

## グローバル債券市場の見方 | 2022年第2四半期

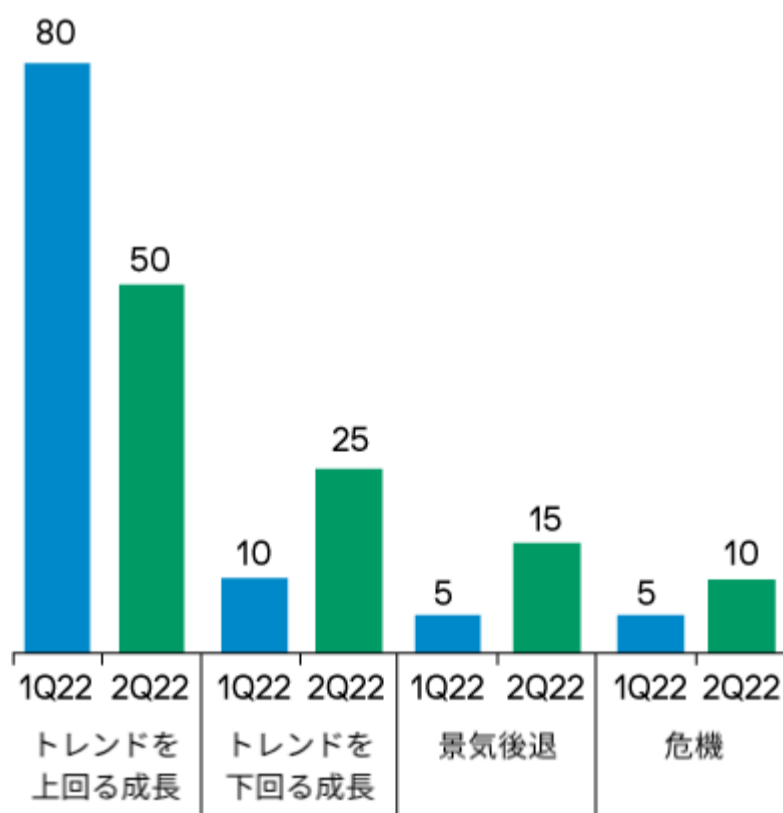
グローバル債券運用部門（GFICC）が四半期毎に開催する投資戦略会議で議論された投資テーマとシナリオをご紹介します

2022/03/14  
Bob Michele

### 要旨

- J.P.モルガン・アセット・マネジメントのGFICC投資戦略チーム（以下「当チーム」）では、前四半期に続きトレンドを上回る成長が持続すると考えている。一方で、足元のロシアによるウクライナ侵攻、各国中央銀行の金融引き締め、インフレ圧力を考慮し、その発生確率を大幅に引き下げ50%とした。その他のシナリオの発生確率は、トレンドをやや下回る成長を25%、景気後退を15%、危機を10%にそれぞれ引き上げた。
- 3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）における政策金利引き上げ幅についてはこれまでの予想の半分の25bps（ベース・ポイント）に留まったが、米連邦準備制度理事会（FRB）は引き続き金利の引き上げに取り組むと考えられ、政策金利は年末までに1.75%~2%に向かっていく可能性が高いと考える。
- 市場価格の急速な水準調整に伴い、バリュエーション上の魅力度が大幅に高まっているセクターにおいては、追加的にリスクを取る良い機会であると捉えている。
- 当チームはデュレーションを短期化しながら追加的にリスクを取ることを考えている。具体的には投資適格社債とハイ・イールド社債の組み合わせのほか、短期の証券化商品を選好する。

### シナリオの発生確率（%）



出所：J.P.モルガン・アセット・マネジメント、見通しは2022年3月9日現在

## 2022年は長い1年になるだろう

2022年3月の四半期投資戦略会議（IQ）は、2019年12月以来初めて、対面形式でニューヨークにて開催された。再び皆に会い、直接議論するのは素晴らしいことであったが、ロシアによるウクライナ侵



攻と、高まり続けるインフレ圧力に対する中央銀行の金融引き締めという、市場が懸念している2つの大きな課題に直面した。市場は既に大きく調整しており、コモディティや逃避通貨が上昇した一方で株式や社債は下落した。当チームはこの足元の調整について、追加的にリスクを取る良い機会と見るのか、もしくはインフレショックと中央銀行による金融引き締めの組み合わせに鑑みてリスクを削減すべき状況なのかを決断しなければならなかった。

