

フィデリティ投信株式会社

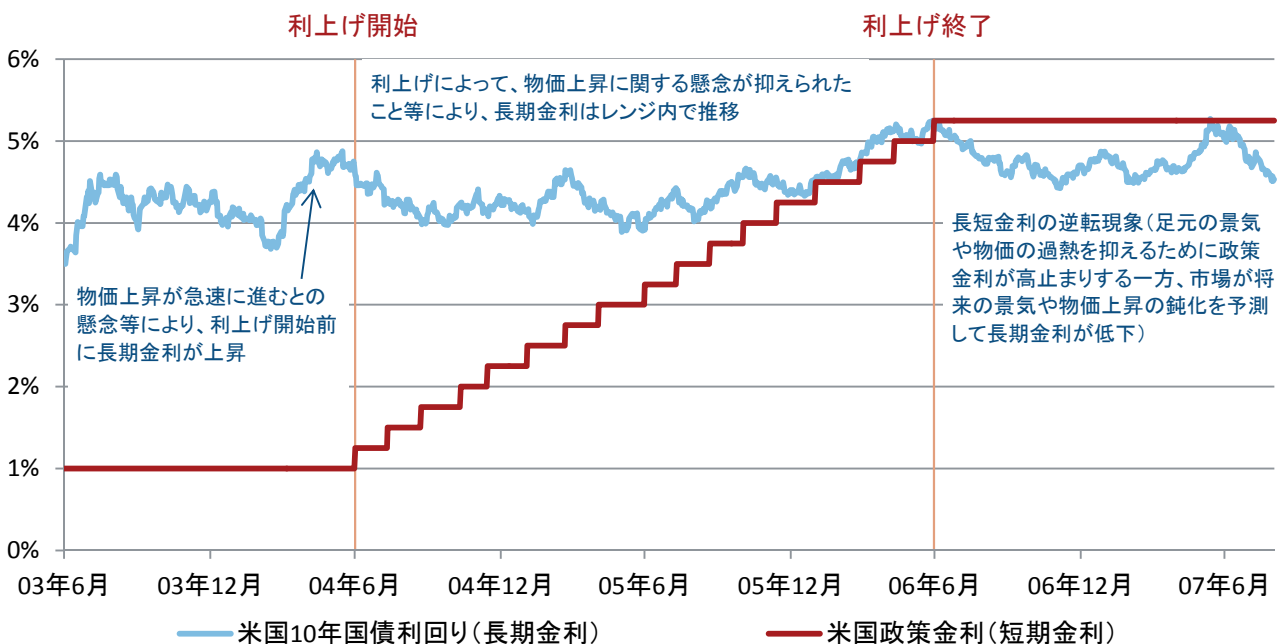
当資料では、中央銀行による政策金利と長期金利の違いや、これらの金利とハイ・イールド債券の関係について解説いたします。

Q1 政策金利と長期金利との違いは何ですか？

A: 政策金利(短期金利)と長期金利の決め方には大きな違いがあり、債券等の金融資産の利回りや価格は、短期金利よりも長期金利の影響をより大きく受けます。

- 政策金利は米国では米連邦公開市場委員会(FOMC)で決定されます。米連邦準備制度理事会(FRB)は、米国の民間銀行が連邦準備銀行に預けている準備預金を他の民間銀行に貸し付ける際の短期金利(フェデラル・ファンド金利)を、公開市場操作によって政策金利に誘導します。つまり、短期金利は中央銀行の金融政策によってほぼ決定されるといえます。
- これに対し、長期金利の決め方は短期金利とは大きく異なります。米国10年国債利回り等の長期金利は、債券市場参加者が持つ将来の経済成長期待や物価上昇期待など、長期に特有の要因が加味されて市場で決定されます。つまり、政策金利の引き上げが、すぐに長期金利の上昇を意味するものではないということです。
- 債券等の金融資産の利回りや価格は、短期金利よりも長期金利の影響をより大きく受けます。投資家が投資対象資産の魅力度を測る際、投資対象資産の利回りと長期金利を比較することが多いためです。
- 過去の米国でのケースでは、利上げ開始前に、物価上昇が急速に進むとの懸念などによって長期金利が上昇しましたが、利上げが開始されると、そのような懸念が抑制されたこと等により、長期金利はレンジ内での推移となりました。

