

「Xデー」が迫る中、今回の債券市場では過去の動きが参考になるのでしょうか？



ポール・グレインジャー
ヘッド・オブ・
グローバル・フィクストインカム
& カレンシー

政治的対立により瀬戸際に至り、米国の債務上限に関する土壇場の妥協案が合意される、このようなシナリオをこれまで何度も見てきました。今回の債務上限交渉の政治的背景は控えめに言っても不安定であり、米国政府の借入枠が尽きる日である「Xデー」を巡る不確実性から、偶発的なデフォルトがリスクとなっています（ただし、シュローダー・グローバル・フィクストインカム & カレンシーチーム（以下、運用チーム）の基本シナリオではありません）。

歴史は有用な参考となり得るため、2011年に債務上限が期限のわずか2日前に引き上げられた際との比較がなされています。当時の市場の反応は、深刻なセンチメント悪化につながり、米国債はAAAから格下げされたにもかかわらず上昇し、安全通貨は他の通貨に対して上昇し、信用スプレッドは拡大しました。

しかしながら、2011年の状況と直接比較することには注意が必要です。なぜなら、当時の市場環境は大きく異なっていたからです。当時は、ユーロ圏は欧州債務危機という独自の課題を抱えており、欧州周縁国国債のドイツ国債に対するスプレッドが大幅に拡大し、他の景気循環資産も弱含んでいました。

今回は、過去40年超で最も積極的となった利上げサイクルが終了に近づいている局面にあり、金利はすでにかかなりの高水準にあります。また、米国の経済活動データも大幅に悪化しており、市場を動かす要因の中から債務上限によるものだけを切り分けることがより困難になっています。

さらには、米国の地方銀行セクターの混乱を受けて、貸出基準の引き締めによる経済成長への逆風も加わっています。

これまでのところ、市場は現在のリスクに対してやや悲観的な反応を見せています。Xデーが予想される時期に満期を迎える米国庫短期証券(T-Bill)は大幅に下落し、米国のソブリン・クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)は2011年よりもスプレッドが拡大した水準で取引されています。しかし、当時と金利環境が大きく異なるため、デフォルト確率という点ではあまり有用な比較ではありません。一方で、リスク資産や通貨のボラティリティ(変動性)は今のところ落ち着いており、一部の市場は債務上限リスクを過小評価していることを示しています。

Xデー近くでは市場の反応が大きくなる傾向

歴史的に見ると、Xデーに近づくほどボラティリティが上昇しています。市場はこの法則を認識していますが、今回はボラティリティがより手前の段階で上昇する可能性があると考えます。運用チームの分析によると、市場価格は今後より深刻な景気減速を織り込み、クレジット・スプレッドは拡大すると見えています。つまり、ハイイールド債券が投資適格債券に劣後し、国債価格が上昇し、米ドル安、特に日本円のようなディフェンシブ通貨に対してドル安が進むと考えられます。

なお、今回は米国連邦準備制度理事会(FRB)の利下げ余地が大きく、イールドカーブの形状に異なる影響を与える可能性があることは注目に値します。2011年当時は、イールドカーブのリスクはフラット化(平坦化)でした。

当面は政治が市場の動きを左右する

より有意義な交渉を行うために、ある程度の延長期間が設けられると可能性が高いと思われます。これは市場に安心感を与えるかもしれませんが、これで終わりというわけではなく、不透明感は継続するでしょう。

当面は動きの激しい市場動向が継続することが見込まれますが、信頼感の低下は、世界的な経済成長の鈍化とデysinフレの進行につながり、国債利回りに低下圧力がかかると考えます。

【本資料に関するご留意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネージメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものでもありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schrodersとは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。



日本と英国をつなぐ歴史
1870年日本初の国債発行

英国を本拠とするシュローダーの日本とのかわりりは、約150年前にさかのぼります。1870年（明治3年）、日本初の鉄道敷設のため、日本政府が初めて発行した国債の主幹事を、シュローダーが務めました。

1974年には東京事務所を開設し、日本における本格的な事業への第一歩を踏み出しました。幅広い資産運用サービスを提供する現在も日本株式運用を事業の中核に据え、150年前と同様、日本の未来への投資を通じて歴史を紡いでいます。