

Topics

- ▶ 米景気の軟着陸期待や、FRBの金融緩和への期待などから、米クレジット市場は堅調に推移
- ▶ FRBによる利下げは視野に入りつつあるが、インフレの上振れには警戒。物価目標達成の確信が得られるまで様子見か。QTペースの縮小が近く議論されるとみられるが、その背景に注目
- ▶ 市場のセンチメント悪化に繋がるリスクとして、商業用不動産を巡る懸念がある

ストラテジスト 服部 純朋

クレジットスプレッドは縮小

米金融市場では、米景気の軟着陸期待や、企業業績の先行きに対する楽観的な見方などから、米国株式市場（S&P500種株価指数）が最高値を更新するなどリスク選好の動きが強まりました。

米クレジット市場も堅調に推移しています。投資適格級社債（IG債）の対国債スプレッドは、昨年11月にFRB（米連邦準備理事会）の利上げ打ち止め観測などを背景に縮小に転じました。その後もスプレッドの縮小傾向は続き、足元では、コロナ禍で景気を支えるため金融緩和が続いた2021年のレンジに回帰する動きがみられています（図表1）。企業景況感をみると、ISM製造業景気指数は景気の拡大・縮小の分岐点である50割れも、持ち直しの動きがみられており、同サービス業景気指数の改善と併せて、米景気の軟着陸期待は高まっているとみられます。加えて、FRBは2024年内にいずれ利下げに転じるとの見方や、QT（量的引き締め）のペースの縮小が近々検討されることが明らかになり、先行きの金融緩和期待も支えとなっているとみられます。

インフレ上振れに警戒。FRBは物価目標達成の確信が得られるまで様子見か

1月の米雇用統計での平均時給の伸び加速や、CPI（消費者物価指数）の伸び上振れなどは、根強いインフレ圧力を改めて意識させるものでした。CPIでは、コアサービスが大きく伸びました。帰属家賃の伸びが加速したほか、住居費を除くサービスが大きく伸びました。高い賃金上昇率がサービス価格の高止まりにつながる可能性などインフレの上振れリスクが警戒されます。アトランタ連銀賃金トラッカーや雇用コスト指数などインフレの鈍化を示唆する指標もある中、1月の平均時給の伸び加速やコアサービスの上振れが単月の動きかなどを見極める必要があります（図表2）。

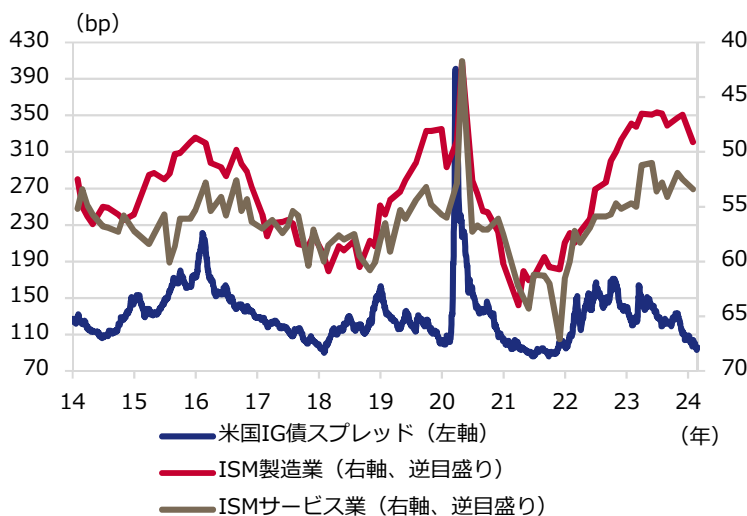
引き締め的な金融環境が長期化すれば、雇用への悪影響が顕在化する可能性があることや、インフレ期待が安定して推移している点なども踏まえれば、FRBの利下げは視野に入りつつあると考えられます。ただし、利下げ開始時期や利下げ幅はデータ次第という状況の中で、FRBはインフレが2%目標の達成に向かっていくとの確信が得られるまで、様子見姿勢を続ける可能性があります。