過去の利上げ局面における 米国10年国債利回り(長期金利)と米国政策金利(短期金利)の推移



(注)RIMESよりフィデリティ投信作成。2003年6月末～2007年8月末。

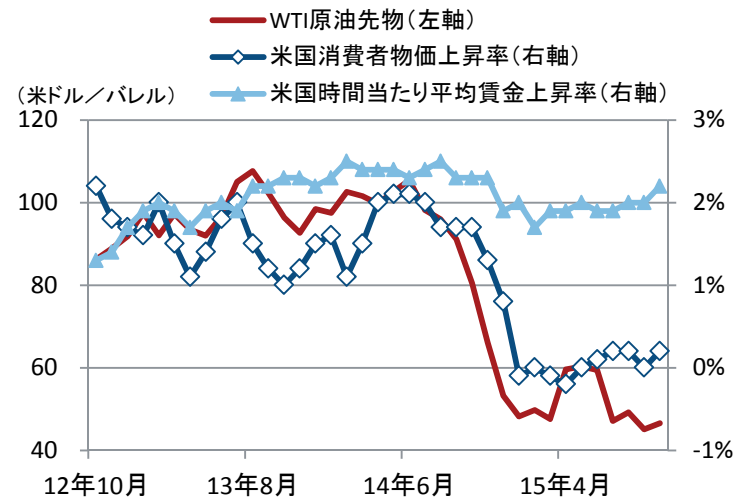
フィデリティ投信株式会社

Q2 米国長期金利の見通しは？

A: 米国の長期金利は緩やかな上昇にとどまる見通しです。

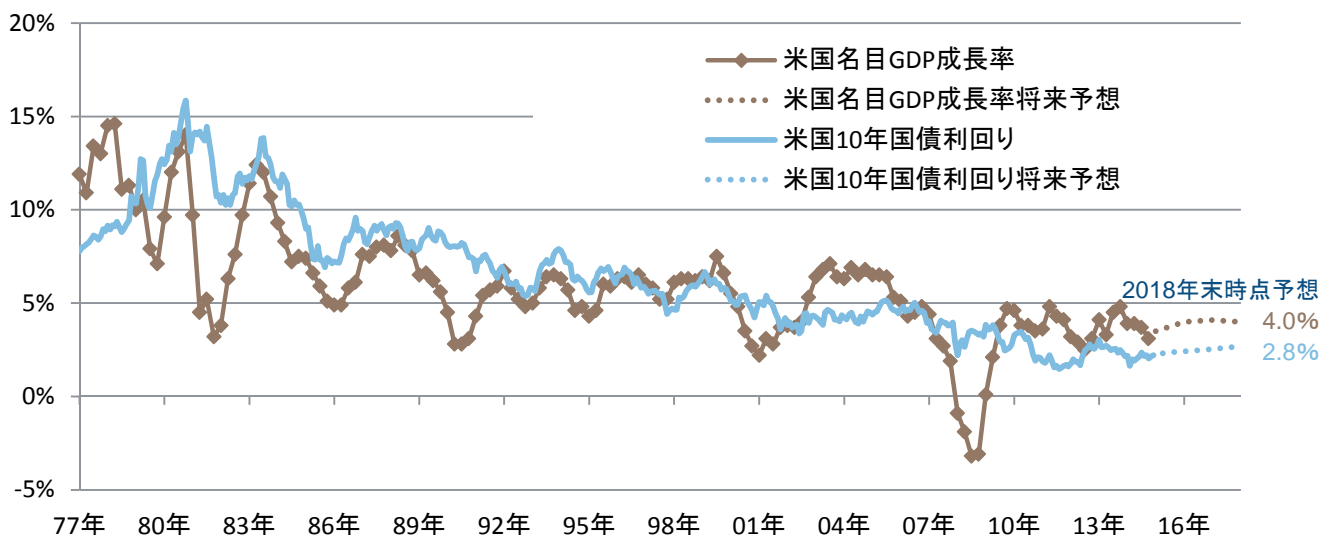
- 緩やかな伸びにとどまる賃金と、低水準で推移する原油価格などを背景に、米国の消費者物価上昇率は0%近辺の非常に緩やかな水準にとどまっています。
- 前ページで見た通り、物価上昇期待は長期金利に影響を与えます。緩やかな水準にとどまる物価上昇率は、長期金利の上昇ペースを抑える要因になると想定されます。
- 下グラフの通り、米国長期金利は、経済成長率と歩調を合わせるように推移してきました。今後の米国経済は緩やかなペースで成長する見通しであり、米国長期金利も同様に安定的に推移すると予想されます。

米国消費者物価上昇率等の推移



(注) Bloombergよりフィデリティ投信作成。2012年10月末～2015年10月末。

米国名目GDP成長率と米国10年国債利回りの推移



(注) Bloombergおよび米連邦準備制度理事会(FRB)よりフィデリティ投信作成。米国10年国債利回りは1977年12月末～2015年11月末。米国名目GDP成長率は1977年12月末～2015年9月末。米国10年国債利回り将来予想はフォワードレート。米国名目GDP成長率将来予想は米連邦公開市場委員会(FOMC)(2015年9月)による予想実質GDP成長率と予想コア・インフレ率の合計。いずれの将来予想も期間は2015年12月末～2018年12月末。

