

KAMIYAMA Reports

vol. 154

債券はバブルか？

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



ここがポイント！

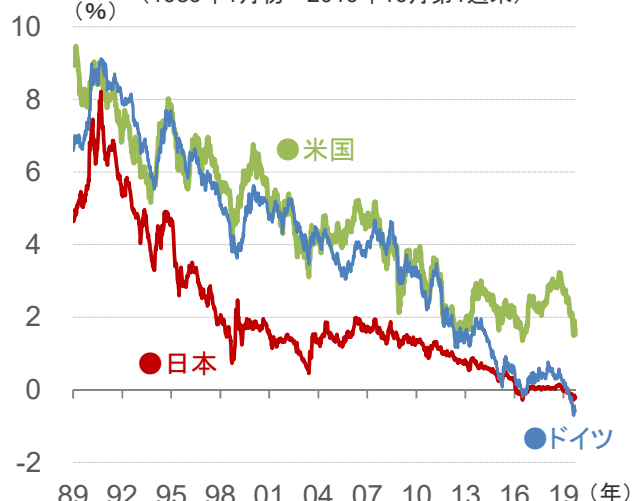
- ✓ 心理的な酩酊状態からくるバブルにはみえない
- ✓ 成長率が回復してもインフレにならないことが2019年に明白に
- ✓ 投資の目的に立ち返り投資判断をすることが大事

心理的な酩酊状態からくるバブルにはみえない

債券はバブルか？という質問に直接答えることは難しい。ただし、現状の低金利状態について、ひどく悲観的な経済成長率予想が背景にあるとは思えない。その意味で心理的な酩酊状態から来るバブルとは呼べないのではないかな。

日米独の10年国債利回りの推移

(1989年1月初～2019年10月第1週末)



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成) * 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

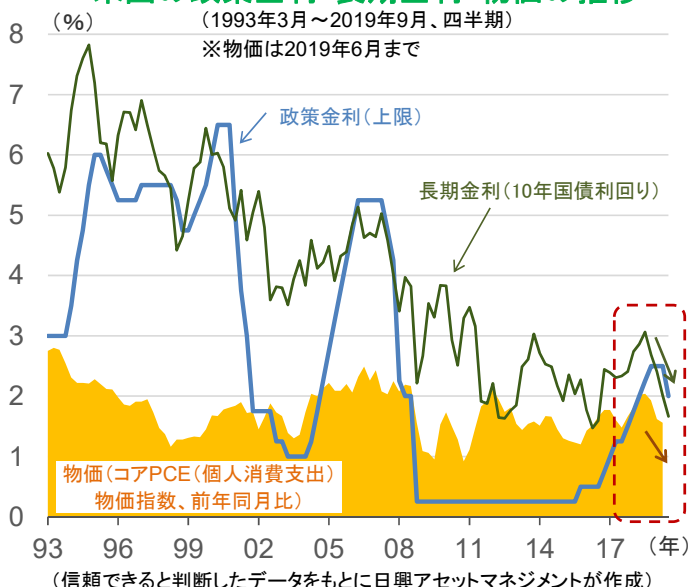
事実を見極め、経済効果が価格に十分見合わない、あるいはリスクが高いことが分かれば、適切な価格を探し始める。裏返して言えば、30年にわたる金利低下をバブルと呼ぶには、通常、人々が心理的な酩酊状態から目覚めてから本質に気づくまでの時間を踏まえれば、奇妙に長いことになる。

先進国の物価上昇期待の低下と金利低下は、例えば、インターネットの発展で価格比較が容易となり流通の効率化でコスト低下が実現したことに加え、中国などエマージング諸国の低賃金と生産能力の高度化で十二分な供給が行えるようになったことで起こったと考えられる。だが、本来人々は余剰資金で何か別のモノを買うはずなので、供給側のストーリーだけでは十分な説得力があるといえない。供給側で儲けたお金が配当や賃金を通じて消費に回っていないのだとすれば、日本や中国はこの状態が長く続いている可能性はある。しかし、欧米が数十年もそうであるとは考えにくいので、完全にパズル(現状の要因分析)が解けたとは思えない。

