

# 米国債券市場のテーマの変化とクレジット市場

## Topics

- ▶ FRB（米連邦準備理事会）の積極的な金融引き締めが米景気を冷やすとの懸念がくすぶる中、米金融環境は大幅に引き締まった。米国株式市場やクレジット市場ではFRBの一段のタカ派化を再警戒。
- ▶ 米国債券市場では、FRBのインフレ抑制姿勢への信任は維持されているとみられる一方、それと引き換えに、FRBの一段のタカ派化は将来の景気後退の可能性を高めることを警戒か。
- ▶ 米景気を巡る懸念がくすぶる中、米クレジット市場の先行きは不透明な情勢。クレジットスプレッドの方向性を見極めるうえで、インフレの帰趨やFRBの情報発信の変化などを注視。

ストラテジスト 服部 純朋

## 米金融環境は大幅に引き締まる

米国金融市場では、FRB（米連邦準備理事会）の積極的な金融引き締めが米景気を冷やすとの懸念がくすぶっています。景気動向を左右する要因の一つである金融環境は引き締まりました。

金融環境は、FRBが金融引き締めの度合いを評価するうえで注視している指標で、株価や信用スプレッドなど様々な指標を基に把握されています。大幅な株価下落や信用スプレッドの拡大は、金融環境の引き締めにつながると捉えられます。景気との関係では一般に、株価の大幅下落は、株式を保有する家計にとって逆資産効果を通じて、個人消費の下押し圧力となる可能性があります。信用スプレッドの拡大は、金融機関の貸出態度の厳格化につながると考えられます。

図表1は、シカゴ連銀が算出する米金融環境指数です。同指数は、1月下旬以降、FRBは金融政策の正常化に前向きとの見方が広がる中で、上昇基調にあります。5月中旬にかけて一段と上昇しました。例えば、FRBが前回の金融政策の正常化局面においてバランスシートの縮小に着手した2017年10月の水準を大きく上回っており、金融環境は大幅に引き締まっていると捉えられます（図表1）。

## FRBは金融環境の引き締まりを一定評価も、市場はFRBのタカ派化を再警戒

FRBはこうした足元の金融環境の引き締まりを一定程度評価しているとみられ、実際、5月にはFRB高官らのタカ派的なコミュニケーション姿勢に変化がうかがわれました。一部高官らは、インフレが抑制されれば2023年以降の利下げが可能となる旨や、利上げによるインフレと経済への影響を精査するために9月の利上げ一時停止の可能性にさえ言及しました。米国株価（S&P500種株価指数）は、FRBのハト派転換への思惑が意識され、5月下旬に下落幅は縮小する場面がありました。しかしその後、FRBのブレインード副議長が9月の利上げ一時停止は非常に困難との見方を示したことや、5月の米消費者物価指数（CPI）の上振れなどを背景に、FRBのタカ派姿勢が改めて意識されると、株価は一段と下落しました。また、米国クレジット市場では、例えば、投資適格級社債（IG債）の対国債スプレッドは5月下旬にリスク選好の改善から縮小する動きがみられました。しかしその後は、FRBの積極的な金融引き締めへの警戒感から再拡大しており、楽観はできない状況です（図表2）。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 米金融環境指数



図表2 米国株価（S&P500種株価）と米IG債スプレッド



次ページへ続く

## 米長期金利を巡るテーマの変化

3月から5月上旬にかけての米長期金利の上昇局面は、期待インフレ率が高止まりする中、実質金利が金利上昇を主導しました(図表3)。FRBがインフレ抑制のために、金融政策を積極的に引き締めるとの見方が強まりました。米国債の予想変動率を表すMOVE指数の上昇も伴いました。

