

米国債券市場のテーマの変化とクレジット市場

Topics

- ▶ FRB（米連邦準備理事会）の積極的な金融引き締めが米景気を冷やすとの懸念がくすぶる中、米金融環境は大幅に引き締まった。米国株式市場やクレジット市場ではFRBの一段のタカ派化を再警戒。
- ▶ 米国債券市場では、FRBのインフレ抑制姿勢への信任は維持されているとみられる一方、それと引き換えに、FRBの一段のタカ派化は将来の景気後退の可能性を高めることを警戒か。
- ▶ 米景気を巡る懸念がくすぶる中、米クレジット市場の先行きは不透明な情勢。クレジットスプレッドの方向性を見極めるうえで、インフレの帰趨やFRBの情報発信の変化などを注視。

ストラテジスト 服部 純朋

米金融環境は大幅に引き締まる

米国金融市場では、FRB（米連邦準備理事会）の積極的な金融引き締めが米景気を冷やすとの懸念がくすぶっています。景気動向を左右する要因の一つである金融環境は引き締まりました。

金融環境は、FRBが金融引き締めの度合いを評価するうえで注視している指標で、株価や信用スプレッドなど様々な指標を基に把握されています。大幅な株価下落や信用スプレッドの拡大は、金融環境の引き締めにつながると捉えられます。景気との関係では一般に、株価の大幅下落は、株式を保有する家計にとって逆資産効果を通じて、個人消費の下押し圧力となる可能性があります。信用スプレッドの拡大は、金融機関の貸出態度の厳格化につながると考えられます。

図表1は、シカゴ連銀が算出する米金融環境指数です。同指数は、1月下旬以降、FRBは金融政策の正常化に前向きとの見方が広がる中で、上昇基調にあります。5月中旬にかけて一段と上昇しました。例えば、FRBが前回の金融政策の正常化局面においてバランスシートの縮小に着手した2017年10月の水準を大きく上回っており、金融環境は大幅に引き締まっていると捉えられます（図表1）。

FRBは金融環境の引き締まりを一定評価も、市場はFRBのタカ派化を再警戒

FRBはこうした足元の金融環境の引き締まりを一定程度評価しているとみられ、実際、5月にはFRB高官らのタカ派的なコミュニケーション姿勢に変化がうかがわれました。一部高官らは、インフレが抑制されれば2023年以降の利下げが可能となる旨や、利上げによるインフレと経済への影響を精査するために9月の利上げ一時停止の可能性にさえ言及しました。米国株価（S&P500種株価指数）は、FRBのハト派転換への思惑が意識され、5月下旬に下落幅は縮小する場面がありました。しかしその後、FRBのブレインード副議長が9月の利上げ一時停止は非常に困難との見方を示したことや、5月の米消費者物価指数（CPI）の上振れなどを背景に、FRBのタカ派姿勢が改めて意識されると、株価は一段と下落しました。また、米国クレジット市場では、例えば、投資適格級社債（IG債）の対国債スプレッドは5月下旬にリスク選好の改善から縮小する動きがみられました。しかしその後は、FRBの積極的な金融引き締めへの警戒感から再拡大しており、楽観はできない状況です（図表2）。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 米金融環境指数



図表2 米国株価（S&P500種株価）と米IG債スプレッド



次ページへ続く

米長期金利を巡るテーマの変化

3月から5月上旬にかけての米長期金利の上昇局面は、期待インフレ率が高止まりする中、実質金利が金利上昇を主導しました（図表3）。FRBがインフレ抑制のために、金融政策を積極的に引き締めるとの見方が強まりました。米国債の予想変動率を表すMOVE指数の上昇も伴いました。

もっとも、5月上旬以降は、期待インフレ率はピークアウトしており、こうした流れは一服している可能性があると考えています。背景の1つには、市場ではFRBが高インフレを鎮静化できるとの期待を反映した動きがあると考えられます。FRBが長期の期待インフレ率の動向を把握するうえで注視している5年後5年BEIは、5月上旬以降、もみ合いで推移しており、上昇基調は観察されていません。FRBのインフレ抑制姿勢に対する市場の信任は揺らいでいないと考えられます。また2点目として、FRBの積極的な金融引き締めに伴う米景気の減速懸念の強まりが期待インフレ率の低下につながっている可能性もあります。5月のCPI公表後、足元にかけて期待インフレ率は低下しました。すなわち、FRBの一段のタカ派姿勢に伴う将来の景気後退懸念を映じる形で、期待インフレ率は低下しているとみられます。米国債券市場では、FRBのインフレ抑制姿勢への信任は維持されているとみられる一方、それと引き換えに、FRBの一段のタカ派化は将来の景気後退の可能性を高めることが警戒されていると考えています。

もっともFRBは、強い米労働市場の存在を鑑みれば、景気後退は避けられるというのが彼らの見立てです。米労働市場は欠員率が7.0%（4月）の歴史的な高水準で、失業率も3.6%（5月）と低失業率にあるなど、非常に堅調です。FRBのウォーラー理事は、金融引き締めによる需要減で欠員率が減少しても、失業率の上昇は限定的にとどまるという見方を示しています。しかし、足元では消費者マインドの冷え込みや、企業景況感の鈍化傾向などがみられており、FRBが企図するようにインフレを抑制しつつ、景気後退を回避できるのか不透明です。

