

## 「公益・金融社債」

# 欧米中銀の金融政策正常化の影響と、今後の見通しについて



- FRBが先行する形で、中銀の「金融緩和縮小」の動きが本格化へ。ECBは10月の理事会で量的緩和策の縮小計画を発表の見込み。
- 米財政拡大リスクの後退や欧米でのインフレ鈍化から、長期債利回りの上昇余地は限定的。
- 社債市場には、堅調な経済環境や、利回りを求める投資家動向などから、資金流入が継続すると期待。

### 最近の各中央銀行の動向:

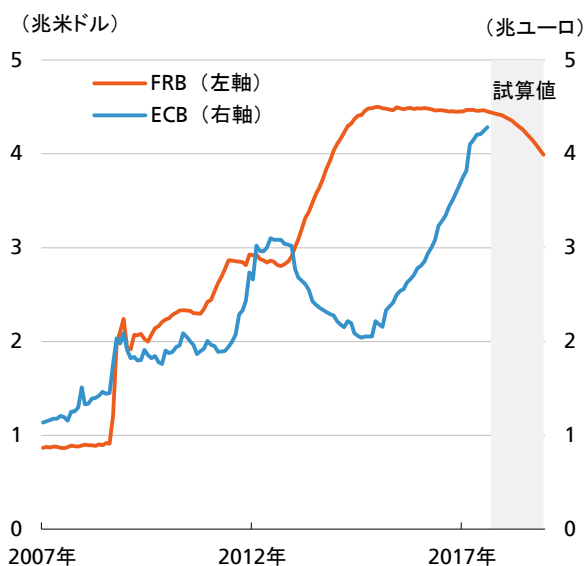
#### 【米国】FOMCの利上げ戦略に大枠で変化なし

- 9月19、20日に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)は、バランスシート縮小を10月に開始することを決定しました。一方、金利政策に関しては、政策金利は据え置かれ、声明等ではFOMCの利上げ戦略に大枠で変化がないことを示されました。
- FOMC参加者の政策金利見通し(ドットプロット)については、2017年末、2018年末の中央値に変更はなく、「年内1回、来年3回」の利上げ見通しが維持されました。一方、2019年及び長期の見通しは下方修正されました。
- 注目された足元のインフレ鈍化とハリケーンの影響の金融政策への影響は限定的との見方が示されました。イエレン議長は、足元の低インフレは「謎の部分」もあると指摘するも、インフレ率は2%近傍で安定化との従来からの見方を維持しています。また、ハリケーンの悪影響に関しては、懸念は示しつつ、一時的との見方が示されました。
- FOMCは、現在約4.5兆ドルに膨らんだ保有資産の縮小を10月に開始すると発表しました。月当たりの再投資見送り額は、当初(10~12月)は国債が60億ドル、MBSが40億ドルとなり、これらを3ヵ月おきに自動的に増やしていくこととなります(右上のグラフを参照)。

→FOMCの内容は想定よりややタカ派となり、米金利市場では上昇圧力が高まっています。ただし、FRBはなお慎重に緩和解除を進めると見られます。19年及び長期の金利見通しが引き下げられたことで、3%を下回る水準で「利上げ打ち止め」も意識される中、米国債利回りの上昇は限定的となっています。

#### ■米・欧中央銀行の資産規模推移

(2007年1月末~2017年8月末、9月以降は試算値\*)



出所:トムソン・ロイターのデータ、FRBの情報を基に当社作成。  
\*注)試算値はFOMC公表のバランスシート縮小計画に基づく、表記の試算期間は2017年9月から2018年12月まで。

#### ■米FRB理事・地区連銀総裁による米国経済・金利見通しの変更点

(中央値、単位%、前回6月→今回9月)