2015年12月

スペシャル・レポート

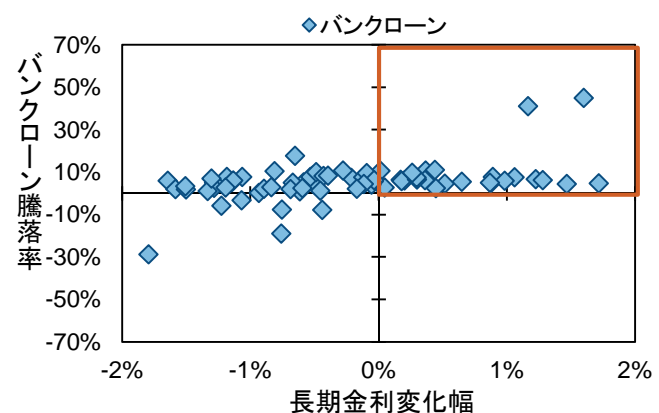
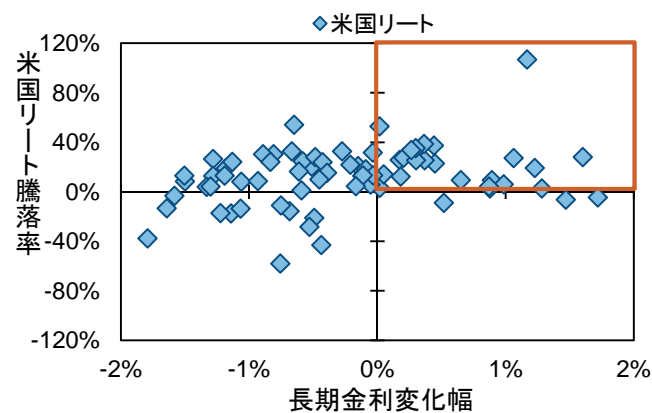
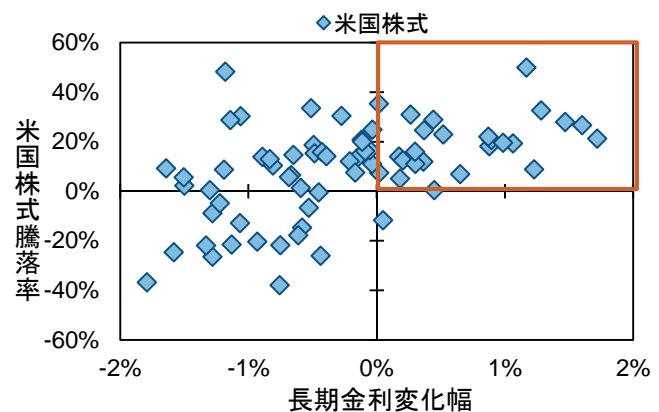
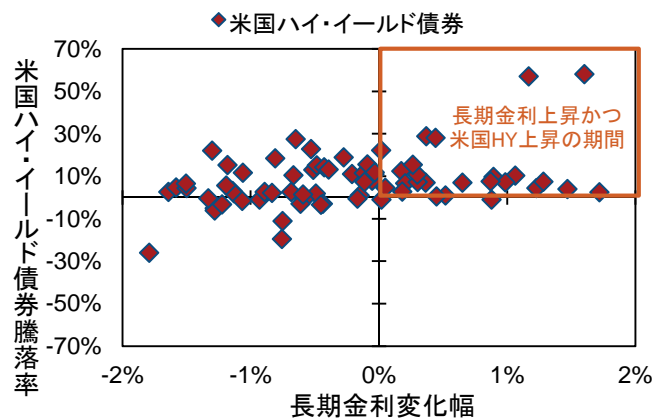
政策金利引き上げ局面におけるハイ・イールド債券投資の考え方

フィデリティ投信株式会社

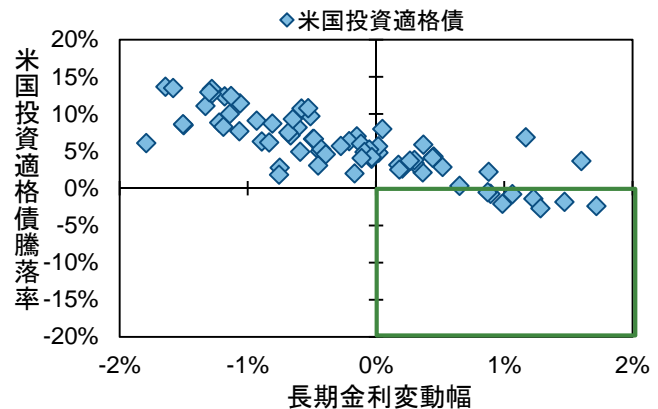
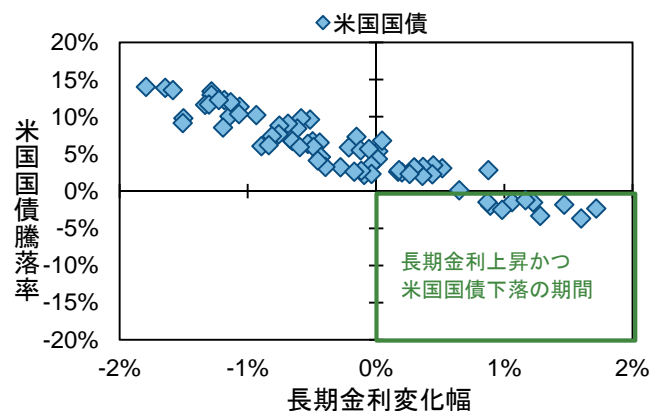
Q3 仮に長期金利が上昇したら、各資産にどのような影響がありますか？

