



今週のトピック – 2017年7月18日

米国—クレジット・サイクル上それほど進んでおらず



デビッド・ライリー

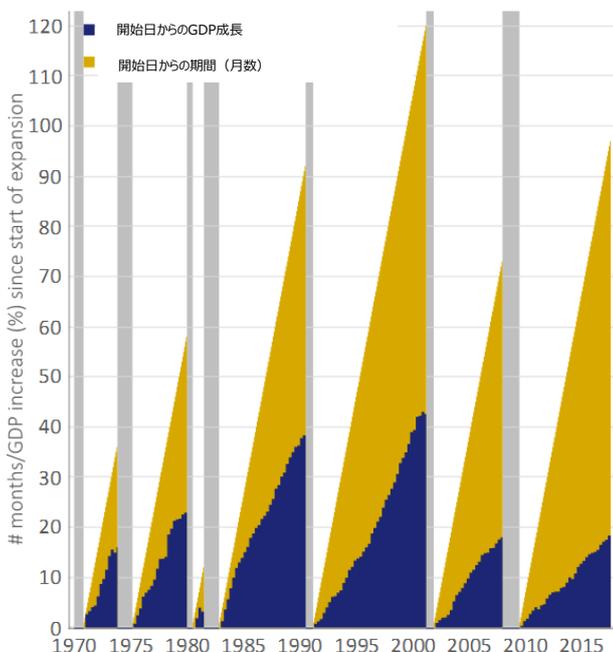
パートナー兼クレジット戦略ヘッド

今回の米経済の拡大期は比較的長期に亘っていますが、同期間のGDP成長を過去の拡張期と比較して見ると、依然として成長の余地があると言えます。

米国経済は拡大を始めてから8年目に入り、クレジット・サイクルの後期に入っているということは事実として認識されて久しくなりました。これだけ長期に亘り絶え間なく成長を続けているのは、1960年代以降では二番目の長さです。ただし成長期は高齢を理由に終焉を迎えるよりも、むしろ金融不均衡及び過剰レバレッジが金利の上昇に晒されることによる、ある日突然の心臓発作で訪れる傾向が強いと言えます。中央銀行は、資産価格や金融安定性が脅かされるリスクに警鐘を鳴らす発言をしています。米連邦準備理事会 (FRB) が緩やかなペースで金融引き締めを行うなか、リーマンショック以降の米経済の浅く長い回復期によって、米経済が再び不況に陥るような不均衡をもたらした兆しはほとんど見られません。米経済の回復期は年齢にすればもう若くありませんが、年老いてもおらず、心はまだ中年期にあると思われま

下図1では、米経済の回復期(月数)を黄色の三角で示し、青の三角で同時期の経済成長(%)を重ねて示しています。足元の経済回復は8年以上に亘っており、これは1960年代以降で2番目に長い期間です。ただし2009年6月に始まった今回の回復期の実質GDP成長は18%に留まっており、1980年代の同様の長期回復期(のちに地方の貯蓄銀行によるリスクな不動産及び企業向け融資によるいわゆる「S&L(貯蓄貸付)危機」によって終焉を迎えることとなった)の半分に過ぎません。