	2017年	2018年	2019年	長期
実質GDP	2.2→ <b>2.4</b>	2.1→ <b>2.1</b>	1.9→ <b>2.0</b>	1.8→ <b>1.8</b>
失業率	4.3→ <b>4.3</b>	4.2→ <b>4.1</b>	4.2→ <b>4.1</b>	4.6→ <b>4.6</b>
インフレ率(総合)	1.6→ <b>1.6</b>	2.0→ <b>1.9</b>	2.0→ <b>2.0</b>	2.0→ <b>2.0</b>
インフレ率(コア)	1.7→ <b>1.5</b>	2.0→ <b>1.9</b>	2.0→ <b>2.0</b>	N/A
FF金利	1.4→ <b>1.4</b>	2.1→ <b>2.1</b>	2.9→ <b>2.7</b>	3.0→ <b>2.8</b>

出所:FRB、注:インフレ率は米商務省が発表するPCE

## 【欧州・その他】

- 2008年秋のリーマン・ショックから9年を経て、世界の中銀は金融危機への対応策を巻き戻しに動き始めています。FRBに続き、主要中央銀行では欧州中央銀行(ECB)が量的緩和の縮小を視野に入れ、英中銀も利上げ開始の可能性を示唆しています。
- 欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁は6月末に2015年に導入した債券買入れ策の段階的縮小を開始する可能性を示唆し、9月のECB理事会で次回(10月27日)の理事会での量的緩和縮小の詳細発表に言及しました。また、9月14日に開催されたイングランド銀行による金融政策委員会の議事録では、今後数か月における利上げの可能性が示唆されました。

→年内はECBの社債買入れプログラムが継続されます。2018年には利上げを伴わないものの、段階的な金融緩和の縮小が予想されています。

## 国債市場の反応と今後の見通し:

- 足元、中銀による「金融政策の正常化」の動きやリスク回避の動きが後退する中、欧米の長期金利は底打ちの動きを見せています(次ページのグラフ参照)。
- 一方、トランプ政権下では政治混乱が続き、財政拡大に対する懸念は後退しています。加えて欧米ともにインフレの鈍化が見られ、年初の金利水準より低いレンジで推移しています。
- 世界的に潜在成長率が低下し、インフレ圧力が弱い状況下、長期債利回りの上昇余地は限定的と見られています。
- ただし年末に向けては、タカ派的なFRB人事や米税制改革の進捗、インフレ動向の変化などが国債市場にとってリスクになる可能性があります。

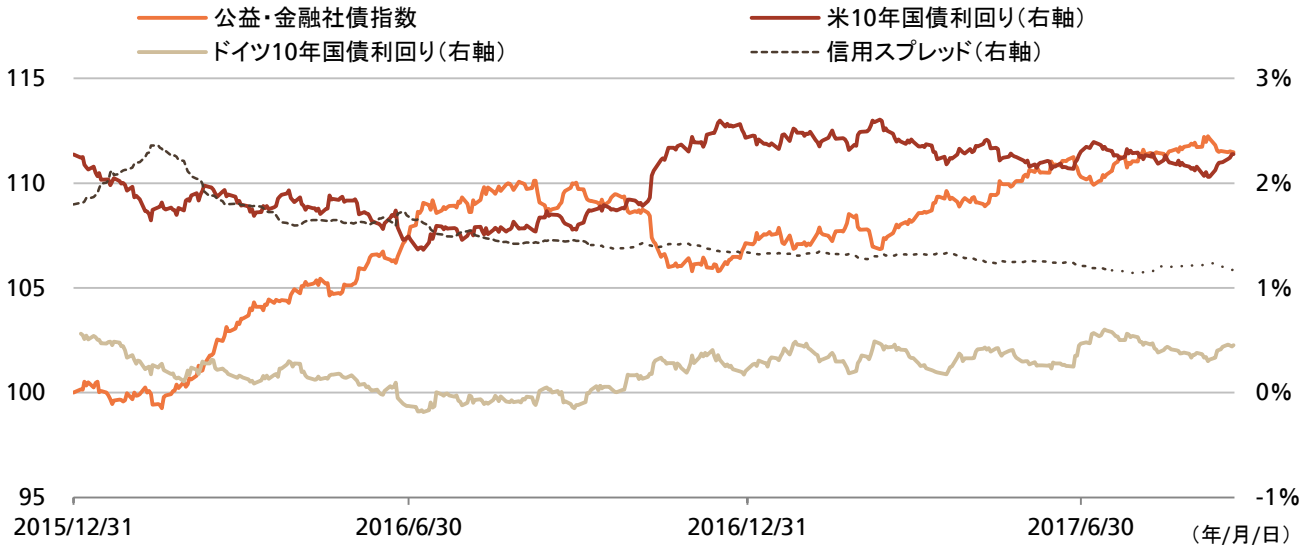
■ 米国及びユーロ圏物価指数の推移  
(2007年7月～2017年7月)