クレジットスプレッドは景気動向やFRBの姿勢変化などを注視する展開

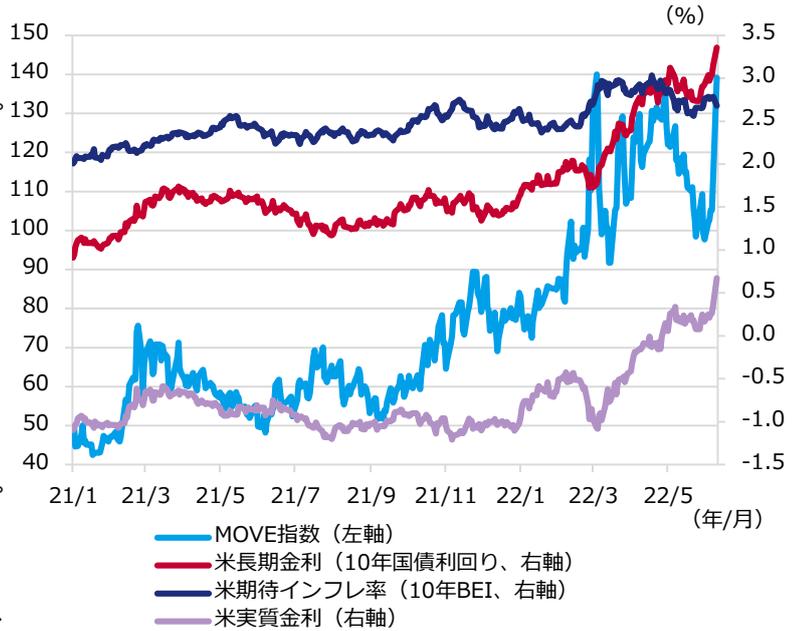
かかる状況下、米クレジット市場の先行きは依然不透明と考えています。例えば米IG債スプレッドと米景況感の概ね連動しますが、ISM景気指数は鈍化傾向にあるなど景気減速懸念が強まっており、スプレッドの拡大圧力として警戒されます（図表4）。なお前回の金融正常化局面では、景気下振れリスクを防ぐため、いわゆる保険的な利下げが相場を支える場面がありました。FRBが2015年12月に利上げを開始した後に、スプレッドは一時拡大する局面もみられたものの、その後の利上げペースが緩やかであったこともあり、2017年末にかけてスプレッドは縮小しました。2017年10月に量的引き締め（QT）が開始されると、スプレッドの拡大圧力が強まる場面がみられました。しかしその後、世界的な景気鈍化や貿易政策の不確実性などによる景気下振れリスクを防ぐため、FRBは2019年7月に利下げを決定しました。FRBのハト派姿勢や、景気拡大の継続を背景に、スプレッドはタイト化しました。

現在はインフレ退治を優先するFRBですが、インフレが抑制されれば、引き締め姿勢を緩める可能性も考えられます。今後のクレジットスプレッドの方向性を見極めるうえで、景気動向やインフレの帰趨に加え、FRBの情報発信の変化も注目されます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 米長期金利・米期待インフレ率・米実質金利・MOVE指数



期間：2021年1月4日～2022年6月13日（日次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）米実質金利=米10年国債利回り-米10年BEI（ブレイク・イーブン・インフレ率）、BEIは物価連動国債が織り込む期待インフレ率、MOVE指数は、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチが算出

図表4 米IG債スプレッドとISM景気指数



期間：米国IG債スプレッド、米長期金利は2015年1月2日～2022年6月13日（日次）

ISM景気指数は2015年1月～2022年5月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）米国IG債：ICE BofA・US・コーポレート・インデックス
スプレッド：対国債OAS（オプション調整後スプレッド）

bp：ベースポイント（1bp=0.01%）

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等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）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべ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。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。

2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。

3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

【当資料で使用している指数について】

● S&P500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングスLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。

● ICE Data Indices, LLC（「ICE Data」）、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、明示又は黙示のいずれかを問わず、インデックス、インデックス・データ、及びそれらに含まれ、関連し、又は派生する一切のデータを含めて、商品性又は特定の目的若しくは使用への適合性の保証を含む一切の表明及び保証を否認します。ICE Data、その関係会社又はそれらの第三者サプライヤーは、インデックス、インデックス・データ若しくはそれらの構成要素の適切性、正確性、適時性又は完全性について、なんら損害賠償又は責任を負わず、インデックス、インデックス・データ及びそれらの全ての構成要素は、現状有姿において提供されるものであり、自らの責任において使用いただくものです。ICE Data、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、アセットマネジメントOne（株）又はその製品若しくはサービスを後援、推薦又は推奨するものではありません。

● ISM製造業景気指数、ISMサービス業景気指数は全米供給管理協会が発表する指標です。