

グローバル債券見通し: 量的緩和(QE)後の金利上昇局面に対する分散投資



Dr. マイケル・ハッセンスタブ
エグゼクティブ・バイス・プレジデント
ポートフォリオ・マネージャー
最高投資責任者(CIO)
テンプルトン・グローバル・マクロ・グループ

2019年の見通し: 米国国債と他の資産クラスの同時安に対し備えがない投資家は、予期せぬリスクにさらされる可能性があると考えます。

世界金融危機がピークに達した2008年から10年が経過し、市場では米連邦準備理事会(FRB)による大規模な量的金融緩和策(QE)で生じた資産価格の歪みの修正が始まったばかりです。当初、金融危機の間において市場を安定させるために実施されたQEは、市場を回復させるための数年間の限定的な介入に留まらず、その規模は拡大し継続的な政策となりました。QEは債券利回りを低下させ、資産価格を上昇させることに成功し、資本コストが人為的に抑制されるなか、多くの投資家の資金がリスクの高い資産に向かいました。しかし、QEの継続は、現在の債券や株式の価格の歪みにつながった一方、借り入れは拡大し、低金利の継続と「最後の買い手」であるFRBの資産購入プログラムが永久に続くだろう、との油断した見方につながりました。

しかし、こうした状況は正常でも永久でもないと分析しており、QEの縮小は2019年の債券市場と株式市場の双方に大きな影響を与えるとみています。今秋(2018年10月)、金利上昇に伴い米国では債券・株式市場が同時に下落しました。このような同時下落は異例の出来事にも見えますが、FRBのQEにより債券・株式の価格が同時に上昇したため、QE縮小により逆に両資産の価格は同時に下落するリスクがあります。このような価格の動き、長期に亘った金融緩和により人為的に作られた効果が剥落する際に予想される動きです。2019年は、米国国債や他の資産クラスの同時安に対して備えがない投資家は予期せぬリスクにさらされる可能性があると考えます。

金利上昇圧力のパーフェクト・ストーム(複数の悪いことが同時に起こる最悪な状況)に直面している米国国債

米国国債利回りの主な上昇要因として、米国政府による借り入れ需要の増加、FRBや外国政府による米国国債の購入額の縮小、インフレ圧力の上昇の3つが挙げられます。1番目に直面する問題は拡大する財政赤字です。我々の試算では、減税に伴う支出の拡大や経常的な財政支出により、財政赤字は対国内総生産(GDP)比5%に向けて拡大する見込みです。すでに高水準となっている政府の借り入れが更に膨らむことになります。2番目の問題は、FRBのQE縮小や海外政府の需要後退を背景とした、米国国債購入需要の縮小です。この結果、米国国債の大幅な需給ギャップを、価格に敏感な投資家が補う必要が

生じますが、ギャップを埋めるには現在の約3倍の購入額が必要となると見ています。需要が縮小し、供給が拡大増加することは、新たな需給の均衡点に向けて利回りが上昇することを意味します。

この需給動向だけでも、おそらく利回りを上昇させる十分な要因になると考えられますが、米国国債は需給の問題に加え、インフレという第3の問題も抱えています。米労働市場では、特定の分野において熟練・非熟練労働者が共に不足しており、賃金上昇圧力は過去に例を見ない勢いで高まっています。トランプ政権は、合法・非合法を問わず移民の入国を制限しており、労働市場の逼迫度が高まっています。また、景気サイクル後期での財政刺激策、規制緩和、減税も、堅調な経済を更に押し上げています。また、特定セクターにおける関税の引き上げも、消費者物価の上昇に寄与すると考えられます。我々は、これらの要因すべてがインフレにつながるものと分析しています。現在の環境を考慮すれば、FRBは2019年も中立金利に向けて利上げを継続すると考えます。総合的に判断して、上記すべての要因が金利上昇圧力のパーフェクト・ストームとなり、米国国債の利回りは上昇するとみえています。