## 今後の社債市場の見通し:

- 中銀の金融政策の正常化の動きによって、国債の利回りは上昇したものの、社債のパフォーマンスは、スプレッドの縮小が継続したことから、影響は限定的となっています。
- 社債市場にとっては、低インフレの中で緩やかに景気回復する適温相場環境の継続が追い風になると見えています。
- 今後の信用スプレッドについては、現在の水準から大きく縮小することは考えにくいものの、良好な企業のファンダメンタルズ、金融規制の緩和、低いデフォルト率や投資家のインカム志向などが下支えすると見えています。
- 社債投資においては、金利の上昇がマイナスに影響する可能性はありますが、利回り水準の上昇により中長期的にインカム収益の向上が見込めます。依然インカム獲得が難しい投資環境が見込まれる中、投資妙味が高いと考えられる社債は、引き続き主力の投資先として人気を維持すると見えています。

■ 公益・金融社債指数(現地通貨ベース)・信用スプレッド、米国・ドイツ10年国債利回り推移  
(2015年12月31日～2017年9月21日)



公益・金融社債指数: ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合社債インデックスから、公益・通信・エネルギー・運輸・金融の各セクターを、2017年8月末の各セクターの構成比率(ただし金融は25%)を基に当社が合成。出所: トムソン・ロイター、ブルームバーグのデータを基に当社作成。  
公益・金融社債指数(左軸)は基点=100として指数化

本資料で記載した投資環境や見通しは、本資料作成時点での当社の見解または過去のデータであり、将来の動向や運用結果を示唆、保証するものではありません。また、将来予告なしに変更する場合があります。

**本資料ご使用にあたっての留意事項**

投資信託のリスクおよび費用は投資信託ごとに異なりますので、ご投資される際には、事前に投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面でご確認ください。なお、以下に記載するリスクおよび費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、UBSアセット・マネジメント株式会社が運用するすべての公募投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しております。購入のお申込にあたっては、販売会社より投資信託説明書(交付目論見書)等をお渡しますので、必ず内容をご確認の上、ご自身でご判断くださいますようお願いいたします。

**投資信託のリスクについて**

投資信託は株式、債券、投資信託証券など値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替リスクもあります)に投資しますので、基準価額は大きく変動します。したがって、投資家の皆様の投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、元本を割り込むことがあります。また、投資信託は、預金ではなく、預金保険制度の対象ではありません。

投資信託のリスクは投資対象資産の種類、投資制限、取引市場、投資対象国等により異なります。  
※詳しくは各投資信託の目論見書および契約締結前交付書面をご覧ください。

**投資信託の費用について**

投資信託のご購入時や保有期間中には以下の費用がかかります。

**【直接ご負担いただく費用】**

- ・購入時: 購入時手数料 上限3.78%(税抜3.50%)
- ・換金時: 信託財産留保額 上限0.3%

**【保有期間中に間接的にご負担いただく費用】**

- ・運用管理費用(信託報酬) 上限約2.4839%(税込)(ファンドオブファンズの投資先ファンドの概算値を含む)
- ・その他の費用(監査報酬、有価証券売買委託手数料、信託事務の諸費用等)をご負担いただきます。

※これらの費用の額および計算方法等は、投資信託毎に異なります。詳しくは各投資信託の目論見書および契約締結前交付書面にてご確認ください。

商号: UBS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412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