

ご参考資料 2015年12月7日

2016年債券市場見通し



ブン・ペン・オイ
チーフ・インベストメント・オフィサー
債券運用部門
イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)リミテッド

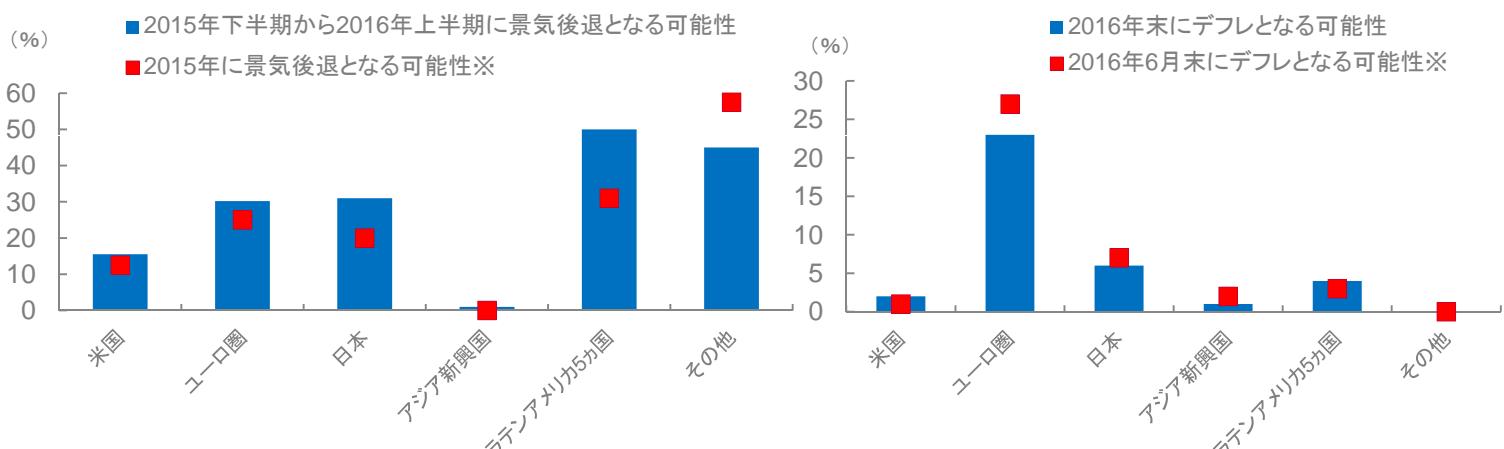
市場で起こる出来事は、しばしば市場参加者を驚かせます。2015年はそれが現実となり、高いボラティリティ(価格の変動性)と幅広い悲観的な見方をもたらしました。株式市場は、年初から強気の基調で始まりましたが、8月には新興国に対する懸念、米国経済の減速、コモディティ価格の下落などを受け、市場のセンチメントは急激に悪化しました。投資家は新興国経済の減速を懸念していましたが、中国の政策面での相次ぐ失策を受けて、その懸念が増幅されました。特に、南米地域への懸念は、コモディティ価格に対する弱気な見通しやブラジルの脆弱なファンダメンタルズを受けて、さらに深刻でした。

当社は、昨年に公表した2015年見通しの中で、アジア新興国の経済、特に中国経済については慎重な見通しを持っており、これがアジア市場に動搖をもたらす可能性についても想定していました。しかしながら、これほどの市場の動搖の大きさまでは予期していませんでした。また、「世界的な金融政策の緩和傾向」の見方も維持してきました。当社では、米国政策金利の最初の引き上げは2015年の10-12月期に実施されると予測していましたが、当レポート執筆時点(2015年10月末現在)においてもその可能性は高いと考えています。米国の国債利回りは、緩和基調の見通しの下で、2015年は概ねレンジ内で推移してきました。

そして、2016年に向けてポートフォリオの戦略を策定する時期となりました。市場では経済に対して弱気のセンチメントが広がっていますが、当社はあえて楽観的な見方を探っています。米国とユーロ圏では、成長回復の軌道は損なわれていません。米国経済は2015年には毎月平均20万人ほどの雇用者数の増加を創出しており、労働市場における「スラック」(需給のゆるみ)を着実に解消しながら、消費者センチメントの改善とともに米国住宅市場の回復に貢献してきました。ユーロ圏でも2016年にはかなりの健全なペースでの経済成長が見込まれており、購買担当者指数の上昇や銀行融資の増加などが明らかになっています。

アジア新興国に対する懸念は引き続き中国経済です。しかし当社においては、中国の不動産市場は落ち着きを取り戻し、財政政策は緩やかな歳出拡大の基調にあり、個人消費支出の底堅さも期待されることから、2016年には中国においても経済成長率の回復が可能になると見込んでいます。当社のアジア経済への強気見通しは、IMFによる調査レポートの結果によっても裏付けられています。2015年10月のWorld Economic Outlook レポートで、国際通貨基金(IMF)は各地域の景気後退およびデフレのリスクについて分析を行っていますが、アジア新興国がデフレに陥る可能性は、短期的には非常に低いとしています。(以下チャート参照)

