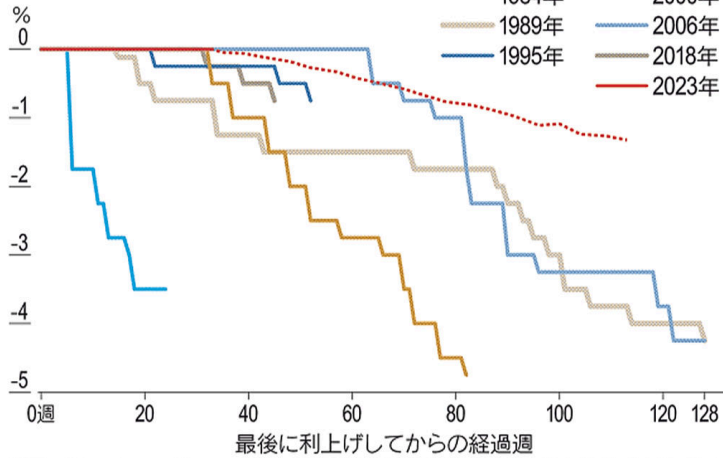


米短中期債投資の有効性

花井ゆき子 ティー・ロウ・プライス・ジャパン 債券運用戦略部長

(図1)米FRBの過去の利下げペース(最後の利上げ時からの米FF金利推移)



出所 ブルームバーグ・ファイナンスL.P.。破線は市場が織り込んだFF金利。4月10日時点

米国の国債利回りは、2023年後半には市場が米連邦準備理事会(FRB)の利上げの終了とその後の利下げを見込み大きく低下しました。しかし、年初来はこの流れが反転して、上昇基調にあります。現在の金利サイクルは過去とは異なり、利下げに至るまでにまだ紆余曲折がありそうです(図1)。

FRBはかつてアーサー・バーンズ元議長が1974年後半に金融緩和を早まったことがインフレを再燃させた前例、いわゆる「アーサー・バーンズの亡霊」が念頭にあり、この失敗の轍(てつ)を踏みたくないという思いもあるのでしょうか。

足元の状況を見ると、拡張的な財政政策、インフラ・設備投資などがインフレを促し、FRBによる積極的な利上げ政策を経てなお、米国経済は依然として底堅く、市場の楽観を後押ししています。

市場はFRBが年内に利下げを実施する可能性を年初は6回程度と見ていましたが、足元で

は1回から2回程度にまで下方修正されています。そもそも中央銀行の想定する中立金利・自然利子率に修正が必要ではないかという話もあり、米連邦公開市場委員会(FOMC)の利下げのガイダンスに対しても信頼性が低い状況です。

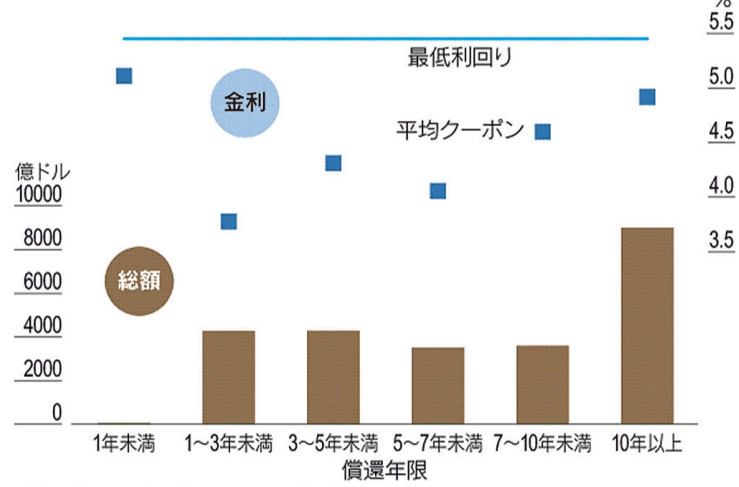
当面利下げの規模やタイミングについて不透明感は高く、米政策金利の「Higher For Longer(高く長く)」はいまだ健在と言えでしょう。

■借り換えの企業コスト増

FRBが金融緩和を躊躇(ちゅうちょ)していることから、高い金利環境が長引けばクレジット市場の信用サイクルは徐々に悪化することが想定されます。新型コロナウイルス禍の景気刺激策やゼロ金利政策によって、業況にかかわらず容易に低コストの資金調達ができただけは変化しており、徐々に債券の満期償還による借り換えが進みます。

現在の事業環境を踏まえると、借り換えによる支払い金利

(図2)米BBB格社債の償還年限別総額と金利



出所 ブルームバーグ・ファイナンスL.P.。4月4日時点

増加分を相殺するだけのコスト削減は厳しい可能性があり、それが信用力の悪化につながる発行体もあるでしょう。

例えば、現在すでに市場で発行されている米国のBBB格社債のうち5年債の平均クーポンは4%程度ですが、足元の市場ではこれらの社債の利回りは5%を超えています。新たに5年債を発行すれば、5%を超えるコスト(クーポン)が必要ということになります(図2)。

