

グローバル債券マクロ・アウトルック

リスクオンの地合いながらリスクは残存

- リスク市場には「パーフェクトランディング」シナリオが織り込まれる
- 今夏に予想されるECB/FRBの利下げによってイールドカーブの正常化が促進される見通し
- 投資適格債/ハイイールド債よりもSSA債/カバードボンドを選好

経済の「パーフェクトランディング」シナリオが全面的に織り込まれるなど、市場は“バラ色の眼鏡”を装着しているように思われます。また、ディスインフレ(インフレ低下)の勢いが弱まりつつあるという懸念が高まっています。その結果、短期ゾーンの金利水準には大幅なプライシング(再評価)の動きが生じていますが、インフレは緩やかな低下トレンドに戻り、今夏にはECBとFRBが利下げを行う環境が整うと予想しています。株式市場とクレジット市場には、非常に楽観的なシナリオが織り込まれているものの、経済の多くの分野に脆弱性が残存しているため、現在のバリュエーションに全面的に支持することはできません。実際のところ、足元でリスクオンの地合いが定着しているとはいえ、ダウンサイド・リスクが完全に消滅したわけではありません。ロベコでは、スティーブナーのポジションを積み増す一方で、投資適格債やハイイールド債よりも高格付けのSSA債(ソブリン債、国際機関債および政府系機関債)やカバードボンドを選好しています。

概要

前回の四半期アウトルック「求められる忍耐力」では、「債券には魅力がある」というロベコの見方に市場が追い付きつつあると論じました。その一方で、債券市場においてポジティブな地合いが持続するためには、ファンダメンタルズが重要になると指摘しました。米国では、金利上昇の影響が比較的緩やかであり、堅調な個人消費と財政支援策が追い風となって、欧州諸国や中国が経験しているような景気の減速を免れています。また、欧州では、景気の停滞が続いているものの、堅調な労働市場が経済を下支えしています。一方、株式市場では、S&P500株価指数、日経平均株価指数、ストックス600欧州株価指数が最高値を更新するなど地合いは堅調であり、各国の中央銀行がソフトランディング実現という使命を果たした

という市場の確信がうかがえます。クレジット・スプレッドも同様に、世界金融危機の発生以来となる史上最低水準を更新しています。スプレッドの強力な縮小圧力が、リスク・テイクに積極的な市場全体の方向性を示唆する中で、ロベコのリスク回避指数(図表1参照)からは、市場が「リスク選好」の領域に近づいている様子が確認されます。2023年3月に米国において発生した中小銀行の危機(四半期アウトルック「露呈された実態」参照)は、遠い記憶のように、「リスク回避」の域を脱しつつあるように思われます。しかしながら、インフレ圧力の緩和を背景に、FRBの金融政策反応関数は一段と非対称的となるか、少なくともインフレ率に一点集中しなくなる可能性があります。結局のところ、インフレ率が低下すれば、経済成長に関する市場のセンチメントが悪化した場合、FRBが政策介入に踏み切り、利下げを実施する可能性が浮上しています。

「ロベコは陶酔的な経済成長見通しを全面的には支持していません」

アウトルック 2024年3月
機関投資家向け

ロベコ・グローバル・マクロ・チーム

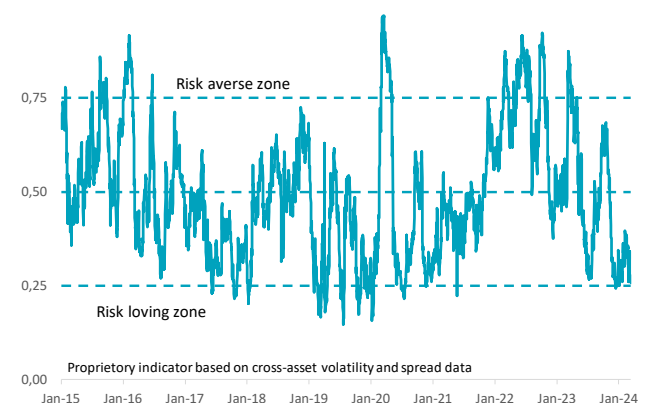
ロベコでは、景気後退入りのリスクがひとまず後退したとの見方には賛同するものの、陶酔的な経済成長見通しを全面的には支持していません。経済の脆弱性が残存する中で、今春の欧州各国における総選挙や11月の米国大統領選挙といった地政学イベントも控えています。基本シナリオでは、FRBとECBが今夏に利下げに踏み切ると予想しており、6月が利下げのタイミングとしては最も有力だと見ています。現実的には、FRBにとって、大統領選挙の直前に利下げサイクルに着手すると、政治的な動きと受け取られかねず、今秋には利下げの機会が閉ざされることも考えられます。