もっとも、5月上旬以降は、期待インフレ率はピークアウトしており、こうした流れは一服している可能性があると考えています。背景の1つには、市場ではFRBが高インフレを鎮静化できるとの期待を反映した動きがあると考えられます。FRBが長期の期待インフレ率の動向を把握するうえで注視している5年後5年BEIは、5月上旬以降、もみ合いで推移しており、上昇基調は観察されていません。FRBのインフレ抑制姿勢に対する市場の信任は揺らいでいないと考えられます。また2点目として、FRBの積極的な金融引き締めに伴う米景気の減速懸念の強まりが期待インフレ率の低下につながっている可能性もあります。5月のCPI公表後、足元にかけて期待インフレ率は低下しました。すなわち、FRBの一段のタカ派姿勢に伴う将来の景気後退懸念を映じる形で、期待インフレ率は低下しているとみられます。米国債券市場では、FRBのインフレ抑制姿勢への信任は維持されているとみられる一方、それと引き換えに、FRBの一段のタカ派化は将来の景気後退の可能性を高めることが警戒されていると考えています。

もっともFRBは、強い米労働市場の存在を鑑みれば、景気後退は避けられるというのが彼らの見立てです。米労働市場は欠員率が7.0%(4月)の歴史的な高水準で、失業率も3.6%(5月)と低失業率にあるなど、非常に堅調です。FRBのウォーラー理事は、金融引き締めによる需要減で欠員率が減少しても、失業率の上昇は限定的にとどまるという見方を示しています。しかし、足元では消費者マインドの冷え込みや、企業景況感の鈍化傾向などがみられており、FRBが企図するようにインフレを抑制しつつ、景気後退を回避できるのか不透明です。

## クレジットスプレッドは景気動向やFRBの姿勢変化などを注視する展開

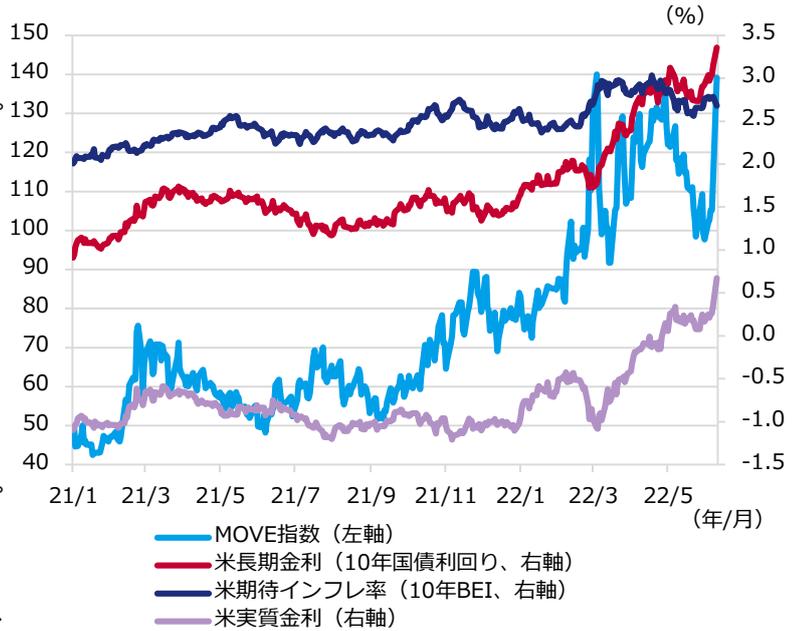
かかる状況下、米クレジット市場の先行きは依然不透明と考えています。例えば米IG債スプレッドと米景況感の概ね連動しますが、ISM景気指数は鈍化傾向にあるなど景気減速懸念が強まっており、スプレッドの拡大圧力として警戒されます(図表4)。なお前回の金融正常化局面では、景気下振れリスクを防ぐため、いわゆる保険的な利下げが相場を支える場面がありました。FRBが2015年12月に利上げを開始した後に、スプレッドは一時拡大する局面もみられたものの、その後の利上げペースが緩やかであったこともあり、2017年末にかけてスプレッドは縮小しました。2017年10月に量的引き締め(QT)が開始されると、スプレッドの拡大圧力が強まる場面がみられました。しかしその後、世界的な景気鈍化や貿易政策の不確実性などによる景気下振れリスクを防ぐため、FRBは2019年7月に利下げを決定しました。FRBのハト派姿勢や、景気拡大の継続を背景に、スプレッドはタイト化しました。

現在はインフレ退治を優先するFRBですが、インフレが抑制されれば、引き締め姿勢を緩める可能性も考えられます。今後のクレジットスプレッドの方向性を見極めるうえで、景気動向やインフレの帰趨に加え、FRBの情報発信の変化も注目されます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 米長期金利・米期待インフレ率・米実質金利・MOVE指数