次ページへ続く

※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IG債スプレッドとISM景気指数



期間：米IG債スプレッドは2014年1月2日～2024年2月27日（日次）

ISM景気指数は2014年1月～2024年1月（月次）

出所：リフィニティブ、ブルームバーグのデータを基に

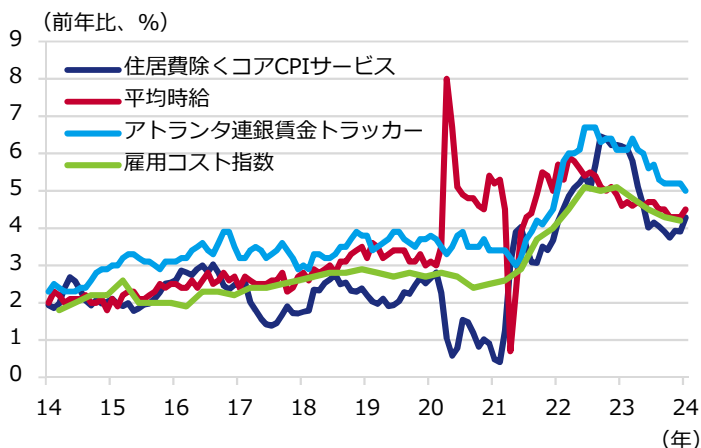
アセットマネジメントOneが作成

（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%）

図表2 賃金・雇用コスト指数・住居費除くコアCPIサービス



期間：住居費除くコアCPIサービス、平均時給、アトランタ連銀賃金

トラッカーは2014年1月～2024年1月（月次）

雇用コスト指数は2014年3月～2023年12月（四半期）

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

## QTペースの縮小は長く継続する意図か

FRBは高インフレ抑制のため、大幅な利上げに加えて、2022年6月からQTを実施してきました（図表3）。次回3月のFOMC（米連邦準備理事会）では、QTについて詳細な議論が行われる見込みです。

金融システムの流動性については、ダラス連銀のローガン総裁は年明けの講演で、全体としては依然潤沢とみられるものの、短期金融市場での資金調達環境が悪化する事態を警戒しました。今回は、前回のQT（2017年10月～2019年7月）のほぼ2倍のペースで行われていることもあり、FRBは短期金融市場の変動に一層注意を払うとみられます。また、FOMC参加者の中には、縮小ペースを緩めることで、QTをより長く継続することが可能と考えるメンバーもいます。利下げを開始した後も、QTはしばらく続く可能性があるとする意見もみられます。

今後QTのペースの縮小が決まれば、市場ではリスク選好の動きが強まるとみられます。しかし、ペースの縮小の背景には、QTを長く継続したい意図がある可能性には留意が必要です。

## 商業用不動産を巡るリスクに留意

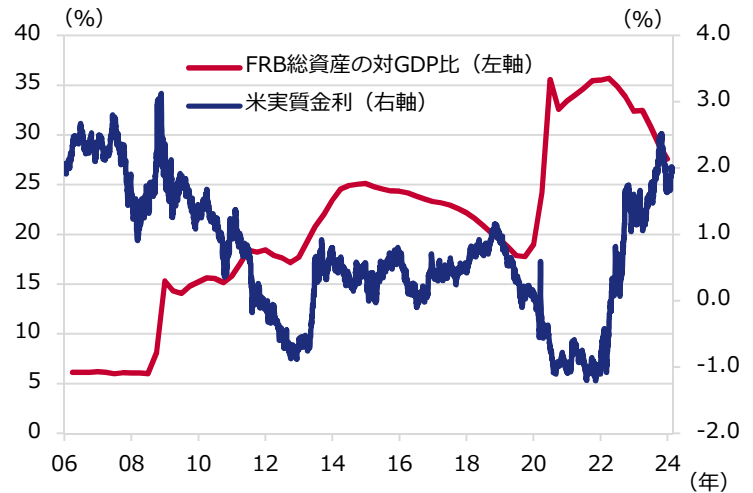
市場のセンチメント悪化に繋がるリスクとして、商業用不動産を巡る懸念が考えられます。1月のFOMC議事要旨によれば、FRBスタッフからの報告では、広範な市場において資産評価はファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）に比べて高いと指摘されました。その中で、商業用不動産について、価格下落が続くオフィスセクターに関して取引量の少なさを挙げたうえで、価格がファンダメンタルズの弱さを完全には反映していない可能性を指摘しました。米商業用不動産の価格指数は、オフィスの下落が目立ちますが、空室率の上昇などオフィス需要の低迷などを背景に同セクターの軟調さが続く可能性があります（図表4）。

