



コロナショック後のグローバル債券見通し



運用戦略部部長
都甲 貴久

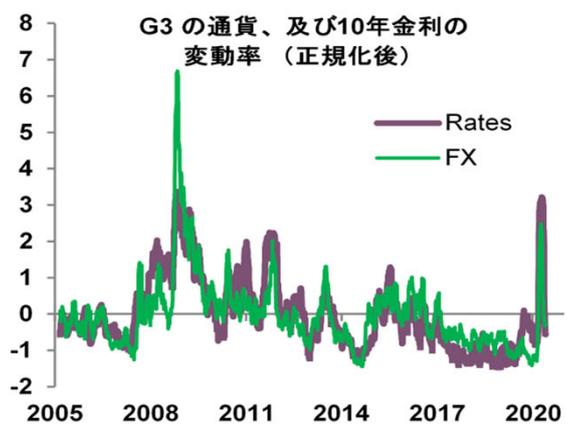
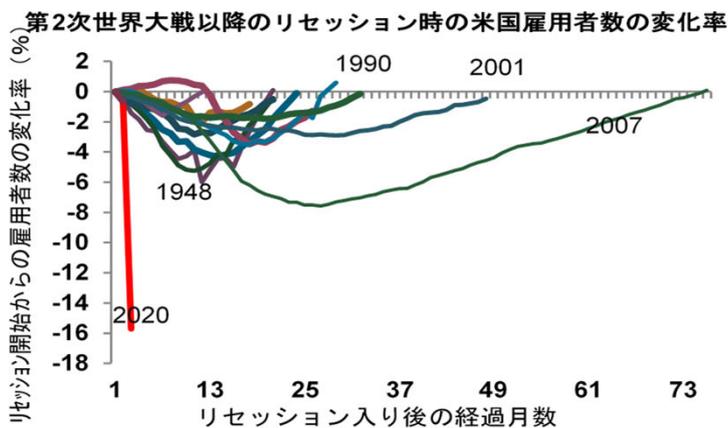
・当レポートは弊社とアリアンツ・グローバル・インベスターズ社による折半出資の合併会社である東京海上ロゲー社の見解です。

【要旨】

- ◆ 新型コロナウイルスの感染拡大防止のための移動制限の導入を受けて世界的に大幅な成長鈍化となっており、この影響によりグローバル債券市場では、本年2月から3月にかけて先進国国債利回りが大きく変動し、グローバル社債の先進国国債に対するスプレッドが大幅に拡大した。
- ◆ 金融危機時の教訓もあり、コロナショックへの各国中央銀行、各国政府の政策対応は迅速、かつ未曾有の規模となっている。また、本年5月以降、感染ペースの鈍化とともに移動制限を緩和する国が多く、これらの影響により、グローバル社債の先進国国債に対するスプレッドはピーク時との比較で縮小傾向となっている。
- ◆ 新型コロナウイルスの感染が早期に完全に抑えられる可能性は低く、経済がコロナショック前の水準を回復するまでに相応の時間を要する可能性が高い（V字回復の可能性は低い）とみられる。先進国中央銀行はゼロ近辺の政策金利と積極的な量的緩和策を当面は継続する可能性が高く、景気対策を受けた国債発行増加にも関わらず、先進国国債の長期金利は過去との比較で相対的に低水準を維持するとみられる。
- ◆ 社債市場は経済が最悪期を脱したことを受けて、景気回復期待や中央銀行、政府による政策効果への期待、グローバルに低金利環境が進展したことによる、投資家の利回り追求等から、安定的に推移するとみられ、マクロ経済と金融市場の乖離が引き続きテーマとなる可能性が高いとみられる。

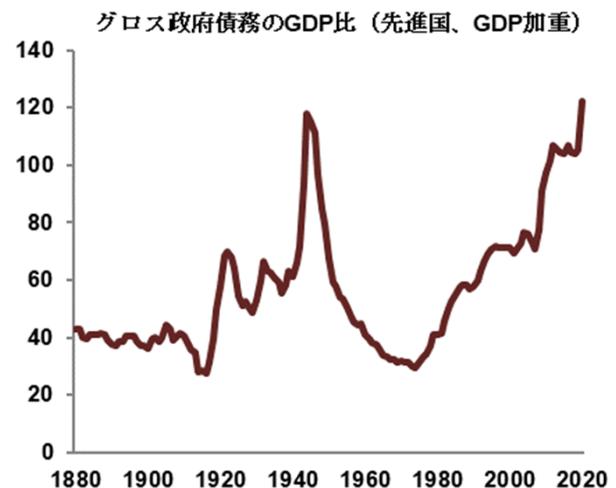
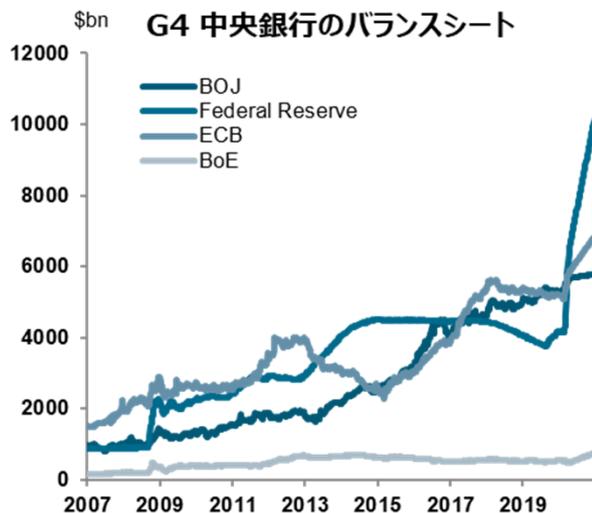
市場動向と政策対応

