

米 FRB： 迫りくる利上げ開始

本稿は 2022 年 2 月 16 日発行の英語レポート「US Federal Reserve: Approaching lift-off」の日本語訳です。内容については英語による原本が日本語版に優先します。

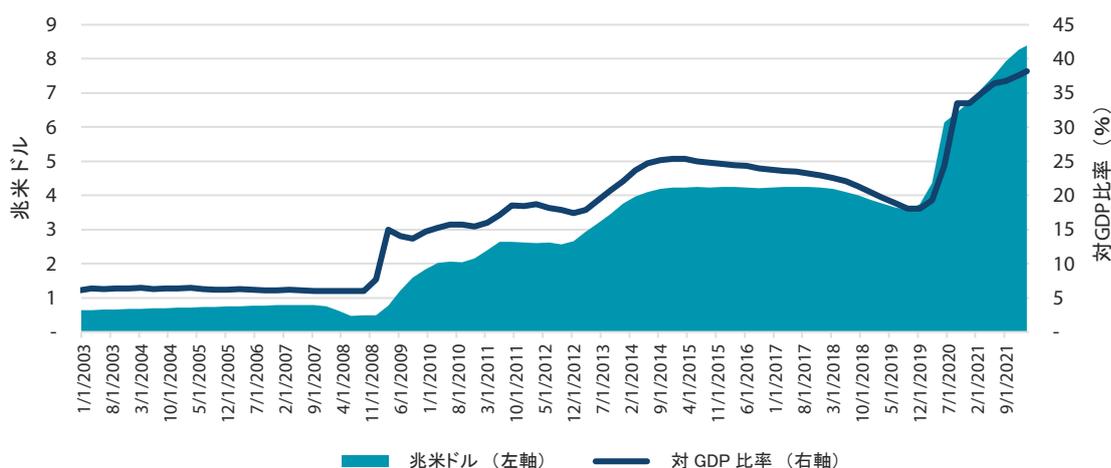
2022 年 3 月 3 日

米 FRB が引き締めサイクルをより積極化させるとの見方の強まりを受けて、米国債は売り込まれた。このことは投資家にとって 2022 年のこの先何を意味するかという点について当チームの見解を紹介するとともに、アジア債券市場の見通しについて議論していく。

アジア債券チーム

2022 年が始まると、米国債イールドカーブのベア・フラット化（短期金利が長期金利よりも上昇）が進み、また、米国債利回りはイールドカーブ全体にわたって上昇傾向を辿った。米 FRB（連邦準備制度理事会）の 2021 年 12 月 16 日会合以来、米国債利回りは 2 年物が約 0.574%、5 年物が約 0.494%、10 年物が 0.389% 上昇している（2022 年 1 月 27 日現在）。利回り上昇の主因は、FRB が引き締めサイクルをより積極化させるとの見方の強まりであった。そのきっかけとなったのは、根強いインフレ圧力を反映した足元の経済指標や、12 月の FOMC（連邦公開市場委員会）議事録において、FRB のバランスシートのランオフ（保有債券の償還金の再投資停止による自然減）が 2022 年に始まる可能性があることや、初回の利上げが間近であることが示唆されたという背景であった。過去 10 年間にわたって FRB の保有資産残高は非常に大きく積み上がっており（現在の残高は約 8 兆米ドル、チャート 1 参照）、同中銀ができるだけ早く行動を起こすことは妥当だと考えられるが、市場のボラティリティを和らげたいのであれば、明確なコミュニケーションが極めて重要となる。

チャート 1: FRB の保有資産残高の推移



出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成
2022 年 1 月

FRB の金融政策正常化の行方や金融市場への影響をめぐって市場の懸念が強まっていることから、参考のために FRB による過去の引き締め局面をいくつか再び取り上げてみる価値はあると思われる。過去 20 年間には米国の経済成長の改善に伴って米国の金利が上昇した局面が 2 回あった（チャート 2 参照）。