期間：2021年1月4日～2022年6月13日(日次)

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注) 米実質金利=米10年国債利回り-米10年BEI(ブレイク・イーブン・インフレ率)、BEIは物価連動国債が織り込む期待インフレ率、MOVE指数は、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチが算出

図表4 米IG債スプレッドとISM景気指数



期間：米国IG債スプレッド、米長期金利は2015年1月2日～2022年6月13日(日次)

ISM景気指数は2015年1月～2022年5月(月次)

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注) 米国IG債：ICE BofA・US・コーポレート・インデックス  
スプレッド：対国債OAS(オプション調整後スプレッド)

bp：ベースポイント(1bp=0.01%)

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの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。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は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、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。

2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。

3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

### 【当資料で使用している指数について】

● S&P500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングスLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。

● ICE Data Indices, LLC（「ICE Data」）、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、明示又は黙示のいずれかを問わず、インデックス、インデックス・データ、及びそれらに含まれ、関連し、又は派生する一切のデータを含めて、商品性又は特定の目的若しくは使用への適合性の保証を含む一切の表明及び保証を否認します。ICE Data、その関係会社又はそれらの第三者サプライヤーは、インデックス、インデックス・データ若しくはそれらの構成要素の適切性、正確性、適時性又は完全性について、なんら損害賠償又は責任を負わず、インデックス、インデックス・データ及びそれらの全ての構成要素は、現状有姿において提供されるものであり、自らの責任において使用いただくものです。ICE Data、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、アセットマネジメントOne（株）又はその製品若しくはサービスを後援、推薦又は推奨するものではありません。

● ISM製造業景気指数、ISMサービス業景気指数は全米供給管理協会が発表する指標です。

## 取り扱い金融商品に関する留意事項

●商号等:岡三証券株式会社 岡三オンライン証券カンパニー/金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

●加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会

●リスク:【株式等】株価変動による値下りの損失を被るリスクがあります。信用取引、先物取引、オプション取引、株価指数証拠金取引(以下、「株価指数CFD」)および暗号資産関連店頭デリバティブ取引(以下、「暗号資産CFD」)では、投資金額(保証金・証拠金)を上回る損失を被る場合があります。株価は、発行会社の業績、財務状況や金利情勢等様々な要因に影響され、損失を被る場合があります。投資信託、不動産投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等は、裏付け資産の評価額(指数連動型の場合は日経平均株価・TOPIX等)等、先物取引、オプション取引、株価指数CFDおよび暗号資産CFDは対象指数等の変化に伴う価格変動のリスクがあります。外国市場については、為替変動や地域情勢等により損失を被る場合があります。上場投資信託(ETF)および指数連動証券(ETN)のうち、レバレッジ型・インバース型の価格の上昇率・下落率は、2営業日以上の場合、同期間の原指数の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じたものとは通常一致せず、それが長期にわたり継続することにより、期待した投資効果が得られないおそれがあります。上場新株予約権証券は、上場期間・権利行使期間が短期間の期限付きの有価証券であり、上場期間内に売却するか権利行使期間内に行使しなければその価値を失い、また、権利行使による株式の取得には所定の金額の払込みが必要です。株価指数CFDでは建玉を保有し続けることにより金利相当額・配当相当額の受け払いが発生します。【FX】外国為替証拠金取引(以下、「FX」)は預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象通貨の為替相場の変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。外貨間取引は、対象通貨の対円相場の変動により決済時の証拠金授受の額が増減する可能性があります。対象通貨の金利変動等によりスワップポイントの受取額が増減する可能性があります。ポジションを構成する金利水準が逆転した場合、スワップポイントの受取から支払に転じる可能性があります。為替相場の急変時等に取引を行うことができず不測の損害が発生する可能性があります。【暗号資産CFD】暗号資産は法定通貨(本邦通貨又は外国通貨)ではなく、特定の者によりその価値を保証されているものではなく、代価の弁済を受ける者の同意がある場合に限り代価の弁済に使用することができます。暗号資産CFDは、暗号資産の価格変動によって、元本損失が生じることがあります。また、預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象銘柄の相場変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。【各商品共通】システム、通信回線等の障害により発注、執行等ができず機会利益が失われる可能性があります。