A: 過去の長期金利上昇局面では、リスク性資産は上昇し、米国国債等は下落する傾向が見られました。

- 過去の米国10年国債利回り(長期金利)上昇時には、米国ハイ・イールド債券などのリスク性資産が上昇する傾向が見られました。長期金利上昇局面は景気拡大局面となることが多く、企業の業績拡大や信用力向上が期待されます。この要因により、米国ハイ・イールド債券などのリスク性資産は過去の長期金利上昇局面で堅調に推移してきました。



- 一方、米国国債等は、長期金利上昇時に下落する傾向が見られました。これは、長期金利の上昇が債券価格の下落要因となったためです。



(注) BloombergおよびRIMESよりフィデリティ投信作成。1996年12月末～2015年9月末のデータを使用。各四半期末における過去1年間の長期金利(米国10年国債の利回り)の変化幅と各資産の騰落率を表示。米ドルベース。

- 3 上記は過去の実績であり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。
最終ページを必ずご確認ください。

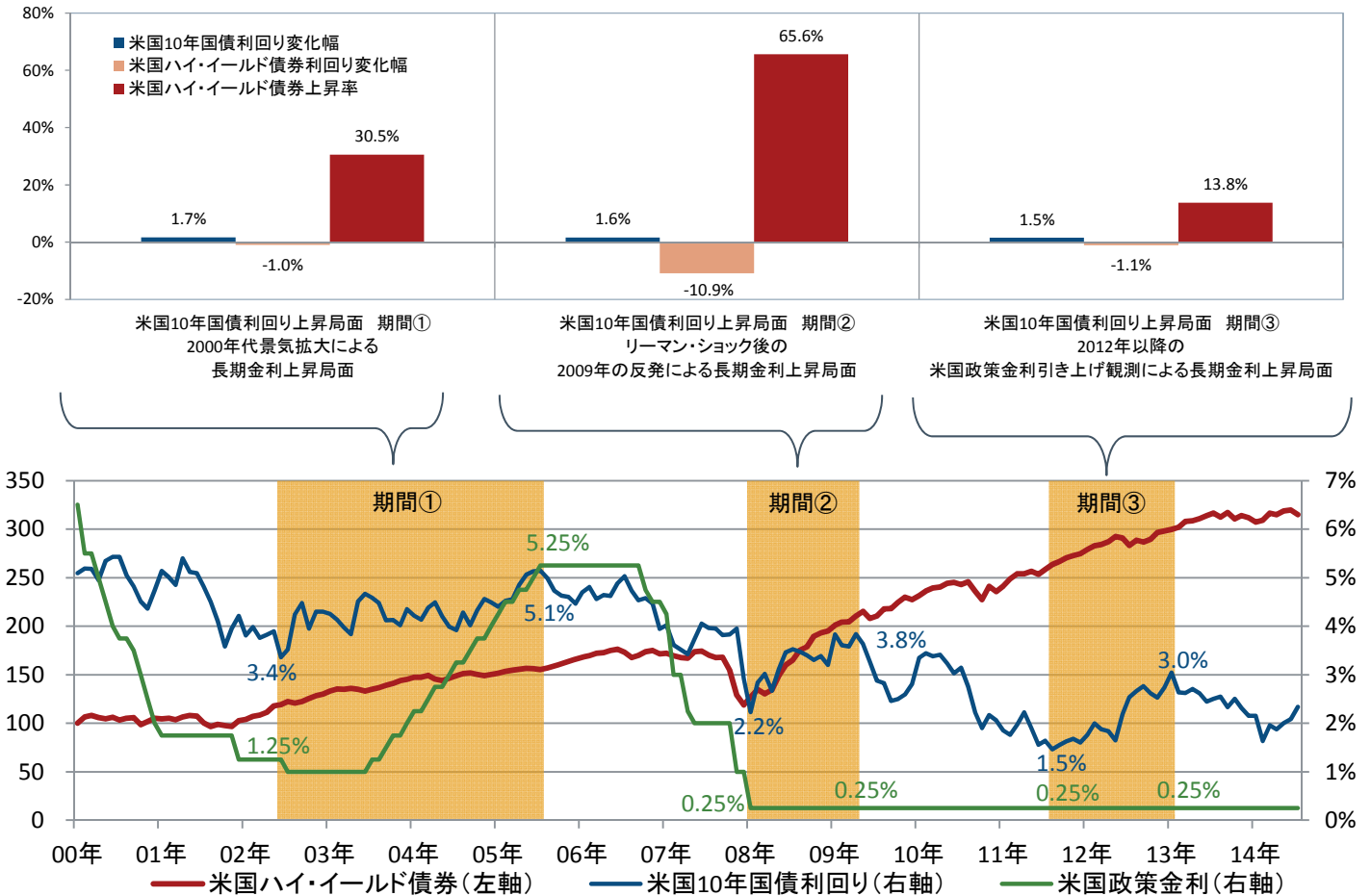
フィデリティ投信株式会社

Q4 過去の長期金利上昇時のハイ・イールド債券の動きは？

A: 過去の長期金利上昇時には、ハイ・イールド債券は堅調に推移しました。

- 直近3度の長期金利上昇局面を振り返ってみると、ハイ・イールド債券は長期金利上昇に強い資産であることが理解できます。
- 長期金利が上昇し始めるタイミングは、景気が良くなる局面で起こる傾向にあります。景気回復局面では、ハイ・イールド債券を発行する企業の業績が改善し、信用力が向上することで、ハイ・イールド債券は買われやすくなります。過去の例では、長期金利が上昇（価格は下落）しても、ハイ・イールド債券の利回りは低下（価格は上昇）していることが確認できます。