今年後半にツイスト・スティーピングする可能性も否定できず

デュレーション・リスクに関しては、ロベコはより慎重に見ており、デュレーションのオーバーウェイト・ポジションを縮小しています。その一方で、イールドカーブのスティーピングの方向性に関連して、魅力的な投資機会が引き続き確認されるため、スティーパーのポジションを積み増しています。イールドカーブは依然として大きな逆イールド状態にあります。利下げの開始に伴い、正常化に向かう見通しです。市場では、FRBとECBの利下げ回数の予測が大幅に下方修正されていますが、政策金利はピークアウトしたと見ています。ロベコの見解では、年内の利下げ回数だけではなく、小規模な利下げであってもイールドカーブのスティーピングにつながることを、過去の事例は示唆しています。

ターム・プレミアムの上昇も、スティーピングを後押しする可能性があります。インフレの先行きに関する不透明感が増すにつれて、ターム・プレミアムは上昇するはず。そのような展開では、投資家は長期債投資に際して、「インフレ・リスク」により大きな代償を求めるはず。これに加えて、債券市場では供給リスクが解消されていません。年内に大統領選挙が実施される米国では、財政再建が進むとは考えにくい。足元のトレンドが今後も続く可能性が高くターム・プレミアムは上昇すると思われ。この点を念頭に、今年後半にはイールドカーブが「ツイスト」スティーピング化し、短期ゾーンがラリーする一方で、長期ゾーンが大幅に売られる可能性も否定できません。

図表 1 -ロベコのリスク回避指数



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年3月現在。

一方、クレジットに関しては慎重なスタンスを維持しています。市場ではリスクオンのストーリーが受け入れられ、クレジット・スプレッドは急速にタイトニングしています。残存する経済成長の下振れリスクに対して、市場の警戒感が過度に薄れたのではないかと懸念が高まりつつあります。このため、クレジットについては中立的なアプローチを据え置き、クオリティの高さを重視するアプローチを選好しています。投資適格社債よりも、カバードボンド、SSA債、スワップ・スプレッド、一部の外貨建て債券(ポーランドやハンガリーのユーロ建て債券)を選好しつつ、ハイイールド債については当面は慎重な姿勢をとる方針です。

マクロ経済と政策の見通し

- リスク市場から景気後退入りのリスクが剥落し、「ノーランディング」シナリオまたは経済成長の明確な拡大シナリオが想定されるように
- ロベコは経済成長の下振れリスクが低下したとの見方には賛同するものの、過度に陶酔的な見方に対しては懐疑的
- 労働市場の過熱感と基調的なインフレ圧力が弱まる中で、先進国では2024年半ば頃から利下げの開始が可能になる見通し

成長見通し: 良いもの、悪いもの、醜いもの

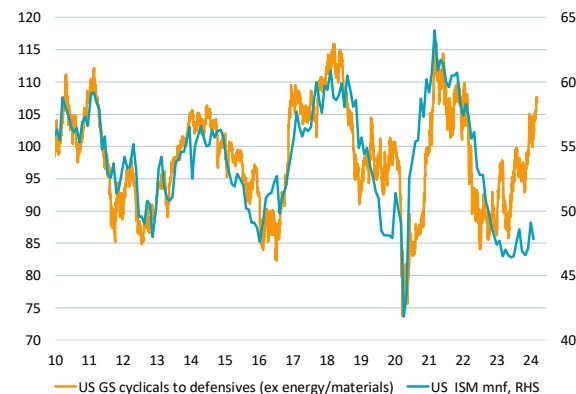
米国経済は依然として勢いがあります。イーールドカーブが逆イーールド状態で推移する中で、注目度の高いISM製造業景況感指数が50を下回る水準で低迷し、中小企業セクターには弱含む兆しが浮上しているにもかかわらず、です。このような米国経済の底堅さを説明する材料としては、「財政支援策の効果」と「金利上昇の影響波及が通常より緩やかであること」などがよく知られています。前者に関しては、テクノロジー投資による好影響がすでに顕在化する中で、昨年は「半導体補助金法(CHIPS法)」が企業投資の押し上げ要因となりました。また、後者に関しては、大企業と既存の住宅保有者は借り入れコストを低い水準で固定化することに成功する一方で、現金/貯蓄のリターン上昇の恩恵を享受しています。さらに、個人貯蓄率が低く、失業率も(足元で小幅な上昇に転じているものの)低水準で推移する状況において、モノに対する消費需要は底堅さを維持しています。