図1：米経済回復期の期間及び同時期の経済成長



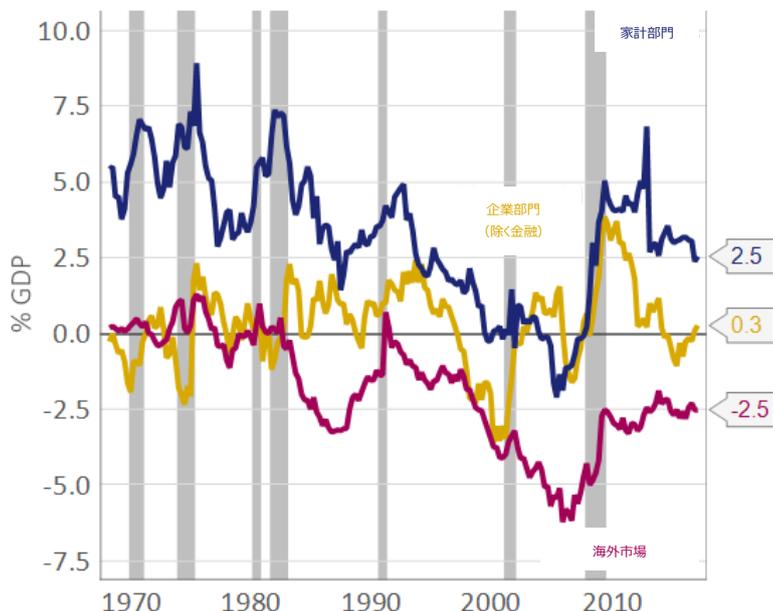
出所: Macrobond、ブルーベイ算出。直近は2017年6月のデータ。

注: グレーの網掛け部分はNBER (全米経済研究所) による米景気後退期。

経済成長の継続は、家計及び企業、さらには投資家による「理由なき活況」を招く可能性があり、貯蓄が減り借入が増える傾向となって表れます。図2が示す通り、1990年代のいわゆる「ニューエコノミー」における経済回復は、民間セクターの借入及びレバレッジの急激な上昇という前兆がありました(図3)。そしてその後、FRBが短期金利を6.5%

に引き上げたわずか数か月後に回復期は終わりを迎え、景気後退入りしました。その後の回復期では、企業部門はバランスシートの改善に注力しましたが、家計は前例のない派手な借り入れに関与していくことになります。そしてその負担は主に国外の投資家及び金融機関が担うこととなり、その後のグローバル金融危機に発展していくこととなります。

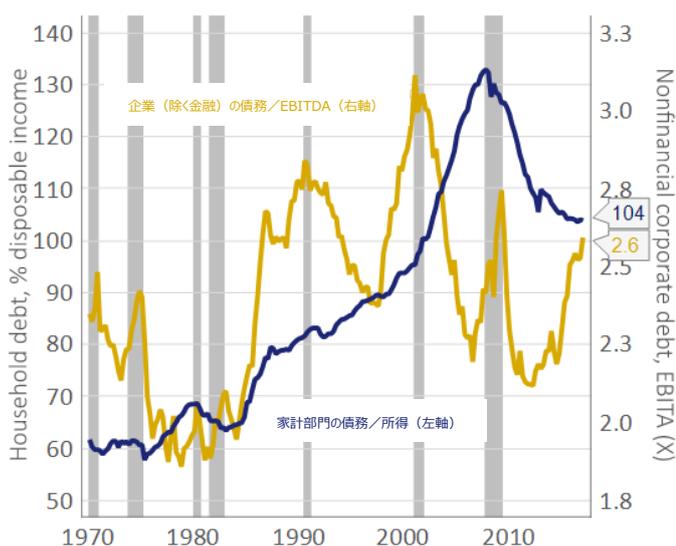
図2：セクター別の財務収支（対GDP%）



出所:Macrobond及びFRBのデータを基にブルーベイ算出。直近は2017年1-3月期のデータ。
注：グレーの網掛け部分はNBER（全米経済研究所）による米景気後退期。

金融危機以降、家計部門の貯蓄は増加し、収入比で見た負債は2000年台初めの水準まで低下しました(図3、青字)。企業部門も財政収支は黒字であったものの、ここ数年で投資ではなく株式買戻しを目的とした借り入れが増え、レバレッジが上昇している傾向が見られます(図2及び図3の黄線)。従来型の小売企業など一部のセクターにおける圧力や(バブルではないものの)資産価格の上昇が見られるにも関わらず、通常クレジット・サイクルの後期に見られる民間セクターにおける不均衡の兆候はそれほど見られません。また財政不均衡は不況のきっかけとなりますが、米政府は引き続き外貨準備通貨としての米ドルの特権的な存在による恩恵を享受し、「債券自警団(国債売りによって財政への不満を示す投資家)」リスクにも直面していないと見られます。ただし米国が債務上限を引き上げ、米国債に対する全幅の信頼を損ねないことが前提となります。

図3：FRB政策金利及び米国金融市場状況



出所:Macrobond及びFRBのデータを基にブルーベイ算出。直近は2017年1-3月期のデータ。
注：グレーの網掛け部分はNBER（全米経済研究所）による米景気後退期。

経済拡張期は通常、例えて言うならばFRBが二日酔いを防ぐためにドリンクを撒収するのが遅すぎたときに終焉を迎えます。ただしFRBが漸進的に金融引き締めを行う中でも、米経済の状況を例えて言えば、パーティーは1999年の時ほどの激しい盛り上がりはまだ見せていません。つまり、米経済は年齢が示しているほどサイクルの後期にいるわけではなさそうです。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシング債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマーシング債オポチュニティ戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、エマーシング社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、イベント・ドリブン・クレジット戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（税抜き）、タイルクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産を持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年7月18日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上