成長率が回復してもインフレにならないことが 2019 年に明白に

インフレ期待の低下による低金利状態が長く続くとしても、このところのマイナス金利が一時的で「バブル」ではないか、との恐れはある。しかし、近年、成長と物価上昇との関係はこれまでと比べて薄れてきた。それゆえ、中央銀行は、低金利状態において小さな景気減速リスクに対応するため、マイナス金利政策を取らざるを得ないのだ。

米国の政策金利・長期金利・物価の推移



そもそも、物価上昇率よりも金利はおおむね高かった。例えば米国において、2000 年代初めまでは 2%程度の物価上昇であっても、長期金利は 4%以上であることが多かった。しかし、リーマン・ショックを経て、しばしば物価上昇率は 2%程度になったが、10 年国債利回りは低下傾向となり、おおむね 2%台で推移するようになった。これは、市場参加者のインフレ期待が長期的に低下していることが要因と考えられる。正しいかどうかは後にならなければ分からないが、現時点では、現在の低い物価上昇率がこれから長く続くという見通しが主流になっている、ということだ。これまでは、経済サイクルが強くなって成長率が高くなると物価も高くなる、とみられていたが、成長してもしなくても、物価は低位で安定するとの見方が強まってきたといえる。

この見方は 2019 年にさらに強まった。米国ではリーマン・ショックを経て、減少していた雇用者数が 2014 年ごろから増

加に転じ、2016 年ごろから賃金上昇率も加速し始めた。2016 年ごろから 2018 年初の適温相場の時期の賃金上昇率は 2.6%程度なので、物価も金利も直ぐには上がらないと思われたが、仮にリーマン・ショック前の 3%の賃金上昇率に戻れば、金利水準が 4%程度に戻るだろうとの見方が多かった。しかし、2018 年後半から賃金上昇率が 3%程度に戻って安定したにも関わらず、物価上昇の加速はみえてこなかった。

結果として、2019 年に入って FRB(米連邦準備制度理事会)は利上げ見送りから利下げに転じるようになった。市場は、雇用増大と賃金上昇が進んで 2008 年ごろと同じ状況になっても、当時のように「だからインフレが来る」と感じることはなかった。FRB は市場の反応を見極めつつ、市場の景気低迷の恐怖に対して利下げで応じることにしたのだ。いまのところ、市場参加者も中央銀行も、賃金が上昇し消費が拡大しても簡単に物価上昇は加速しないと想定しており、日本や欧州の 0%以下の金利も、世界景気減速に対応しただけでバブルではなかった、とされるのではないかな。

投資の目的に立ち返り投資判断をすることが大事

マイナス金利は市場で取引された結果であるが、中央銀行のリードで維持されている部分もある。日本の場合、今後、日銀は短期金利を引き下げ、長期金利の上昇を促すかもしれない。その場合、長期金利のマイナスは後になって、一時的だった、という結論になるかもしれない。一方で、マイナス金利が長く続くことになれば、預金するだけで手数料を取るなど、社会全体が対応を考えなければならなくなる可能性もある。

大事なことは、なぜ債券に投資するのか、ということだ。目的は元本保全(購買力維持)重視の資産運用だろう。マイナスの利回りだとしても、目的を達成するために、資金を目的に合致した資産に振り向ければ、その時点では適正な価格で手に入れることになる。マイナス幅がもっと拡大するか縮小するかを「当てる」投資をするよりも、目的に応じて適切に資産配分することが合理的なはずだ。

<KAMIYAMA View コーナー> www.nikkoam.com/products/column/

★KAMIYAMA Reports (レポート、投資の参考となるテーマを解説) ★ KAMIYAMA Seconds! (動画、90 秒でマーケットニュースをズバリ解説)

★投資ってなんだ!? (レポート、上手にお金に働いてもらう方法や投資の不安を解消するためのヒントなどを紹介)

facebook www.facebook.com/nikkoam Twitter twitter.com/NikkoAMofficial

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目録見書)をご覧ください。