これに対して欧州では、個人消費は脆弱であり、また、(銀行システムを通じた)金融引き締め効果発現までのラグが短いことから、景気の停滞が続いています。もっとも、労働市場ではドイツを含めて目立った亀裂の兆候は見受けられず、個人消費のさらなる悪化の歯止めとなっています。また、「旅行業界においてパンデミック後の経済活動再開の効果が持続していること」や「継続的な財政支援策」についても、考慮することが重要になります。後者の一部を構成する欧州復興基金(「次世代のEU」)は、南欧諸国における経済成長の下支えに貢献しています。イタリアでは、「スーパーボーナス」住宅税額控除制度(一戸建て住宅については1月1日で終了)によって、住宅投資がパンデミック前よりも80%近く押し上げられました。一方、中国では、不動産市場の脆弱性が解消されない中で、景況感は依然として低迷し、追加的な金融・財政緩和政策の実施につながっています。

今後を展望すると、世界の製造業セクターは、欧州においてガス・電気料金の引き下げが支援材料になるなど、低迷した状態から緩やかに(さらに)脱却していくと見られます。もっとも、最近の中国の動向を踏まえると、製造

業の回復は脆弱になると予想されます。また、家計の実質所得の伸びが個人消費を下支えする一方で、労働市場に関連するプラス要因は限定的にとどまる見通しです。米国では、貯蓄率の低迷が続いており、それがもたらす押し上げ効果は、期待できないように思われます。さらに、多くの国では、商業用不動産市場の情勢や、米国大統領選挙や欧州諸国での右翼政党の勢力拡大といった政治(地政学)の動きが、脆弱性として残存しています。その結果、企業と消費者の景況感に悪影響が及ぶ可能性があります。このためロベコでは、景気後退入りのリスクが後退したとの見方には賛同するものの、株式市場が織り込むような陶酔的な経済成長見通しを、全面的には支持していません。

図表 2 - 株式市場にはISM製造業景況感指数の大幅上昇見通しが織り込まれる



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年3月現在。

インフレ見通し: デイスインフレ傾向は中断

前回の四半期アウトルックにおいて予想したように、ここ数カ月間、多くの先進国ではデイスインフレの勢いが鈍化しています。主な要因はサービス価格インフレの粘着性によるもので、米国では消費者物価指数(CPI)を構成する住居費にも関連しています。もっとも、紅海危機の影響を受けて一部の海運運賃が上昇しているにもかかわらず、財価格の上昇圧力は、おそらく中国関連の影響が大きいために、低水準にとどまっています。ユーロ圏では、足元のデイスインフレ傾向の中断は、これまで実施されたエネルギー危機の影響緩和政策の巻き戻しも関連しています。その一方で、中東欧諸国を含む多くの新興国では、デイスインフレ傾向が持続しています。

ロベコでは、デイスインフレの流れがしばらく中断するシナリオを想定する一方で、特に米国において、この流れは再開すると予想しています。米国とユーロ圏では、賃金の上昇率がインフレ目標を安定的に達成するために必要な水準(それぞれ3.5%、3%)を依然として上回ります。いずれは中央銀行としても、インフレの抑制に成功したと宣言するためには、賃金の上昇圧力がさらに弱まるのを

確認する必要があります。明るい材料として、自発的な離職率の低下(米国)、妥結賃金の伸びが鈍化する一時的な兆候(ユーロ圏)、幅広い分野における求人数の減少といった要因は、この先数四半期において賃金の伸びがさらに鈍化する方向性を示唆しています。また、この先1年間で少なくとも100bpの利下げを行う前提においても、インフレ目標への持続的な回帰が2025年までに実現するという見通しを、ECBがすでに示していることにも留意しています。

各国の状況に注目すると、日本では極端な低インフレ環境が終了したとの見方と、英国では粘着性が強まりうるとの見方を強調しておきます。

金融政策: 先進国市場初の利下げが視野に

前述の通り、多くの国では、景気後退入りを回避する上で財政支援策が重要な役割を果たしました。しかしながら、支援的な財政スタンスは全般に弱まる方向にあります。ユーロ圏ではエネルギー関連の支援策が縮小されつつあり、パンデミック関連の支援策のさらなる縮小の影響を考えると、欧州復興基金がもたらす刺激効果は完全に相殺される見通しです。米国では、昨年度のCHIPS法に基づく政策支援と州・地方政府による支出の増加を考慮すると、今年度は財政政策がわずかながら抑制的になると予想されています。これに対して、中国では、地方政府が傘下に置く資金調達ピークが直面する資金繰りの苦境によって、刺激効果は弱められていますが、支援的な財政スタンスが維持される見通しです。