●保証金・証拠金:【信用】最低委託保証金30万円が必要です。信用取引は委託保証金の額を上回る取引が可能であり、取引額の30%以上の委託保証金が必要です。【先物・オプション】発注必要証拠金および最低維持証拠金は、「(SPAN 証拠金額×当社が定める掛け目)ーネットオプション価値の総額」とし、選択取引コース・取引時間によって掛け目は異なります。当社のWebサイトをご確認ください。また、変更の都度、当社のWebサイトに掲載いたします。【株価指数CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、株価指数ごとに異なり、取引所により定められた証拠金基準額となります。Webサイトで最新のものをご確認ください。【FX】個人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額に選択レバレッジコースに応じた所要額を加えた額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×4%以上の額とします。一部レバレッジコースの選択ができない場合があります。法人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×金融先物取引業協会が公表する数値とします。発注証拠金に対して、取引所FXでは、1取引単位(1万又は10万通貨)、店頭FXでは、1取引単位(1,000通貨)の取引が可能です。発注証拠金・取引単位は通貨ごとに異なります。Webサイトで最新のものをご確認ください。【暗号資産CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、取引金額(銘柄レート×取引数量)×50%以上の額とします。発注証拠金・取引単位は銘柄ごとに異なります。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●手数料等諸費用の概要(表示は全て税込・上限金額):【日本株】取引手数料には1注文の約定代金に応じたワンショットと1日の合計約定代金に応じた定額プランがあります。ワンショットの上限手数料は現物取引で3,300円、信用取引で1,320円。定額プランの手数料は現物取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,430円、以降約定代金100万円ごとに550円加算、また、信用取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,100円、以降約定代金100万円ごとに330円加算します。手数料プランは変更可能です。信用取引手数料は月間売買実績により段階的減額があります。信用取引には金利、管理費、権利処理等手数料、品賃料、貸株料の諸費用が必要です。【上場新株予約権証券】日本株に準じます。【中国株】国内取引手数料は約定金額の1.1%(最低手数料5,500円)。この他に香港印紙税、取引所手数料、取引所税、現地決済費用等の諸費用が必要です。売買に当たり円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【先物】取引手数料は、通常取引コースの場合、日経225先物が1枚につき330円(取引枚数により段階的減額あり)、日経225mini、ミニTOPIX先物、東証REIT指数先物、TOPIX Core30先物、東証マザーズ指数先物、JPX日経インデックス400先物が1枚につき44円、TOPIX先物、日経平均VI先物が1枚につき330円、NYダウ先物が1枚につき880円。アクティブ先物取引コースの場合、日経225先物が1枚につき275円、日経225miniが1枚につき27円です。【オプション】取引手数料は、日経225オプションが約定代金に対して0.176%(最低手数料220円)、TOPIXオプションが約定代金に対して0.22%(最低手数料220円)です。【株価指数CFD】取引手数料は、セルフコースは1枚につき330円、サポートコースは1枚につき3,300円です。【投資信託】換金時には基準価額に対して最大0.50%の信託財産留保金をご負担いただく場合があります。信託財産の純資産総額に対する信託報酬(最大2.42%(年率))、その他の費用を間接的にご負担いただきます。また、運用成績により成功報酬をご負担いただく場合があります。詳細は目論見書をご確認ください。【FX】取引所FXの取引手数料は、セルフコースはくりっく365が無料、くりっく365ラージが1枚につき1,018円、サポートコースはくりっく365が1枚につき1,100円、くりっく365ラージが1枚につき11,000円です。店頭FXの取引手数料は無料です。スプレッドは、通貨ごとに異なり、為替相場によって変動します。Webサイトで最新のものをご確認ください。【暗号資産CFD】取引手数料は無料ですが、建玉を翌営業日に繰り越した場合に建玉金額の0.04%をご負担いただきます。スプレッドは、銘柄ごとに異なり、対象暗号資産の相場によって変動します。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●お取引の最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書等およびWebサイト上の説明事項をお読みいただき、ご自身の判断と責任で行ってください。