各利回りの変化幅と米国ハイ・イールド債券上昇率（上グラフ）と、
米国政策金利と米国10年国債利回りの推移（下グラフ）



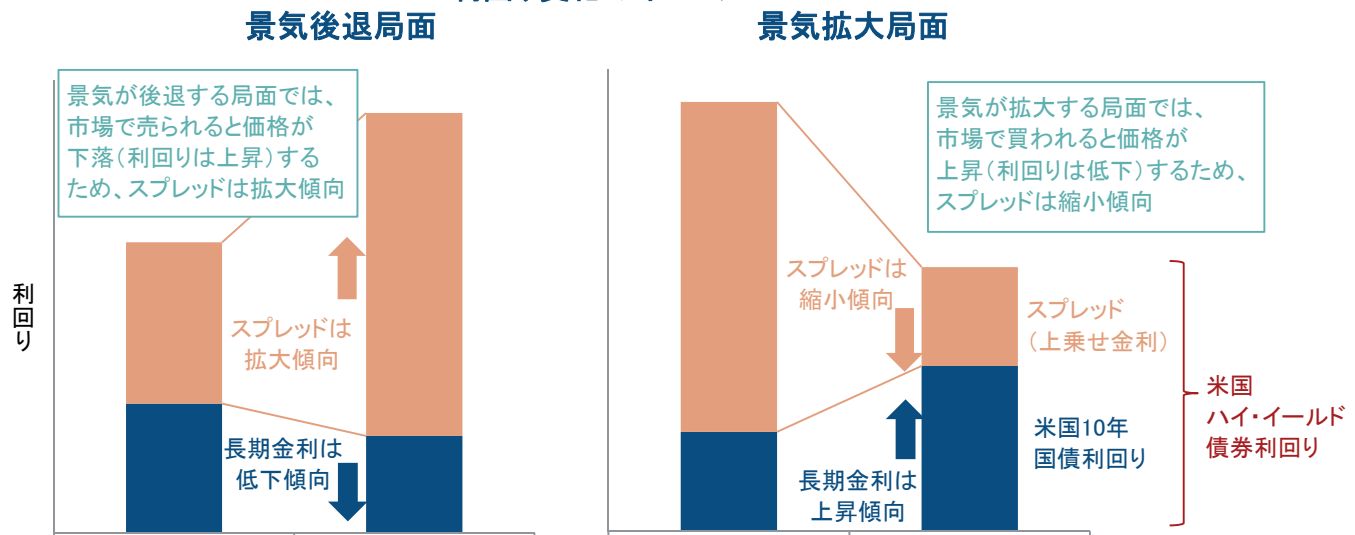
(注) 上グラフ: RIMESよりフィデリティ投信作成。各期間は、それぞれの事象が発生した局面で米国10年国債利回りが最低となった月から最高となった月。2000年代景気拡大による長期金利上昇局面は2003年5月末～2006年6月末。リーマン・ショック後の2009年の反発による長期金利上昇局面は2008年12月末～2010年3月末。2012年以降の米国政策金利引き上げ観測による長期金利上昇局面は2012年7月末～2013年12月末。米国ハイ・イールド債券上昇率は米ドルベース。下グラフ: RIMESよりフィデリティ投信作成。2000年12月末～2015年6月末。網掛けの米国10年国債利回り上昇局面は上グラフの各期間を示す。

Q5 過去の長期金利上昇時に、債券でありながらハイ・イールド債券が上昇した理由は？

A: 国債と社債では必ずしも価格の動きが同じにはならないからです。

- 債券では「利回りが上昇すると価格は下がる」こととなります。ところが、長期金利が上昇する時に、必ずしもハイ・イールド債券の利回りが上昇するわけではなく、むしろ利回りが低下することがありました。これはなぜでしょうか？
- ハイ・イールド債券は、企業の信用力に基づいて、利回りが決まります。国債との利回り格差をスプレッド(上乗せ金利)といい、景気が拡大する局面では、企業の信用力が向上し、スプレッドは縮小する傾向にあります。国債と社債の利回りの動きが異なる傾向にあるのは、このスプレッドが影響しているのです。