24年は米国のみならず世界人口の6割以上を占める国々で大きな選挙が予定されている選挙の年です。人気取りで得票を伸ばしたいとの思惑によって、積極的な財政緊縮ムードにはなりにくく、全体的には良好な金融環境によってリセッション(景気後退)がすぐにかかるような状況ではありません。

ただし、個別企業の信用力の変化には敏感である必要があるでしょう。

■市場の構造変化に注意

また、クレジット市場の攪乱(かくらん)要因として、市場の構造変化にも注意が必要です。

米ミューチュアルファンド市場では、ETF(上場投資信託)が急速に成長しています。その中でも債券インデックス(米国総合債券、米国社債)をベンチマークとするETFの23年における週次の資金フローを見ると、同じインデックスをベンチマークとするミューチュアルファンドの資金フローの7~8割に達する週も多々あります。平均すると51%程度です。

指数連動型だけでなくアクティブ型ETFも成長しており、特にインデックスのリターン再現が難しい債券クラスでの資金流入が顕著です。また、投資家によるデリバティブの活用も増加しており、S&P500種株価指数を対象とするオプションの売買高は、23年あたりから転換点を超えて、指数関数的に増加しているように見えます(図3)。

さらに、米国の大手銀行では増加傾向にあるバランスシート上の現金も、中小の地方銀行では減少傾向が見られます。このような環境では、小さなきっかけでも市場が大きく動く可能性を秘めています。リスク資産の積み増しを実施しながらも、手持ちの現金ポジションを維持して、より魅力的なエントリータイミングを見計らうようなバーベル型のスタンスを取る投資家も多くいるようです。

■変動を抑えインカム重視

債券と株式の相関もしばらくは不安定で、債券に株式やリスク資産との分散効果を大きく期待することができない環境が続いています。一方で、FRBが利下げを開始すれば、債券のタームプレミアムが見直され、長期金利の上昇もあり得ます。

ピンポイントでデュレーションを長期化するタイミングを見極めることが難しい市場環境を考えると、足元の十分に高い金利水準の恩恵と相対的に低いボラティリティの両方を狙える短中期ゾーンのクレジット投資が引き続き有効ではないでしょうか。



はない・ゆきこ 慶大法卒。オリックス、三井住友信託銀行ロンドン支店、米アライアンス・バーンスタインを経て2017年米ティー・ロウ・プライス入社。債券部門のスペシャリストとして投資戦略を立案する。

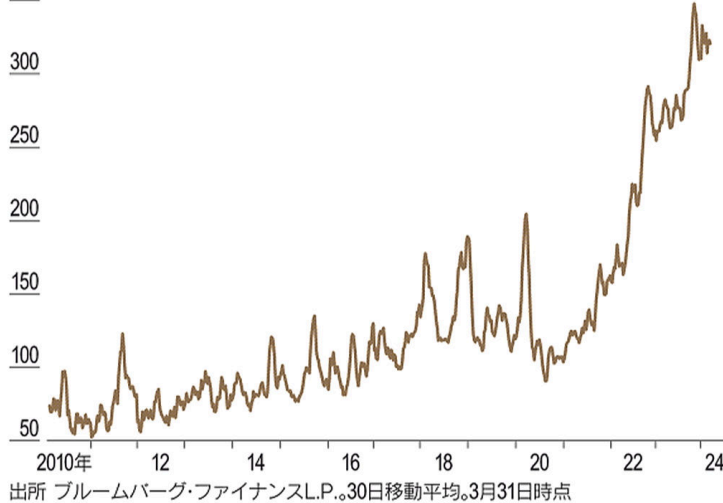
例えば、欧米の投資適格社債やハイイールド債の比較的短期・中期ゾーンの銘柄を厳選して保有し続け、しっかりとインカム(収入)の役割を期待する戦略です。

金利の上昇局面では、一般的に短期・中期債のリターンが長期債を上回ることが期待されますが、相対的に短中期債に不利と言われる金利低下局面になったとしても、足元のような十分に高いインカムがそれを吸収し一定程度のリターン(収入)の確保が期待できます。リスク資産と金利が正相関となるような環境では短中期債でポートフォリオ全体のリスクを下げるようなアイデアも考えられます。

グローバル投資適格社債市場では年初からの積極的な新発債の発行を旺盛な需要が消化し、スプレッドは縮小傾向です。米ハイイールド債市場も年初からの株式市場の上昇と足並みをそろえてスプレッドは縮小し、昨年比でより多様なクオリティの発行体から新規発行が見られます。欧州ハイイールド債市場ではシニア担保付債などが堅調で、01年以来の高水準な新発債発行が見られています。今後の新発債の発行予定リストには発行目的がM&A資金の調達目的のものも出始めています。

社債市場では、金利・マクロ環境の変化によって、個別銘柄のパフォーマンス格差が拡大していくと想定されます。ボトムアップ手法によるファンダメンタルズの状況把握と銘柄選別が欠かせません。

(図3)S&P500種株価指数対象のオプション売買高 350万枚



出所 ブルームバーグ・ファイナンスL.P.。30日移動平均。3月31日時点

上記は2024年4月28日号日経ヴェリタスで掲載された記事の複写です。日本経済新聞社の許諾を得て掲載しています。