新型コロナウイルスの世界的な流行に対して、多くの国の政府が移動制限を中心とする感染拡大防止策を取っており、この影響により世界的に経済活動が大幅に低下し、金融危機時を上回る大幅な成長鈍化が予想されている。例えば、米国の雇用者数の変化率でみると、リセッション開始より1か月後の本年4月末時点で約▲16%と金融危機時の約▲8%（リセッション開始より約25か月後）を大幅に上回っているだけでなく、第2次世界大戦以降、どのリセッション時にもみられなかったほど急激、かつ大幅なものとなっている。グローバル債券市場、及び為替市場では、急激な経済見通しの変更に伴い、3月中旬に先進国の長期金利、及び通貨の変動率が大幅に上昇し、一時金融危機時以来の水準となった。



出所：Refinitiv, Bloomberg, Allianz Global Investors GmbHデータをもとにTMAM作成

第2次世界大戦以降で最も急激、かつ大幅な景気鈍化に対処するため、FRBは無制限の量的緩和を宣言し、急速にバランスシート拡大を行った。同様にECBを始めとする他の先進国中央銀行も更なる量的緩和等の積極的な金融緩和策を実施した。また、先進各国政府は所得補償や企業の資金繰り支援等の形で未曾有の規模の経済対策を発動しており、この結果、先進各国のグロス政府債務のGDPに占める比率は、第2次世界大戦直後とほぼ同じ水準となることが予想されている。



出所：Refinitiv, Bloomberg, Allianz Global Investors GmbHデータをもとにTMAM作成

金融危機の際の教訓もあり、先進国中央銀行が大幅な量的緩和策、特にFRBやECBが大量の社債購入を含む証券購入プログラムを導入したことから、市場の安定化に対する安心感が広がった。中央銀行による量的緩和に加えて、移動制限解除に伴う景気回復期待もあり、社債の国債に対するスプレッドは3月後半をピークに縮小傾向となっている。

先進各国の金融政策と債券市場の見通し

5月以降に先進各国で段階的な移動制限解除が行われたことから、新型コロナウイルスのマクロ経済への影響につき、最悪期は過ぎたとして、楽観的な見方が広がりつつある。一方で、コロナウイルスに対応するワクチン開発までは時間がかかる見込みであり、移動制限の解除以降もソーシャルディスタンスを意識した対応をせざるを得ないこと、第2次感染拡大により、各国政府が移動制限を再強化する可能性もあるとみられること、コロナショックにより変化した消費行動が元に戻るには時間がかかる見込みであり、急激に悪化した雇用市場も回復までに時間を要する可能性が高いこと等から、経済回復ペースはV字ではなく、緩慢なペースになり、経済の本格回復までには長い時間がかかると思われる。

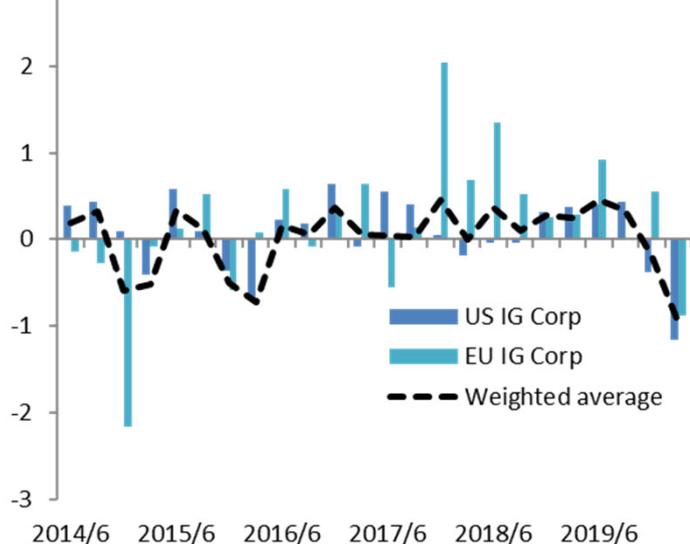
FRBを始めとする先進国中央銀行は、コロナショックによる経済の未曾有の落ち込みに対して、その回復に長い時間がかかることを意識しているとみられ、FRBも非常に緩和的な金融政策が長い期間続き、当面は金融引き締め方向の議論を行わないことを示唆している。各国とも、大規模な財政拡大により国債発行が大幅に増えることが予想され、この点は国債需給にはマイナスに働き、先進国国債のイールドカーブのスティープ化要因になると思われる。一方で、FRBを始めとする先進国中央銀行が当面は緩和的な金融政策を続けることにより、短期金利がゼロ近辺で固定された状態となると考えられること、及び中央銀行が大幅な量的緩和継続に伴う国債の大量購入を継続するとみられること等から、国債発行増による国債需給の大幅緩和は回避できるとみられ、長期金利は各国とも現在の水準から大幅には上昇しないと予想する。