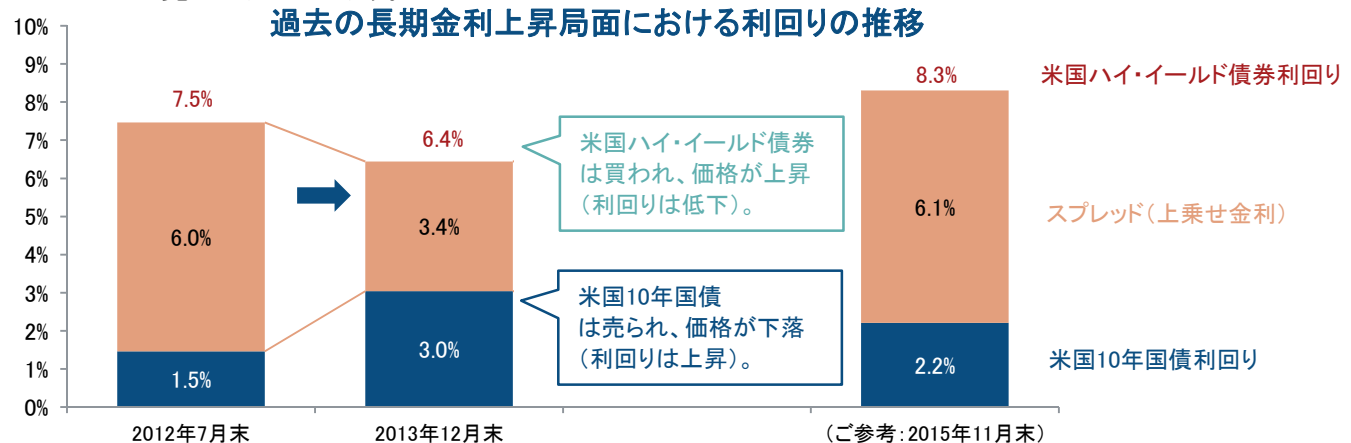
利回り変化のイメージ



※上図はイメージ図です。市場環境等によっては、必ずしもこのような動きが見られないこともあります。

過去の実例で確認してみましょう。

- 2012年7月末から2013年12月末にかけて、米国政策金利引き上げ観測によって米国10年国債利回り(長期金利)が上昇した局面では、景気回復を背景に企業業績が上向くという期待から、ハイ・イールド債券は買われ、価格は上昇、スプレッド(上乗せ金利)が縮小し、ハイ・イールド債券の利回りが低下しました。
- つまり、ハイ・イールド債券には国債とは異なり、長期金利上昇局面に強いという特徴があります。ただし、スプレッド(上乗せ金利)の縮小が続くと、利回りが低下する余地が少なくなり、価格の上昇余地も少なくなることも覚えておきましょう。