チャート 2: 直近の FRB 利上げサイクルにおける米国債 10 年物とアジア諸国通貨のパフォーマンス



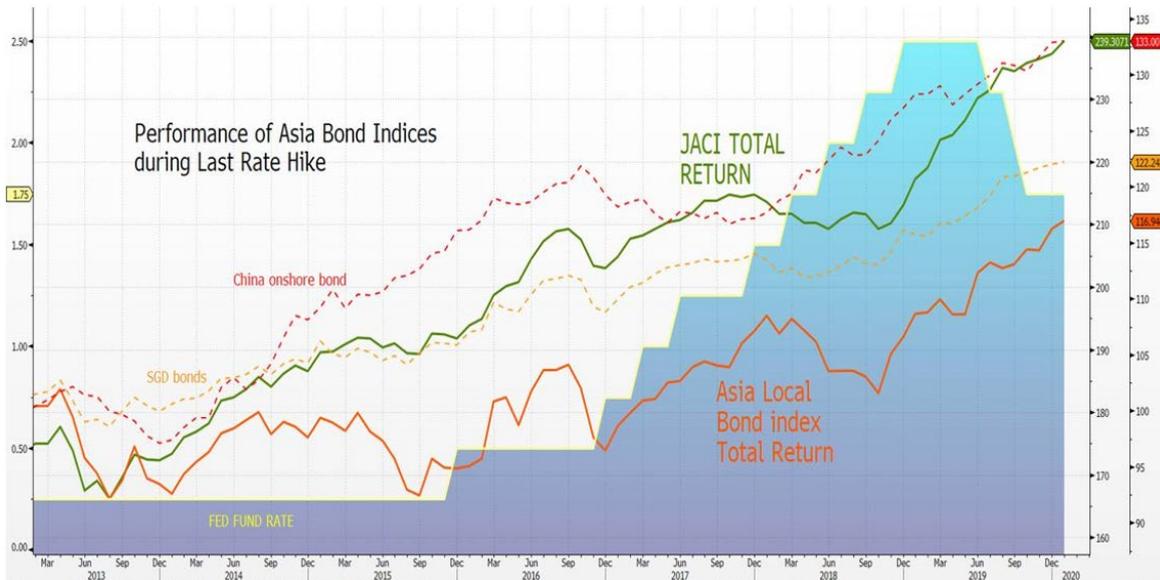
出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成
2022 年 1 月

FRB は 2003 年から 2006 年の間に計 4.25% の利上げを実施した。この期間、米国債利回りは大方レンジ内での推移が続いた。一方、アジア地域のマクロ面の安定性が改善したことで米国の金利上昇から打撃を受けることなく、旺盛な米国需要が追い風となったことから、アジア諸国通貨は上昇した。

2015 年 12 月から 2018 年 12 月の間において、FRB は政策金利を計 2.25% 引き上げた。2015 年 12 月に利上げに転じ(フェデラル・ファンド金利を 4 回引き上げたのち)、2017 年 6 月にバランスシートの縮小を発表した。実際にバランスシートが自然減に転じたのは 4 ヶ月後であった。新型コロナウイルスがパンデミック(世界的大流行)化した 2020 年に金融政策を方向転換するまでに、FRB はバランスシートを 5,000 億米ドル程度縮小することに成功した。米国債利回りは初回利上げから 2016 年前半にかけて低下したものの、のちに大規模な景気刺激策や税制改革を実施したドナルド・トランプ大統領の誕生に向かって上昇に転じた。同時に、こうした米国債利回り上昇の初期段階にかけてアジア諸国通貨は低迷した。続いて、米中貿易戦争などの外的要因により、同資産クラスに対する投資家のセンチメントは一段と悪化した。