ポピュリズムの台頭と構造的なリスク対して依然脆弱な状態にある欧州

欧州全体で強まる政治や構造的なリスクも、投資家は看過している可能性があります。5年前の欧州の有権者は、経済、財政支出、失業率といった、従来からの問題に注目していました。欧州委員会の調査によれば、現在の有権者は移民問題やテロに対して非常に強い懸念を抱いています。このような有権者の意識の変化は、欧州の政治状況に反映されています。フランス、ドイツ、イタリア、オーストリアなど、ユーロ圏の複数の国で、極右政党の支持率が上昇しています。ハンガリー、ポーランド、チェコなど非ユーロ圏の国々でも、保護主義や極右ナショナリズムに傾いてきており、閉鎖的で欧州連合(EU)ではなくロシアの統治手法を模倣する傾向がみられます。内向きの政府は危機に際して協働する可能性が低いいため、このような状況は、欧州統合の観点から懸念すべき傾向であるとみえています。

現在、欧州の政治的・構造的なリスクが最も顕著に見られるのがイタリアです。同国の連立政権は性質の異なる政党で構成されていますが、ユーロ懐疑主義、保護主義、財政支出拡大といった点において考え方を共有しています。我々は、イタリアの10年債利回りが3.6%近辺では、同国の債務は持続不可能となるリスクがあると分析しており、このことが欧州における最大の懸念事項であると考えています。現段階において危機が間近に差し迫っているということではありませんが、2011年のギリシャ危機のようにEUが協働してイタリアを救済する可能性は、今日では非常に低いとみられます。当時のEUIは、ユーロ圏の維持について政治的な結束が強かったわけではありませんでしたが、加盟国のリーダー達はギリシャ救済の大義があると判断しました。今日、このような考え方に共感するリーダーは少数です。総じて、欧州の潜在的なリスクを投資家は過小評価している可能性があると考えています。2019年、未解決の構造的な問題や政治的リスクに対し、ユーロは依然として脆弱であると考えています。

金利上昇を吸収できる余地のある一部の新興国市場

グローバル債券市場を見た場合、現地通貨建て新興国市場はバリュエーションの観点から極めて割安な水準にあると考えています。しかし、現地通貨建て新興国市場は一律ではないということを認識することが重要です。10年前に比べて新興国市場の各国は、各々独自性を強めています。一部の国々の経済は多様化しており、現地通貨建て債券市場は大幅に拡大し、国内投資家の幅が広がり、外的ショックへの耐性も備えています。一方、依然経済的不均衡が残り、政府や中央銀行といった機関に信頼性が置けず、経済が脆弱な国もあります。このような各国の違いを正確に見極めることが極めて重要となっています。米国金利

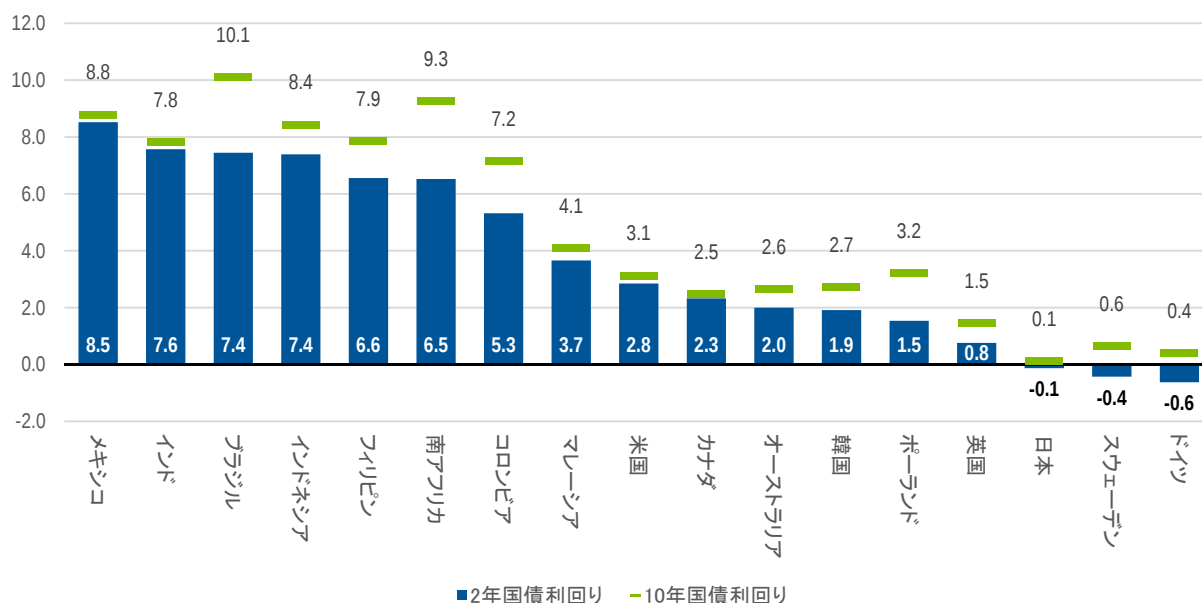
の上昇が及ぼす影響は国ごとに大きく異なる見通しであることから、2019年は市場リスクとの相関が低い、独自色を持つ国を見出すことが益々重要になると考えます。低金利環境にある国、あるいは、大きな経済的不均衡を抱えた経済が脆弱な国は、他国の金利上昇に対して脆弱な状況となる可能性があります。一方で、経済が強固であり、経常収支も良好で金利水準が相対的に高い国は、1%以上の金利上昇を吸収することができる優位な立場にあると考えます。