前四半期と同様、コンセンサスは全会一致のものではなかった。しかし、今後危機に陥る確率を引き上げたものの、当チームは足元の市場の急な調整を追加的にリスクを取る良い機会と考えている。簡単に言えば、現在のバリュエーションは無視できないほど切り下がっているということである。

## マクロ経済の動向

会議では欧州で起こっている侵攻に対する悲しみに包まれつつも、経済制裁とコモディティ価格の高騰という現実がパンデミックからの世界経済の回復と同時に迫ってきた。侵攻以前より存在したサプライチェーンのボトルネック、労働力不足、財・サービス価格の急騰などの問題は、ロシアに対する一連の制裁によって更に深刻化するだろう。米国経済は、不快なまでのエネルギー価格および農業・工業に関するコモディティ価格の高騰に長期間耐えなければならない可能性が高く、欧州への影響はより厳しいものになり得る。

当チームは欧州の成長が大幅に減速すると予想しているが、ガス供給の大幅な削減がない限り、完全な景気後退に入るとは想定していない。また、エネルギー価格の影響を相殺するために、欧州各国の政府がコモディティ価格の上昇によるコストの一部を吸収するための支援を行うとみている。エネルギー転換、防衛、難民危機に対処するための追加の財政刺激策の可能性も高まっている。最後に、欧州中央銀行（ECB）は金利の引き上げを辛抱し、結果として緩和的な金融環境がほぼ維持されることを期待している。

FRBは3月のFOMCにおける利上げ幅を以前当チームが予想していた50bpsに対し25bpsに留めたものの、今後は毎回のFOMCでの利上げを経て、政策金利は1.75%~2%に向かっていく可能性が高い。また、バランスシートの縮小については5月のFOMCで発表されると予想している。これらの政策は、コモディティショックが解消された後、FRBは経済を崩壊させることなくインフレと戦う姿勢であるとして市場に評価されるだろう。

中国は積極的な金融および財政刺激策の最も良い例である。新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）対策のロックダウンの影響が薄れるにつれて、政策はレバレッジ解消ではなく、成長の安定化にシフトしているようだ。政府が不動産市場を支え、与信の伸びを緩和しているのは明らかである。中国以外の新興国経済については、パンデミック後の経済再開によって回復に向かっており、約4%の成長が見込まれる。

## シナリオ見通し

**トレンドを上回る成長**を80%から**50%**とする一方で、**トレンドを下回る成長**（10%から**25%**）、**景気後退**（5%から**15%**）、**危機**（5%から**10%**）の発生確率は増加した。私たちは、コモディティ価格のショックと中央銀行の金融引き締め策の組み合わせが世界経済に大きな逆風をもたらすであろうことを認識しなければならなかった。金融および財政の政策立案者は針の穴を通すようにソフトランディングを達成しようとしているが、その針の穴は非常に小さいものとなった。もしも予想通り、今年FRBが政策金利を1.75%~2%へと上げるとすると、どうなるだろうか。インフレ圧力を抑えるにはこれで十分だろうか、それともFRBは更なる金融引き締めを続ける必要があるだろうか。ある時点で、FRBは経済成長を救うか価格の安定を確保するかを選択を強いられるのだろうか。したがって、今後の上振れ/下振れへの期待は50/50とした。



また、ウクライナ情勢は依然として厳しさを増しており、状況はさらに悪化する可能性があることを認めなければならなかった。したがって、政策立案者の最善の努力は認識しているが、景気後退と危機の可能性を引き上げなければならなかった。

## リスク

残念ながら、最大のリスクはロシアによるウクライナ侵攻の激化である。これがどのようなものになるかによって、世界経済と市場は包括的な政策対応に大きく依存することになるだろう。

目下のところ、労働市場と生産能力は既にタイトで商品在庫が少なくなっており、インフレが1980年代以来の勢いで上昇しているのと同時にコモディティショックが発生している。インフレがさらに大きく加速し年内におさまらない場合、中央銀行がより積極的に金融引き締めを行うことで将来の経済成長を犠牲にして、市場を混乱させる可能性がある。