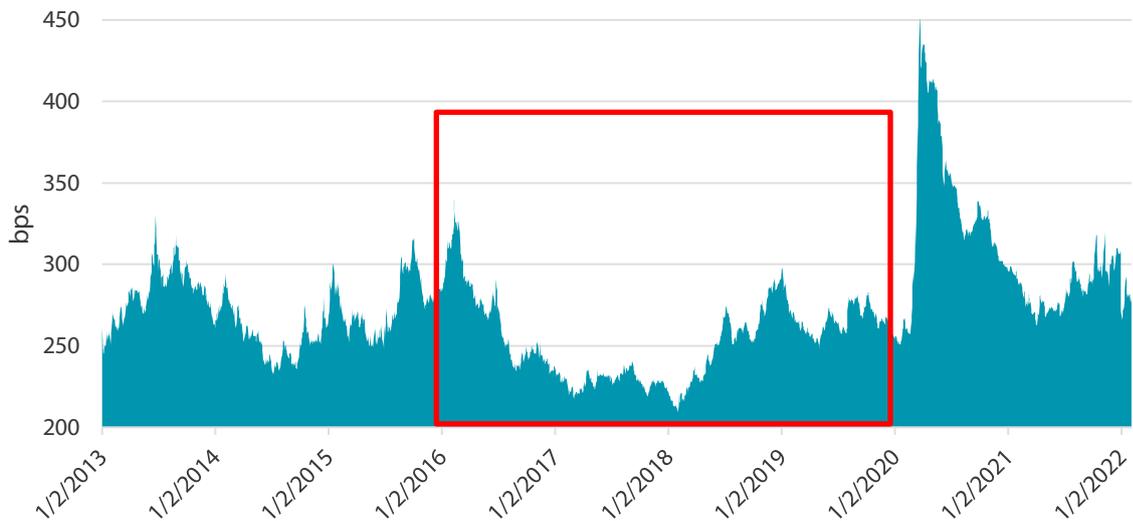
しかし、アジア地域の大部分において成長が加速すると、アジア債券市場(クレジットおよび現地通貨建て債券)のトータル・リターンはプラスとなった(チャート 3 参照)。アジア・クレジット市場の場合、スプレッドの縮小とともにキャリー収益が米国債利回り上昇の影響を十二分に相殺し、JACI(JP モルガンアジア・クレジット・インデックス)コンポジット・インデックスは当該期間におけるトータル・リターンがプラスとなった(チャート 4 参照)。

チャート 3: 前回の FRB 利上げサイクルにおけるアジア債券指数のパフォーマンス



出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成
2022 年 1 月

チャート 4: JACI コンポジット・ブレンディッド・スプレッドの推移



出所: 信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成
2022 年 1 月

現在のサイクルについてはどうか？

FRB の現在のバランスシートは、前回の正常化局面の当初と比べて満期が比較的短い証券へと傾いており、テーパリング(資産購入の段階的縮小)プロセスが迅速化するとの見方は 2 年物および 5 年物利回りへ大きな影響を及ぼしてきた。

金融政策正常化の道のりについては依然不透明感が強く、さらなる政策シグナルを求めて FRB の声明が注視されるだろう。今のところ、引き締め開始は 3 月で、0.25% の利上げが 2022 年に 4~5 回、続いて 2023 年にさらに 2~3 回実施されるというのが市場のコンセンサスとなっている。また、FRB は 2022 年中頃までにバランスシートの巻き戻しに着手すると予想されている。2014~2017 年当時のサイクルに比べてより速いペースで保有資産を縮小させる可

能性はあるが、それでも 2017 年と同様に段階的に縮小を実施していくとみている。金利や経済への影響を和らげるために、FRB は米国債および MBS(モーゲージ担保証券)の月間保有削減額の上限を発表すると見込まれる。また、当社では、1 月の FOMC 会合を受けて、3 月に 0.5%の利上げが実施される確率が上昇したと考えている。

利上げおよび金融政策正常化の開始段階にかけて米国債利回りの上昇基調が続くとみているが、FRB による引き締め道筋のさらなる明確化や年後半でのインフレの緩和を受けてピークをつけると予測している。当面は、タイや韓国、シンガポール、香港などの利回り水準の低い国・地域においてデュレーションを短めとする一方、金利上昇の影響を緩和する「キャリー収益のクッション効果」が期待される利回り水準の高い国・地域においてデュレーションをよりニュートラルに保つ戦略を維持することが賢明とみている。また、中国の現地通貨建て債券市場は域内において相対的に堅調に推移すると予想していることから、中期的に中国債券に対して強気な見方を維持している。中国人民銀行による緩和的な政策スタンスへの転換に加え、好調な輸出に支えられた中国人民元の底堅い推移は、中国国債にとって強力な下支え要因になるとみている。