1月のFOMC参加者による金融安定性に関わる議論では、銀行システムへのリスクは昨春以来大幅に後退したとしつつも、一部の銀行における脆弱性が指摘されました。商業用不動産に対する高エクスポージャーが潜在的なリスクとして挙げられました。

米抵当銀行協会（MBA）によれば、2024年に満期を迎える予定の商業用不動産モーゲージは9,290億ドルと、これは同残高全体の20%に当たる規模です。満期額は投資家別に大きく異なります。政府支援機関（GSE）などは280億ドル、生命保険会社は590億ドルにとどまる一方で、預金取扱金融機関は4,410億ドルと、満期額は大きいものとなっています。

高金利が継続し、銀行の商業用不動産に対する貸出基準も依然厳格化方向にある中で、借り換えを巡る不透明感がくすぶります。特に中堅（資産規模：10億ドル～100億ドル）・中小規模行（同：1億ドル～10億ドル）では、総資産に占める商業用不動産ローンの比率は高く、動向が注視されます（図表5）。仮に、商業用不動産向け融資の不良債権化によって、資本が大きく棄損する銀行が顕在化すれば、市場のセンチメント悪化につながる可能性があり、一定の警戒が必要と考えます。

図表3 米実質金利（10年）とFRB総資産の対GDP比



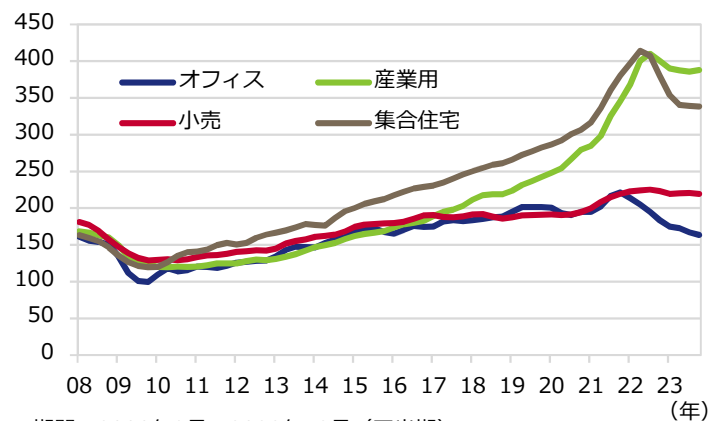
期間：米実質金利は2006年1月2日～2024年2月27日（日次）

FRB総資産の対GDP比は2006年3月～2023年12月（四半期）

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

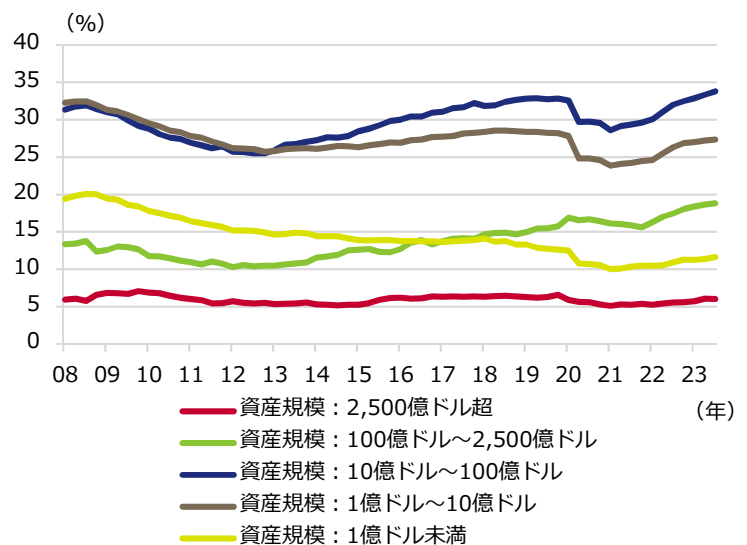
図表4 米商業用不動産の価格指数（セクター別）



期間：2008年3月～2023年12月（四半期）

出所：CoStar Groupのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 銀行総資産に占める商業用不動産ローンの比率



期間：2008年3月～2023年9月（四半期）

出所：FDIC（米連邦預金保険公社）のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※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。

## 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、S&P500種株価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。