コロナショックからの経済の本格回復には長い時間がかかる見込みであり、この間に企業収益の低迷、バランスシートの健全性の低下、格下げの増加等、社債市場には厳しい環境が続き、市場の変動性は一時的に高まる可能性がある。一方で、コロナショックによる経済的インパクトの緩和のために、各国中央銀行は非常に緩和的な金融政策を維持するとみられ、これにより、歴史的な低水準となっている国債金利の水準は現在の水準近辺で推移し、債券投資家にとっての運用難により、利回り追求による社債への資金流入が起りやすい状況が続くと考えられる。

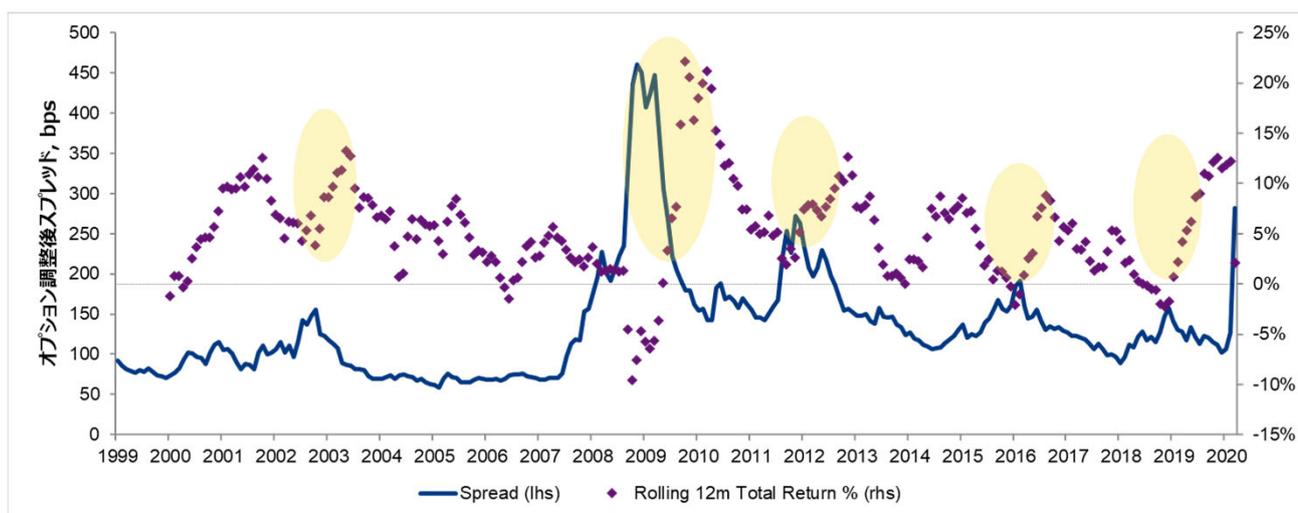
また、FRB、ECBとも、量的緩和政策の一環として、社債購入を当面の間継続する見込みであり、これにより、社債市場に対する投資家のセンチメントが下支えされ、社債需給の大幅緩和も回避できるとと思われる。社債の国債に対するスプレッドは現在の水準から安定的に推移すると予想しており、本格的な回復までに長い時間がかかると予想されるマクロ経済と安定的な推移が見込まれる社債市場との間に乖離が生じた状態がしばらく続くと考えている。

Market Report

3ヶ月間の格付け遷移率（マイナスは格下げ）



投資適格社債の対国債スプレッド(%)



出所：Refinitiv, Bloomberg, Allianz Global Investors GmbHデータをもとにTMAM作成

投資一任契約におけるリスクについて

当資料に記載の運用戦略は、主に国内外の有価証券等に投資しますので、組み入れている資産価格の下落や為替変動等により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産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。戦略毎にリスクの内容が異なりますのでリスクの詳細については、契約締結前書面等にてご確認ください。

投資一任契約における費用について

受託資産残高に1.65%（税込）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限になります。また、成功報酬がかかる場合がありますが、契約内容により算出方法は異なりますので、事前に表示することはできません。その他、組入有価証券の売買手数料等がかかりますが、それらは取引等に応じて決まるため事前に表示することはできません。同じく、それらを含む手数料の合計金額についても、同様に事前に表示することはできません。費用の詳細については、契約締結前書面等にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(1)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110号

<加入協会>

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することをご遠慮下さい。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。（金融商品取引法第38条第三号）

以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について

当社からご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード&プアーズ】

■格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）、S&PグローバルSFジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第8号）

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（https://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home）の「信用格付業務」欄の「ライブラリ・規制関連」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付情報」に掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

■格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）、ムーディーズSFジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第3号）

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

■格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

■同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

同グループの下記日本法人は当該登録を受けております。

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

■信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/site/japan>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

■信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2019年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。

詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。