当チームが最も懸念していることは、中央銀行がインフレ退治を棚に上げて今後12か月間の金融正常化を無理のない範囲に留めてしまい、市場もそれを良しとしてしまうことである。しかし、FRBが今後7回の会合で政策金利を1.75%~2%に引き上げてもなおインフレが抑制されなければ、金融引き締めの次の段階としてさらに3%~4%へと引き上げる可能性がある。市場はそのための準備はできておらず、準備しようともしないであろう。

最後に、既に手遅れとなっている可能性がある別のリスクも存在する。インフレショックの拡大が総需要を冷やし、2023年以降を待たず、2022年内に景気後退をもたらすかもしれない。

## 債券投資戦略への示唆

2022年の最初の9週間で、公開市場の資産価格は大きく調整している。債券は現在、金利の上昇と信用スプレッドの拡大によって利回りは上昇している。（前四半期と比べるとはるかに控えめなもの）当チームの楽観的な基本シナリオを踏まえると、デフレは短期化しながらも追加的にリスクを取る良い機会であると考えている。

具体的には、投資適格社債とハイ・イールド社債の組み合わせを愛好する。今のところ、企業は原材料価格の上昇を吸収し最終財価格に転嫁しており、利益を完全には犠牲にしないようである。銀行セクターについては、嵐を乗り切る健全性を有し、金融ハイブリッド証券は過小評価されているという認識であり、一部のメンバーは果敢に買い向かうべきだと主張した。

また、短期証券化商品も愛好している。低い金利感応度、部分償還付きの構造、信用補完、および労働市場の引き締めによる良好な消費者クレジット環境は、短期証券化商品のエクスポージャーを増やすための非常に説得力のある理由であった。

## まとめ

これからの10か月は、とても長い10年のように感じられることだろう。ソフトランディングへの道筋を描くのは簡単だが、インフレショック下における中央銀行の金融引き締めは難航を余儀なくされ、それが実際に達成できることが確実とは言い難い。一方、新型コロナからのグローバルな経済再開は総需要を喚起するきっかけになるかもしれない。いずれにせよ、当チームはいかなる資産価格の調整があろうとも真摯に向き合い、広範なリサーチ体制をを活用して顧客のために投資機会の発掘に努める。





四半期投資戦略会議（IQ）では、J.P.モルガンのGFICC全体のリード・ポートフォリオ・マネジャーと各セクター担当者が集まり、債券市場に関して議論を尽くす。その中で、マクロ経済および各セクターを、ファンダメンタルズ、定量、テクニカル（FQT）の3つの主要な観点で分析し、目先3～6か月の投資テーマの選定と、さまざまなシナリオごとのベスト・アイディアの立案を行う。以下の表は、各シナリオの見通し、それぞれの生起確率、および各シナリオがマクロ経済と金融市場に与える広範な影響をまとめたものである。

