

世界的な債券シフト再び—米国「景気の山」到達で

作成日 2019年12月4日

景気減速で金利上昇警戒感が薄れ、長期金利に低下圧力（＝債券高の要因）が戻ってきたようです。

潜在成長率並みへの減速は債券投資には追い風

- 米国経済はトランプ政権前半の2年間、潜在的な成長率（2%弱）を上回る力強いペースで成長してきました（一昨年2.4%、昨年2.9%）。最近では巡航速度へ減速しています。
- 主因は、かつてトランプ減税効果で大きく伸びた企業の設備投資が、米中貿易摩擦に伴う先行き不確実性の高まりで、停滞し始めたことです。このためFRB（米連邦準備制度理事会）は、向こう3年間の米国経済成長率の予測を、潜在成長率（2%弱）並みの2%前後へ引き下げています。
- これは債券運用には追い風です。一般に、経済の総需要（＝経済成長率）が、総供給（＝潜在成長率）を上回る需要超過の状態になれば、インフレ警戒感が強まります。インフレは債券運用の弱点ですので、債券価格は下落（利回りは上昇）しがちとなります。実際、昨年、米国の長期金利（10年国債利回り）は3%超へ大きく上昇しました（図表参照）。最近では巡航速度への景気減速などで2%弱です。長期金利は過去30年間、人口高齢化やエネルギー消費構造変化等で低下しており、長期トレンドに戻った形です。

【図表】米国長期金利の推移（過去30年間）



金融政策も債券投資に不利な利上げ局面を脱する

- 長期的視点で景気循環サイクルをみると、リーマンショックによる景気の谷（2009年）からスタートした米国景気の拡大は、過去最長の11年目です。リーマンショック後に金融緩和で景気を刺激したFRBは、4年前に利上げを開始しました。利上げ9回と微調整の利下げ3回の計12回の政策変更を終え、景気を刺激も冷却もさせない中立金利の水準へ政策金利を戻しています。
- つまり、「現状は景気の山に到達し、当面、景気は高原状態が続く」とのFRBの判断が読み取れます。債券運用は、景気が山に向かっていく需要超過（上述）局面は不利な一方、山からやがて谷へ向かう局面は追い風となります。債券運用に不利な局面を脱したのが現状、と言えそうです。

長期の債券投資は複利効果により為替リスク軽減

- こうした米国での債券運用への追い風は、内外の機関投資家によるグローバル債券ポートフォリオ運用を通じ、日本をはじめ世界各国債券の運用にも追い風となりそうです。
- このチャンスをもとに日本の投資家がつかむ道は、3つありそうです。内債なら①国債より利回りが高くインカム・ゲインを積み上げる投資適格級（BBB格以上のInvestment Grade、以下IG）の国内社債、外債なら②IG格のグローバル社債や③IG格で財政規律が厳しい国の国債への分散投資でしょう。
- 外債については、為替リスクが悩みの種です。しかし、より長期で投資すれば、複利効果がより長期間にわたって働くため期待リターンが高まります。これが円高による差損をある程度、軽減する収益バッファ（緩衝材）になり得ます。
- 直感的なイメージとして、仮に昨日の米国10年国債利回り1.72%で15年間、複利で運用できたケースを想定すると、（諸コストを無視すれば）1.0172の15乗は1.29なので、理論上は29%の円高まで耐え得る計算です。今日の1ドル＝109円での投資なら1ドル＝80円割れの円高に相当します。逆に円安となれば差益でリターン上乗せも期待できます。

財政規律が厳格な国で成長国なら長期投資向き

- ただし、長期にわたる債券投資で複利効果を享受するには、長期運用に耐え得る、IG格の信用力を持った債券であることが必須です。15年後までにデフォルト（元利払い不能）に陥る確率が、IG銘柄なら僅か3%です。一方、非投資適格級（non-IG）銘柄なら24%、つまり四分の一もの高い確率でデフォルトが見込まれるからです（注）。

（注） S&P Global Ratings, “2018 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study,” April 9, 2019

- 外国国債への分散投資（上述③）であれば具体的な候補として、米国をはじめ豪州、ニュージーランド、カナダ等が考えられます。これら4か国なら、日本と比べ財政規律が厳しいためIG格の中でも信用力の高いトリプルA格（格付会社ムーディーズ）を維持しています。
- 「IG格であること」の最低要件をクリアしたら、次の判断ポイントは利回りの高さです。各国の金利水準はその国の潜在的な経済成長能力を反映します。IMF（国際通貨基金）の3年間（2018～2020年）の経済成長率予測を平均すると、米国2.5%、豪州2.2%、ニュージーランド2.7%、カナダ1.7%で、日本0.7%を上回ります。利回り要件もクリアです。いずれにせよ、長期にわたる債券投資には好機到来のようです。

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司
東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士
日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイツ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職

●当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類（目論見書等）ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。●当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらに関する著作権等の一切の権利は、それらを作成・公表している各主体に帰属します。●当資料の内容は作成日における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。●投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。