



米国逆イールド環境下の投資戦略



2022年4月8日



ジャナキ・ラオ

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
米国マルチセクター債券 ディレクター

米国国債の短期債の利回りが長期債の利回りより高くなるというイールドカーブの反転(いわゆる逆イールド)に投資家は注目を高めている。歴史的に見ると、この現象は景気後退と金融市場の低迷を示唆している。

イールドカーブの反転は、2年物国債利回りが10年物国債利回りより高い、または5年物国債利回りが30年物国債利回りより高いことで定義される。ただ、イールドカーブが反転することは極めてまれであるため(次ページの図表)、どの指標を選ぶかは特に問題ではない。重要なのは、過去にカーブが反転したケースのネガティブな市場反応は短期間であったことだ。景気が後退し、信用スプレッドがサイクルのピークに達すると、イールドカーブは再び反転から通常の形状に戻る傾向がある。

投資家は逆イールドを景気後退の指標と見ている。なぜなら、逆イールドが発生する環境は、通常、米国連

邦準備制度理事会(FRB)の利上げサイクルに伴い、経済成長が抑制される(時には過剰に抑制される)からだ。今日、市場参加者は、FRBがインフレ対策に出遅れたために積極的な利上げに踏み切り(以前の記事『FRBはインフレ引き締め準備が整った』ご参照)、その結果、不況を誘発する可能性があり、経済成長に敏感な資産を圧迫するのではないかと懸念している。実際、最近の長短金利差の縮小に合わせて、クレジット・スプレッドの拡大やボラティリティの上昇が発生している。

今回の局面の評価

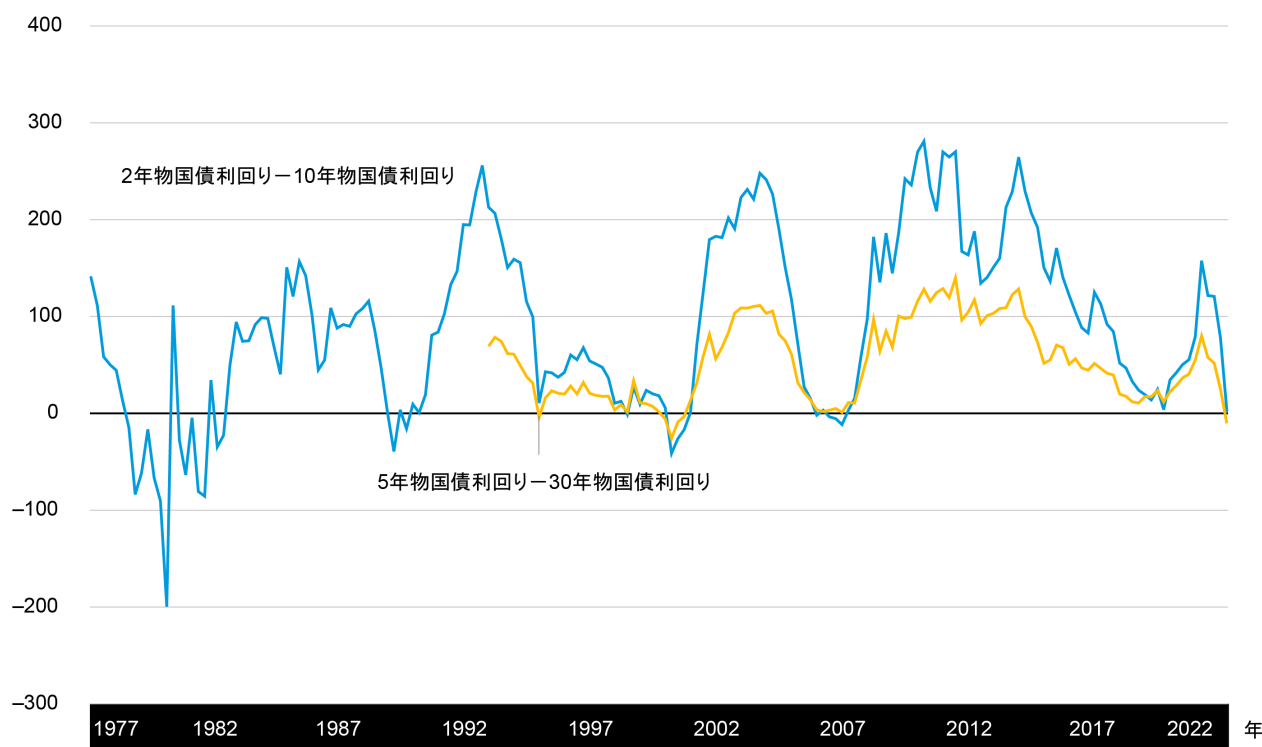
現在のインフレ率が看過することができないほど高いため、FRBがソフトランディングを目指したとしても、景気後退を誘発するまで利上げが必要になるリスクが高まっているのは間違いない。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2022年3月31日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、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。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、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。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びAB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。

【図表】 イールドカーブの反転は極めてまれ
イールドカーブの傾き(ベース・ポイント)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2022年3月30日まで
出所:ブルームバーグ

しかし、今日の長短金利差の縮小を引き起こした要因は他にもある。長年にわたる量的緩和、世界的に低い利回り環境、FRBの利上げとサプライチェーンの混乱が解消するにつれて低下すると予想されるインフレ率などが該当する。

例えば、米国物価連動国債(以前の記事『[債券投資家のためのインフレTIPS](#)』ご参照)に織り込まれているインフレ調整後(実質)利回りは深くマイナス金利の領域にあり、歴史的な低水準に近づいている。しかし、この実質イールドカーブは依然として相対的にスティーブである。(インフレ調整前)の名目と(インフレ調整後)の実質のイールドカーブが異なることから読み取れるのは、市場参加者はまだ経済成長の持続性を信じており、そして足元の名目カーブの逆イールドは景気後退への懸念ではなくインフレ期待の上昇によってもたらされていることを示唆している。

足元は、消費者と企業の信用状況は健全であるため、米国経済には明らかな不均衡がない。景気循環がピークアウトするには、資金の借り手が非現実的で楽観的なシナリオに基づき借金を増やすフェーズをもたらさず長期的な経済成長が必要である。このような不均衡がない経済は、FRBの利上げサイクルにうまく対応できるはずで、当面は景気後退の可能性は低くなる。

怖がらず、慎重に

イールドカーブの形状は、その注目度の高さにもかかわらず、短期的なリターンへの予想には適していない。実際、歴史的に見ると、逆イールドが発生した後も6か月から2年以上にわたってリスク資産は良好なパフォーマンスを示している。つまり、まだリスク資産から逃げ隠れる時期ではないのである。

しかし、投資家はテールリスクが高まっていること、そしてボラティリティが当面高止まりする可能性があることを認識しておく必要がある。いざとなれば金融政策が市場を支援するという「クッション」が少なくなると、外生的なショックに対し市場は脆弱になる。そのため、悪影響を受ける可能性のある資産には注意を払う必要がある。

とはいえ、利回りが大幅に上昇し、スプレッドが拡大している現在、一部のリスク資産にとってバリュエーションは魅力的なまでに改善しており、いずれ投資家が市場に戻り、資産を買い支える側に回る可能性がある。当面は、投資家は利回り水準だけでなく、流動性と信用の質を重視し、慎重に銘柄を選別していく必要がある。

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、全て投資者の皆様へ帰属します。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3.3%(税抜3.0%)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2.068%(税抜1.880%)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。