(注)RIMESよりフィデリティ投信作成。

5 上記は過去の実績であり、将来の傾向、数値等を保証もししくは示唆するものではありません。最終ページを必ずご確認ください。

2015年12月

スペシャル・レポート 政策金利引き上げ局面におけるハイ・イールド債券投資の考え方

フィデリティ投信株式会社

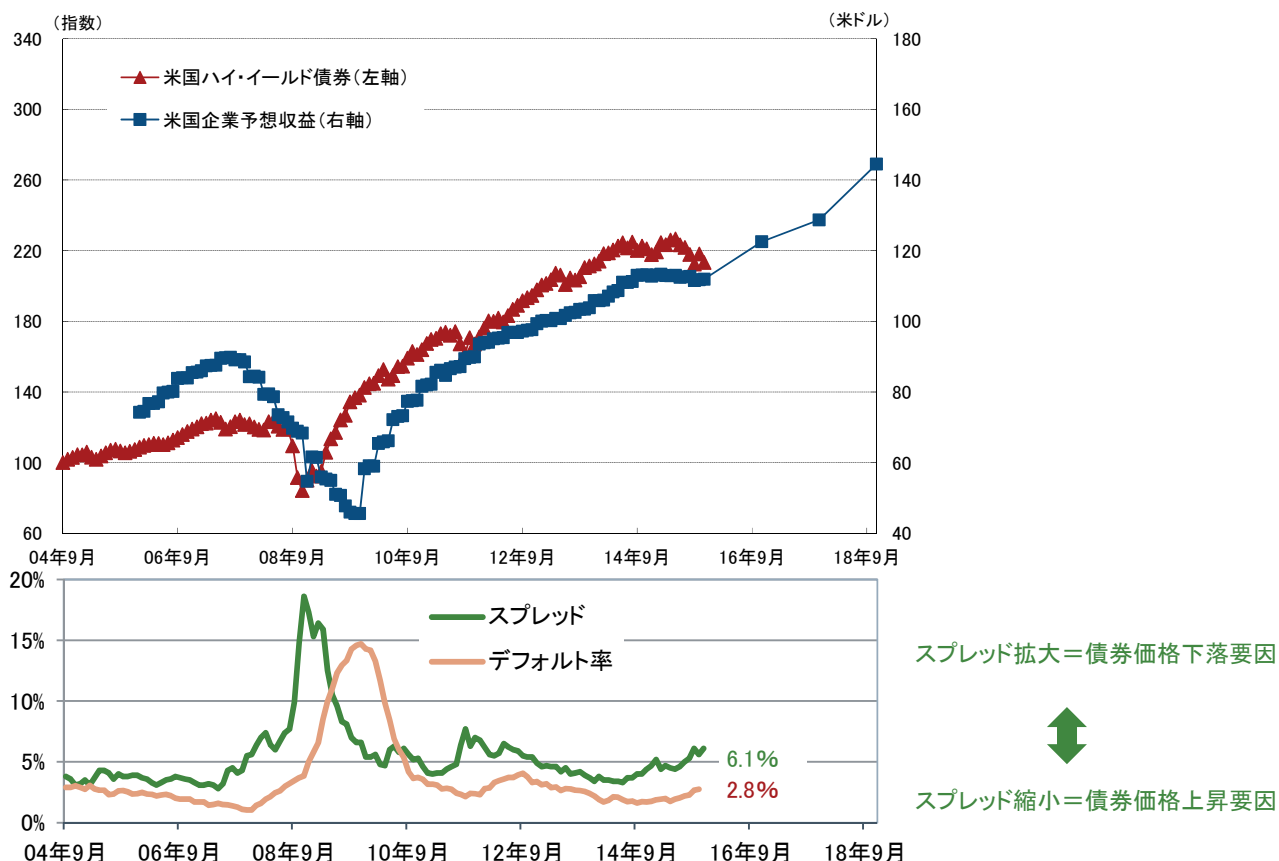
Q6 ハイ・イールド債券相場の今後の見通しと想定されるリスクは？

**A: 高利回りの金利収入などにより堅調な推移が期待されます。
想定外の景気後退や地政学リスクに留意が必要です。**

- 総じてハイ・イールド債券発行企業の業績は堅調で、低い金利での資金調達で財務改善をすすめていることから、デフォルト率は低水準で推移すると予想されます。今後のハイ・イールド債券相場では、高利回りの金利収入に加えてスプレッド縮小による価格上昇を源泉とした良好なパフォーマンスが期待されます。

見通し	主に以下の要因からハイ・イールド債券相場は堅調に推移すると想定されます。 <ul style="list-style-type: none"> ● 高利回りの金利収入 ● 堅調な企業業績 ● 低い金利での資金調達等による財務改善 ● 低水準で推移するデフォルト率
リスク要因	主に以下の要因から一時的な相場下落や値動きの大きな展開の可能性があります。 <ul style="list-style-type: none"> ● 中国景気減速懸念、ギリシャ債務問題、地政学リスク等による投資家心理の悪化 ● 原油価格が下落した場合の、一部企業の信用力悪化懸念 ● 米国等の長期金利の短期での急激な上昇

米国ハイ・イールド債券と米国企業予想収益とデフォルト率等の推移



（注）RIMES、BloombergおよびMoody'sよりフィデリティ投信作成。米国ハイ・イールド債券は期間初を100として指数化。米ドルベース。2004年9月末～2015年11月末。米国企業予想収益はS&P500種指数1年後予想収益を使用。Bloomberg予想ベース（米ドルベース）。2006年1月～2018年11月。デフォルト率はMoody'sより（過去12カ月、発行体ベース）。2004年9月～2015年10月。スプレッドは、小数点以下第2位で四捨五入した米国ハイ・イールド債券指数と米国10年国債の利回りの差。2004年9月末～2015年11月末。