	拡大		縮小	
	トレンドを上回る成長	トレンドをやや下回る成長	景気後退	危機
	グローバルGDP成長率 3.5%～ インフレ率2%～	グローバルGDP成長率 2%～3.5% インフレ率～2%	グローバルGDP成長率 ～2% インフレ率2%～	無秩序な変動が金融システム不安を引き起こし、テールリスクを誘発
確率	50%	25%	15%	10%
前四半期からの変更	-30%	+15%	+10%	+5%
シナリオ	<p>強固な米国の経済成長と新興国のソフトランディングがユーロ圏の減速を相殺</p> <p>サービス・セクターは依然コロナ前の水準へ回復する余地があり、個人消費の財からサービスへの遷移が経済成長を牽引</p> <p>商品市況の急騰やサプライチェーンのボトルネックにより、インフレは高止まり</p>	<p>ロシアとウクライナの緊張長期化によりユーロ圏の成長は押し下げられ、その他地域の高成長は相殺される</p> <p>幾分減速しつつも持続性の高いインフレにより、個人消費は減速し成長率は鈍化</p> <p>サービス・セクターの回復には時間を要し、供給面の制約により耐久消費財への消費は抑制される</p> <p>中国の成長はゼロコロナ政策や一段の緩和措置などへの期待に反し、予想を下回る</p>	<p>ロシア産天然ガスの欧州への大規模な輸出削減により商品市況は急騰し、ユーロ圏はリセッションに陥る</p> <p>商品価格の高騰継続や更なるサプライチェーンの寸断によりインフレは加速し、個人消費は減速</p>	<p>ロシアとウクライナの軍事的緊張は、より広範な軍事衝突へと進展</p> <p>商品市況の高騰により、インフレ率の上昇ペースは持続性に関する議論を超え無秩序な様相を呈する</p> <p>期待インフレ率の抑制に向け、中央銀行は急速な金融引き締めを余儀なくされる</p>
金融および財政政策	中央銀行は金融緩和政策の正常化へと急速に舵を切るものの、経済の不確実性や既に引き締めまりつつある金融環境への配慮から過度な引き締めは躊躇される	グローバルな中央銀行による金融引き締めに伴い、インフレ抑制の代償として成長率はトレンドを下回る	景気減速とインフレを警戒する中央銀行による金融引き締めにより、イールドカーブは逆イールド化し、企業による投資意欲は減退	金融環境は引き締めまり、グローバルな投資家によるキャリートレードはレバレッジの解消を伴いつつ手仕舞われる
有望と思われる投資対象および戦略	<p>ハイイールド債券、投資適格社債、短期の証券化商品などのリスク資産</p> <p>金利上昇が見込まれるため、引き続きデュレーションは短期化</p> <p>エージェンシーMBSなど負のコンバクシティを回避</p> <p>キャリーが見込まれる、あるいは商品を輸出する国の通貨を選好</p>	<p>社債や証券化商品は堅調さを維持する</p> <p>先進国の国債利回りは低水準に留まる</p>	<p>長期の先進国国債</p> <p>エージェンシーMBS</p>	<p>先進国国債</p> <p>準備通貨として、円や米ドルを選好</p>

出所：J.P.モルガン・アセット・マネジメント、見通しは2022年3月9日現在  
 金融市場に関する上記の意見や見通しなどは、現在の市場環境に基づくものであり、将来予告なく変更される場合があります。上記が実現することを保証するものではありません。

GFICC: Global Fixed Income, Currency and Commodities

## 関連コンテンツ

### Guide to the Marketsで金融・経済を知る

3か月毎に更新される「Guide to the Markets」は、説得力のあるデータやグラフを用いて、最新の金融市場や経済環境のトレンドを解説します。

[詳しくはこちら >](#)

### Quarterly Perspectives

「Guide to the Marketsのガイド」  
 とも言うべきレポートで、3か月毎にタイムリーなテーマを取り上げながら、市場で起きている出来事をストーリー仕立てで解説します。

[詳しくはこちら >](#)

### 四半期マーケット解説ビデオ

「Guide to the Markets」のスライドを使って注目のトピックについて動画解説します。

[詳しくはこちら >](#)

### アセット・アロケーションの見方

マルチ・アセット・ソリューションズが四半期ごとに更新する、アセット・アロケーションの見通しです。

[詳しくはこちら >](#)



## 記事のタグ: 債券

J.P.モルガンは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよびその各国子会社または関連会社のマーケティングネームです。

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

本ウェブサイトは、日本の居住者の利用に供する目的で作成されたもので、その他の国の居住者を対象とするものではありません。本ウェブサイトは、J.P.モルガン・アセット・マネジメントに関する情報のほか、証券投資一般等に関する情報提供を目的としたものであり、証券投資につき、勧誘を目的としたものではありません。本ウェブサイトは、J.P.モルガン・アセット・マネジメントが信頼性が高いとみなす情報等に基づいて作成しておりますが、その正確さを保証するものではなく、本ウェブサイトに掲載された情報を使用することにより被った損害を補償するものではありません。本ウェブサイトに掲載された意見・見通しは表記時点あるいは掲載時点でのJ.P.モルガン・アセット・マネジメントの判断を反映したものであり、今後変更されることがあります。J.P.モルガン・アセット・マネジメントまたはその日本法人であるJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社、それらの従業員は本ウェブサイトで言及している有価証券を保有している場合があります。

JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第330号

加入協会：日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

Copyright 2022 JPMorgan Asset Management (Japan) Limited. All rights reserved.

