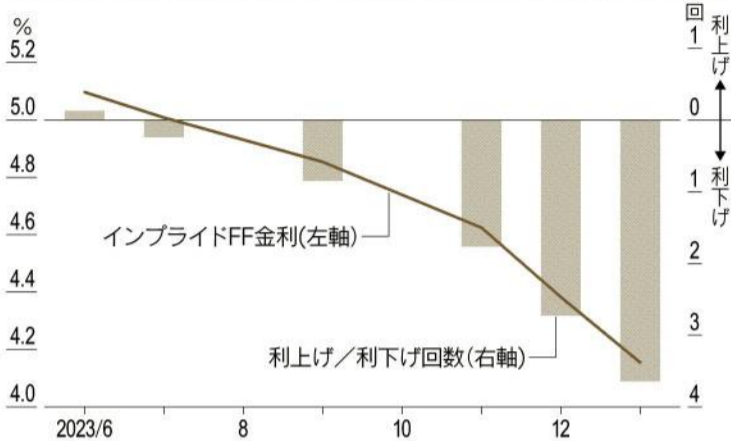


プロの羅針盤

「高ボラ」はアルファ獲得の好機

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)市場は深刻なリセッションが前提となる年3回の米利下げを予想



米連邦準備理事会（FRB）は5月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で0.25%の利上げを決め、改めてインフレ対応を優先する姿勢を見せました。

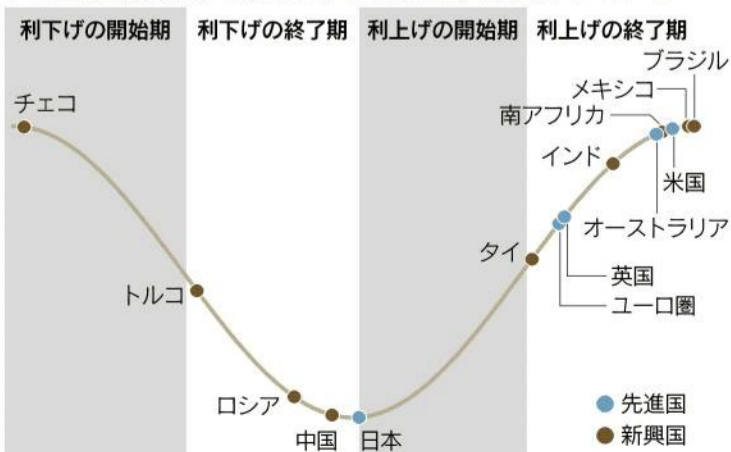
パウエル議長は6月の判断は6月の会合ですと述べています。13～14日のFOMCで据え置きとなるかどうかはインフレや労働市場次第ではあるものの、2022年から実施されてきた積極的な利上げが最終局面に入っているのは確かなようです。新たな金利レジームに入る金融政策の転換期にあって、市場の関心はむしろ年後半の利下げの有無に移っていると感じます。

■市場予想は深刻な景気後退

5月のFOMC前後、先物市場はFRBが年内に3回の利下げを実施すると予想しました。

(図1)。3月の突然の銀行破綻に驚かされ、突発的な信用不安への懸念が高まっていますが、年内3回の利下げは深刻なリセッション（景気後退）を前提とするものです。足元のインフレや雇用状況を見ると、このような早いペースで利下げを実施することは考え難いように思

(図3)金融政策のサイクルは国ごとの格差が広がっている



※上記は2023年6月4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。

(図2)米国債のボラティリティーは米銀破綻により急上昇した



く低下したためです。利上げを警戒していた投資家は素早く短期債のショートポジションを解消しました。

運用者としては、市場が深刻なリセッションをすでに織り込んでいるのですから、そうなった場合の心配は不要になります。むしろ、見通しが穏やかなリセッションに変わる可能性や、FRBの利下げが遅れる政策ミスの可能性などを考え、その場合の市場変化に備えます。変化の素早い最近の市場ですから、この原稿が紙面となる頃にはそのような見通しが優勢になっているかもしれません。

ボラティリティーの高い市場環境は継続する見通しで、米国債のイールドカーブが安定して右肩上がりの形状に戻るまでにはあと1年程度はかかりそうです。単純にデュレーション（平均回収期間）を大きく追加するのが時期尚早ならば、魅力的なカーブのポジションを取るなどのアプローチも検討の余地があります。人工的につくられた低金利・低ボラティリティーの時代は終わり、ボラティリティーが市場に非効率性をもたらし、アクティブ運用によるアルファの獲得機会が拡大すると見ています。

■貸出態度や流動性に注目

シリコンバレーバンクの破綻以降、与信引き締め初期サインとなる米国上級銀行貸し出し担当者調査（SLOOS）が注目されるようになりました。5月発表の同調査では、銀行の貸し出し態度は厳格化し、借入需要が低下していることが確認されました。銀行融資の増加ペー

スはすでに昨年下半年から減速していたので、ここ数カ月のトレンドから大きく離れるものではありません。ただ今後、企業の借入需要が増えれば、与信環境との不均衡から経済成長の足かせとなる可能性があります。

シリコンバレーバンクの破綻は急速に流出した預金への対応不能が引き金であり、末端の資金の偏在を再認識する事例となりました。量的緩和（QE）を実施するときは、心臓たる中央銀行は主に大動脈である銀行などを通じて市場に広く血液（資金）を供給し、これが時間をかけて様々な部位の毛細血管に浸透し、経済を下支えます。一方、量的引き締めでは、中央銀行にはどの毛細血管から資金を吸い上げるかを選ぶことはできません。

それゆえ脆弱な部分で突発的に混乱が起きる事態もあるでしょう。それが流動性の調整役を担う銀行で起きてしまったのは残念ですが、リーマン・ショックの経験を生かした迅速な対応で一旦は落ち着いています。

流動性の状況は、利上げやQTに加えて、米国の国債発行上限問題によっても一時的に逼迫しており、流動性が少し緩むのは第3四半期以降と見られます。

■アクティブ運用が魅力的に

金利レジームの転換期では、債券のアクティブ運用の魅力が再認識されます。国債を中心とする債券運用の中には、デュレーション配分をダイナミックに変更するものから、全体のデュレーションをベンチマークに対する相対配分で管理するもの、



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。運用経験は27年を超える。

対象地域を欧米などに限定せず、グローバルの金利サイクルの差に着目してアクティブに運用するものなど、様々なタイプがあります。

リスク資産に対する保険的な役割も担う債券運用においては、単なるリターン追求だけでなく、期待されるリスク水準や債券特有の性質を利用したソリューションの提供が重要です。それには運用の目的を明確にし、その目的に沿った運用アプローチやプロセスを構築して、素早く変化する市場を機敏な動きで捉えることが重要となります。

コロナ・ショックにより、市場を横断して一様に緩和に動いた世界の国々の金融政策サイクルにも格差の広がりが見られます。すでに利下げに舵（かじ）を切り始める国がある一方で、ユーロ圏のようにコアインフレの高さからまだ数回の利上げが想定される地域もあります（図3）。個別の国の経済状況や政策方針の深い理解が、債券運用でのアルファ獲得には欠かせません。

今年は、債券とリスク資産の低関心の復活が期待されます。今後、デュレーションの長い資産にエクスポージャーを持ち、スティープ化ポジションが効果的となるタイミングも来るでしょう。デュレーション配分を柔軟に変更してリターン獲得を目指す、アクティブな金利リスクの管理が債券運用の成功のカギとなるとみえています。