6 上記は過去の実績であり、将来の傾向、数値等を保証もししくは示唆するものではありません。
最終ページを必ずご確認ください。

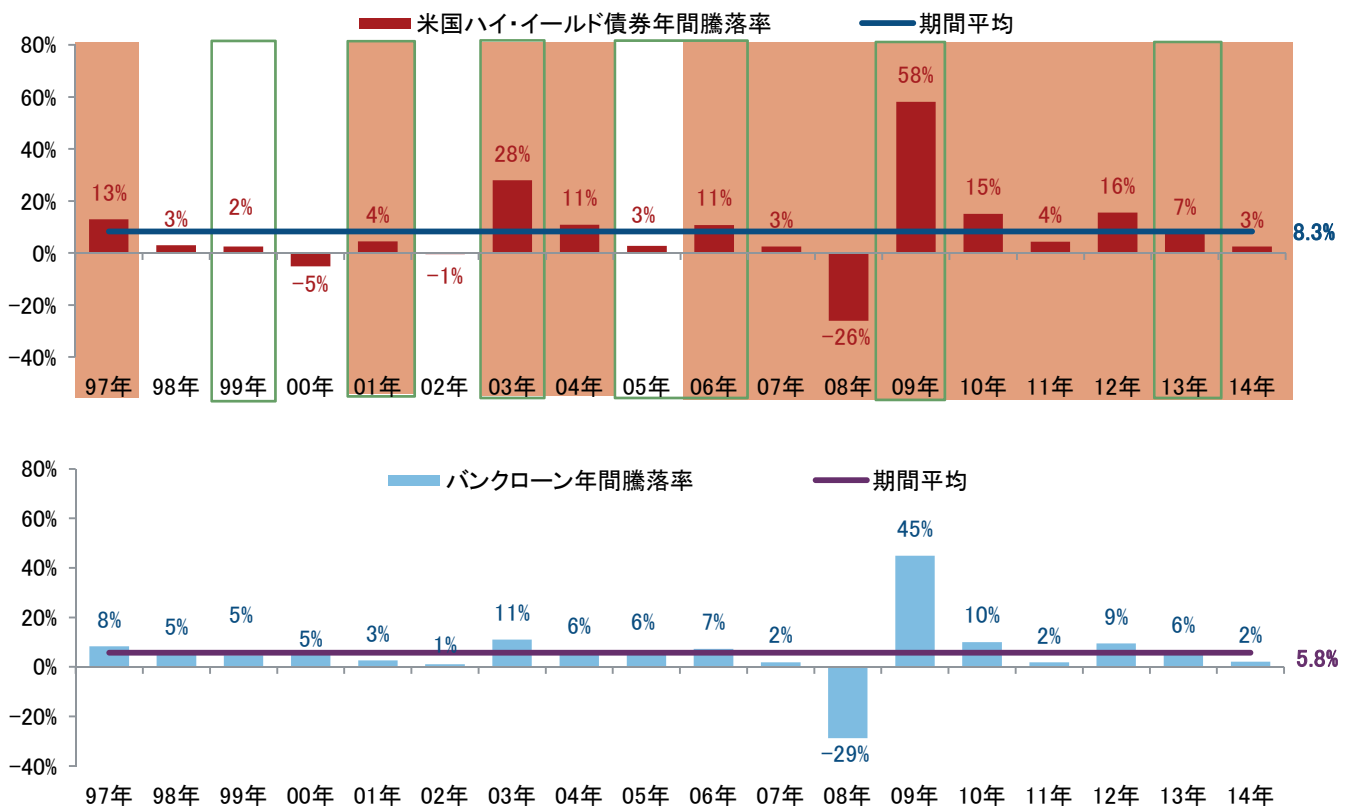
フィデリティ投信株式会社

【ご参考】ハイ・イールド債券とバンクローンの比較

過去の長期金利が上昇した多くの年で、ハイ・イールド債券はバンクローンを上回って上昇しました。

- 高利回り資産としては、ハイ・イールド債券とバンクローンが挙げられますが、米国のこれらの資産の年間騰落率は概ね同じ方向に動いています。ただしバンクローンは、ハイ・イールド債券よりリスクが低い分、リターンも低くなっています。
- 過去18年間のうち、ハイ・イールド債券の騰落率がバンクローンを上回った年は13回ありました(下図内のピンクの網掛けの部分)。
- また、長期金利が上昇した年(下図内の緑枠で囲まれた年)は7回ありましたが、そのうち5回はハイ・イールド債券の騰落率がバンクローンを上回りました。
※米国10年国債利回りが年間で上昇したのは、1999年、2001年、2003年、2005年～2006年、2009年、2013年です。
- また、過去18年間の期間平均騰落率は、米国ハイ・イールド債券が+8.3%となった一方、バンクローンは+5.8%となり、ハイ・イールド債券の騰落率がバンクローンを上回っています。

米国ハイ・イールド債券とバンクローンの年間騰落率の推移
(ピンクの網掛けは米国ハイ・イールド債券の騰落率がバンクローンを上回った年)
(緑枠は長期金利が上昇した年)



(注) RIMESなどよりフィデリティ投信作成。期間は1997年～2014年。米ドルベース。

スペシャル・レポート 政策金利引き上げ局面におけるハイ・イールド債券投資の考え方

フィデリティ投信株式会社

ご注意点

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として申し述べたものであり、その銘柄又は企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
- 投資信託のお申し込みに関しては、下記の点をご理解いただき、投資の判断はお客様自身の責任においてなさいませうようお願い申し上げます。なお、当社は投資信託の販売について投資家の方の契約の相手方とはなりません。
- 投資信託は、預金または保険契約でないため、預金保険および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。
- 販売会社が登録金融機関の場合、証券会社と異なり、投資者保護基金に加入しておりません。
- 投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本および利息の保証はありません。
- 投資信託は、国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面を良くご覧下さい。
- ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。
 - ・申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限 4.32% (消費税等相当額抜き4.0%)
 - ・換金時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保金 上限 1%
 - ・投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限 年率2.0844% (消費税等相当額抜き1.93%)
 - ・その他費用: 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

ご注意) 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、フィデリティ投信が運用するすべての公募投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しておりますが、当資料作成以降において変更となる場合があります。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く目論見書や契約締結前交付書面をご覧下さい。

フィデリティ投信株式会社

金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第388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

IM151208-2 CSIS151209-6

資料中グラフの注記に別途記載ない場合は以下の指数を使用しています。

米国ハイ・イールド債券はバンクオブアメリカ・メリルリンチ・USハイ・イールド・コンストレインド・インデックス。

米国株式はS&P500種指数。

米国リートはFTSE NAREIT Equity REITsインデックス。

米国投資適格債はバンクオブアメリカ・メリルリンチ・USコーポレート&ガバメント・マスター・ラージ・キャピタライゼーション・インデックス。

バンクローンはクレディスイス・レパレリッド・ローン・インデックス。

米国国債はバンクオブアメリカ・メリルリンチ・USTレジャリー・インデックス。