短期的には中国以外のアジア債券に対して慎重な見方をしているものの、アジア債券市場における外国人保有率は比較的低く、投資資金流出リスクが限定されていることには留意している。FRB がバランスシート縮小計画の詳細を明らかにしたのちは市場が安定化すると予想している。その後、様々なアジア諸国におけるインフレおよび成長動向の違いが、年内における各市場のパフォーマンスのドライバーになるとみている。同様に、年後半にはインフレ圧力が緩和されると予想しており、そうなれば利回り上昇圧力が和らぐ可能性がある。

2021 年 6 月以来、ドル指数(DXY)は着実に上昇してきており、FRB のタカ派転換を受けて 6%程度上昇している。引き締めサイクルを迎えるに伴い、特に米国の実質金利上昇を受けて米ドル高基調は継続すると予想される。エネルギー価格高が長引いていることから、アジアにおいて石油純輸入量が高水準のインドやフィリピンなどの国々の通貨に対して慎重な見方をしている。アジア諸国の景気回復に伴い、インドネシアやフィリピン、インドなどの国々の經常収支は輸入増加を受けて 2021 年比で若干悪化するとみられることから、当該通貨に対しては慎重なスタンスが妥当と思われる。

シンガポールでは、力強い景気回復が進むなか、MAS(シンガポール通貨金融庁)が 2021 年終盤に金融政策の引き締めを開始し、シンガポールドルの NEER(名目実効為替レート)を上昇方向に誘導した。2022 年には NEER のさらなる上昇を容認するとみており、それを追い風にシンガポールドルは引き続き相対的に堅調に推移する見込みである。注目すべき点として、シンガポール国債はシンガポールドルの NEER 上昇局面において米国債をアウトパフォームする傾向にある。

シンガポールドル建て社債市場は、政府関連企業、金融、不動産/シンガポールリートが発行体が大多数を占めている。2022 年を迎えこの先、シンガポール政府が新型コロナウイルスの取り扱いをエンデミック(一定地域で普段から継続的に発生する状態)に移行しつつあるなか、シンガポールドル建て社債については概ね良好な見通しを維持している。経済や国境の完全再開は、当社アジア債券チームの運用するポートフォリオで保有するクレジットものの追い風になるとみている。銀行の資本状況は引き続き良好に推移すると予想されており、シンガポール国外での成長を促進していくために買収機会を求めていくなかでも、強固な信用格付けが維持される見込みだ。また、中国不動産セクターのボラティリティが高まっている環境下、シンガポールの不動産関連債券はポートフォリオの安定性を高める効果的な選択肢をもたらしている。債券のストラクチャーに関しては、同一の発行体による満期一括償還債よりもキャリー水準が高いことから、コール(期限前償還)日/リセット(金利再設定)日までが短く 5 年未満の企業の永久債および金融債を選好している。スプレッド水準が比較的高いことも金利上昇の影響に対するクッションの役割を果たすとみられている。さらに、金利上昇局面では債券の償還オプションが行使される可能性も高まる。

アジアの米ドル建てクレジット市場においては、投資適格クレジットの足元のスプレッドが前回の利上げサイクル開始時点に比べてタイトな水準にあり、このことは社債のファンダメンタルズがより良好であることを映し出している。しかし、市場で再びリスク回避の動きが強まる場合に投資家にとってのバッファがより少ないことも意味している。したがって、満期までの期限がより短いクレジットものを保有するとともに(ファンドの投資ガイドラインによって許される場合)米国債先物を用いて米国債のデュレーションに対するヘッジを行い、デュレーションを短めに維持することが賢明とみている。また、スプレッドによるバッファが相対的に優れ、満期までの期間が短く、期限前償還条項付の銀行劣後債を中心に、一部の BBB 格クレジットも選好している。

当資料は、日興アセットマネジメント(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社のファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社のものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。