金利上昇に伴い、債券と株式のリターンに正の相関性が見られる可能性

総じて、投資家が慣れ親しんできた過去10年の世界の状況は、永遠には続かないということを認識することが重要であると考えています。2019年は、金融緩和が縮小するに連れ、米国金利は上昇し、様々な資産価格が調整されると考えています。投資家にとって問題となるのは、従来、債券と株式の間でみられた異なる値動きは、米国金利上昇局面では当てはまらない可能性があるということです。2018年においては「リスクフリー」レート(米国国債利回り)が徐々に上昇するなか、リスク資産が下落した時期がありました。このような債券と株式やグローバルなリスク資産の同時安の状況は、かつてない金融市場の歪みが再帰するなかで再び起こりうると考えています。2019年において、グローバル債券投資家は、複数の資産クラスのリスクに対応するためだけではなく、金利上昇局面で利益を享受する機会を見出すために、このようなリスクや機会に備える必要があると考えます。

一部の新興国国債利回りは高水準

国債利回り: 2年国債利回りと10年国債利回り(%)



出所: Bloomberg. 過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

データ出所に関する詳しい情報については www.franklintempletondatasources.com を参照下さい。

リスクについて

すべての投資はリスクを伴い、投資元本は毀損する可能性があります。外国証券への投資は、為替レートの変動、経済の不安定性、政治の変動など特別なリスクを伴います。新興国市場とりわけフロンティア市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクや証券市場を支える法制度、政治・経済構造、社会基盤の未整備といったリスクも伴います。そのような枠組みは通常フロンティア市場では特に未整備であり、極端な価格変動や低い流動性、貿易障壁、為替管理の悪化の可能性といった様々な要因があることから、新興国市場に関連するリスクがフロンティア市場では拡大します。債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け下落した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。

重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、持続、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を構成するものではありません。

当資料のなかで運用担当者が示した見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。**すべての投資はリスクを伴い、元本に損失が生じる可能性があります。**

当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン テンプルトン インベストメンツ(「FTI」)は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。FTI は、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠に関しては、利用者が裁量で行ってください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能なわけではなく、米国以外では、他のFTI関連会社および/または現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、専門家の助言を受けることをお勧めします。

<当資料のお取り扱いにおけるご注意>

- 当資料は、情報提供を目的として、フランクリン テンプルトン インベストメンツ(フランクリン・テンプレートン・リソーシズ・インクとその傘下の関連会社を含みます。)の資料をもとに、フランクリン・テンプレートン・インベストメンツ株式会社が翻訳した資料であり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は各種の信頼できると考えられる情報源を元に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。
- 当資料中、記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。
- 当資料にかかわる著作権その他の一切の権利は引用部分を除き当社に帰属します。当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。

フランクリン・テンプレートン・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第391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

一般社団法人第二種金融商品取引業協会