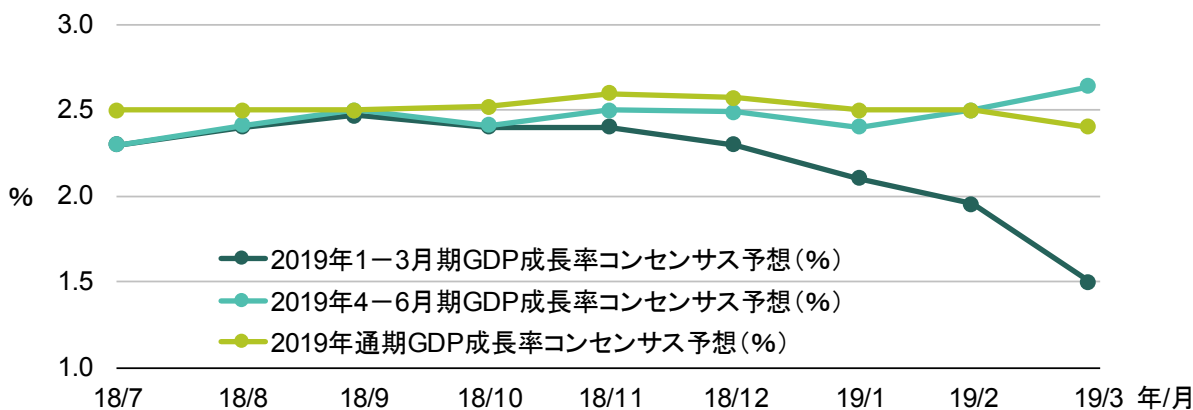
時的な要素があったことだ。経済活動をリアルタイムで反映するナウキャスト指数からは、経済活動が底打ちしていることが読みとれる(図表2)。米国4-6月期GDP成長率に関する市場のコンセンサス予想は前期比2.6%と1-3月からリバウンドしており、また、2019年通年の予想経済成長もさほど低下していないことがわかる(図表3)。

【図表2】米国の経済成長は落ち込み一服の兆し
米国経済成長率の日次トラッキング指標と実績値



過去及び現在の分析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。予想は今後変更される可能性があります。2019年3月31日まで。米国実質GDP成長率の2019年3月は市場予想値(4月18日時点)
出所:ブルームバーグ、AB

【図表3】4-6月期の景気リバウンドの市場予想は崩れていない
米国経済成長率のエコノミスト予想



過去及び現在の分析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。予想は今後変更される可能性があります。2019年3月31日まで
出所:ブルームバーグ、AB

実体経済に着目すれば、世界のGDPのうち米国が占めるシェアは24%だ(2017年時点)。一方、金融市場の観点からは、MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックスにおける米国株のシェアは約55%(出所MSCI、2019年3月末時点)、FTSE-WGBI 債券指数では米国債が38%(出所FTSE Russel、2019年3月末時点)、為替取引における米ドル建て通貨のシェアは44%(出所

BIS、1998-2016年平均)を占め、いずれも米国実体経済の割合を超える。経済実体以上に多くの参加者の意見が反映される金融市場では、米国金融政策当局の急激な金融政策姿勢の変化に振り回された可能性があるが、米国の他地域に対する相対的な経済成長の優位は昨年ほどではないもののまだ保たれているとみている。

なお、米国の10年金利だが、3月末の水準が2.40%であったのに対し、過去5年の平均は2.34%、過去10年では2.50%である。つまり、現在の水準は過去平均に極めて近い水準であり、強く景気後退(もしくはその対策としての金融緩和強化)を織り込むようなものではない。

このように、現在の米国景気悪化懸念は行き過ぎの可能性があると考えられるが、この分析が外れて景気が悪化に転じるリスクも踏まえつつ、どのような投資がこの「逆イールド」環境にふさわしいと考えられるだろうか？

ここまで述べたように、ベース・シナリオは景気がゆっくりと底打ちしていく展開であり、この観点からはリスク資産を保有し続ける基本姿勢を保つべきだ。これに加え、市場の懸念が自己実現する可能性を考慮し、資産の一定程度をヘッジ目的で分散投資すべきであろう。それには、低金利環境の恩恵を受ける不動産関連資産や、価格変動リスクが小さく利回りも長期債に劣らない短期年限の債券などが、シナリオの如何にかかわらずインカム確保と分散効果を発揮することで、ポートフォリオの長期的なパフォーマンスに資すると考えられる。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。