景気後退およびデフレのリスク



出所: IMF世界経済見通しデータベース(2015年10月)のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。※2015年4月データ

英国ブルーデンシャル社はイーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルデンシャル・ファイナンシャル社とは関係がありません。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第379号／加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

151207(04)

グローバル資本市場、特に新興国市場に困難をもたらしている要因としては、原油価格およびコモディティ価格に対する弱気な見通しが指摘されます。そして、もう一つの大きな要因が、グローバルに債務の残高が積み上がってきているということです。低迷しているエネルギー価格については、現在の低価格を長期的に維持することは不可能と見えています。エネルギー価格の低下は、消費を活性化させる一方で、減産によって供給を減少させるからです。仮に、当社の予測通りに世界的な景気回復が実現した場合、世界経済の成長はさらに加速し、コモディティ価格は上昇に向けて方向転換すると考えられます。アジア新興国の債券市場および為替市場は2015年には打撃を受けましたが、このようなシナリオによって、これらの市場は今後6ヶ月から12ヶ月程度の回復基調を迎える可能性があります。

日本を除くアジアの非金融部門の民間債務は2015年の7-9月期にはGDPの144%に達しており、これはアジア通貨危機の直前に当たる1996年当時の83%をはるかに上回る水準となっています。過去4~5年にわたるこのようなアジア地域での急激な信用拡大に対して批判的な意見があり、アジア通貨危機の再来を懸念するまでになっています。しかしながら、当社ではアジア新興国の状況は当時に比べてはるかに健全であると見えています。各国経済の対外的な安定性は、高水準の外貨準備や健全な対外収支バランスによって支えられています。一方で、国内経済の安定性についても、健全な銀行システム、効率的に機能する債券市場、安定した財政収支などによって維持されると考えています。

また、米国の量的金融緩和は段階的に縮小に向かうなか、世界経済が減速傾向にあることから、新興国における信用拡大のペースも減速するため、債務の対GDP比率も適度な水準に落ち着くものと思われます。その結果、アジア新興国経済における金融面は明らかに安定していくと見えていますが、これらの地域は対GDP比経常収支、外貨準備残高や対外債務残高などからも、良好なファンダメンタルズに支えられていることが分かります。

2016年については、米国の金融当局が金融引き締めのペースを速めることができるものと見えています。その結果、米国の政策金利(フェデラル・ファンド(FF)金利)は2016年末には1%から1.25%程度まで引き上げられる可能性があります。一方で、2015年10月末現在、先物市場での価格形成を見ると、0.65%から0.75%程度の水準までしか織り込んでいないようです。当社は、米国の労働市場の「スラック」(需給のゆるみ)は着実に解消するとの確証を持っており、これが賃金の上昇を加速し、金融当局が政策金利の「正常化」のペースを速めると見えています。なお、当社が想定している米国金融当局による金融引き締めのペースでさえも、金利上昇の変化率としてはかなり緩やかなものであり、短期的な市場変動はあるものの、社債市場や株式市場が十分に吸収可能な程度のものであろうと考えています。

当社は、2015年7-9月に見られたスプレッドの拡大を受けて、社債市場の利回りは妥当な水準にあると見えています。ただし、米国の金融政策が従来ほど緩和的ではなくなったことで、米ドルは底堅く推移する一方で、社債については大幅なクレジット・スプレッドの縮小は見込めないでしょう。米ドルは、過去2年間に2割近く上昇してきたため、かなり割高な水準にあります。アジアの通貨については歴史的に見ても割安な水準にあり、一部の投資家の「リスク回帰」的な動きもあることから、当社では2016年末まで米ドルに対して2~4%程度の緩やかな上昇を見込んでいます。

当社は、アジアの社債および通貨、そして現地通貨建て債券に対して楽観的な見通しを持っていますが、グローバル市場におけるリスク要因を軽視するつもりはありません。むしろ、脆弱な面が数多く残っている、との見方です。ユーロ圏とギリシャの抱える根本的な問題は未だ解決したわけではなく、先進国における賃金引き上げの動きは鈍く、景気拡大も勢いを欠く可能性を示唆しています。また、仮に新たな金融危機が発生した場合、金融緩和および財政出動などの政府が採り得る政策手段が限定されていることも認識しています。

一方で、こうした現在の懸念材料は市場で織り込まれており、市場危機に発展する可能性は低いと見えています。さらに、米国の経済は順調に回復しており、財政再建の進捗もみられることから、2016年にはより力強い米国の景気拡大が実現する可能性もあります。また、アジアの先進国およびアジア新興国の経済においても、状況が好転する明るい兆候が見られます。2016年については、投資家が「弱気の壁」を取り払うことにより、株式市場および社債市場においての好パフォーマンスが期待できると考えています。

※当資料はイーストスプリング・インベストメント(シンガポール)リミテッドが作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメント株式会社がご参考資料として抄訳・編集したもので、情報提供のみを目的とするものであり、特定の金融商品等の勧説・販売を目的とするものではありません。※当資料は信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしも正確性、完全性を保証するものではありません。※当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがあります、事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることができます。また、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。※当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来を保証するものではありません。