今年の財政見通しを展望すると、多くの国では、財政再建への取り組みは大きな課題となることが予想されます。気候変動、高齢化、ポピュリズムの台頭といった要因が、この先数年間に大きな課題として浮上する見通しです。

「支援的な財政スタンスは全般に弱まる方向にあります」

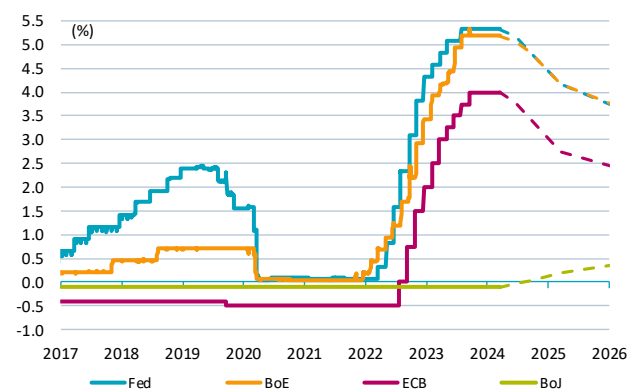
金融政策に関しては、先進国の多くの中央銀行は、年央までには政策転換に踏み切ると予想しています。緩和サイクルに着手した中南米と中東欧の中央銀行が、今後もこの路線を継続する見通しであるのに対して、先進国市場では、大方の中央銀行が政策金利を据え置く一方で、(量的引き締め(QT)政策の一環として)債券保有額の削減を継続しつつ、金利政策の引き締めバイアスを維持しています。

6月までには、デイスインフレがさらに進行し、場合によっては経済成長が予想を下振れする兆しが浮上する結果、ECB、スウェーデン国立銀行、スイス国立銀行などの中央銀行にとって、現在のピーク水準からの利下げが可

能になると見られます。FRBとイングランド銀行も、これに速やかに続く見通しです。

先進国の中央銀行による初回の利下げのタイミングにかかわらず、この先数年間に中立金利の領域(ロベコの想定ではFF金利については3.0~3.5%、ECBの中銀預金金利については1.75~2.25%)へとやや速いペースで回帰する見通しが、市場に織り込まれる可能性があると考えています(図表3参照)。

図表 3 - 市場が織り込む政策金利の見通し



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年3月現在。

これとは別に、中国人民銀行は独自の路線を歩んでいます。昨年6月と8月に利下げを実施して以来、従来の金利政策を据え置く一方で、銀行の預金準備率と貸出金利を追加的に引き下げました。もっとも、金融刺激策の原動力はバランスシートの拡大であり、銀行の必要準備金の削減(2月の例)や商業銀行向けの貸し出し増加などの措置が講じられています。この傾向は継続する見通しです。

最近、マイナス金利政策と「イールドカーブ・コントロール(YCC)」を終了した日銀については、年内は金融政策の追加的な変更はほとんど実施されないと予想しています。

金利戦略

- 政策金利のサイクル転換見通しを背景に、債券市場の見通しは引き続き堅調
- ファンダメンタルズとバリュエーションの観点からユーロ金利を選好
- 5年ゾーンは長期ゾーン対比で魅力的

政策金利の方向性は収斂するもタイミングは不一致

2月初旬以降、利回りが急激に上昇したことによって、過去3~4カ月間に生じた重要な変化を覆い隠しています。先進国の金融政策は、政策金利が適切な水準に達したため（日銀を顕著な例外として）次のステップは利下げであるべきだという意見に収斂しつつあります。このことは、今回のサイクルにおいてピーク水準が更新されるリスクが低下したという意味で、金利の全般的な方向性を考える際に重要になります。

このような状況下においても、最近見られたように、金利は大幅に変動する可能性があります。このことは第2の論点と関連します。政策金利の方向性は一致しているものの、中立金利の水準に回帰するペースやパンデミック後の環境における「中立的」の定義については、見解に相違が見られます。前のセクションで指摘したように、金融環境の引き締めに対する底堅さは、国によって異なります。米国とユーロ圏の反応の違いが、顕著な例と言えるでしょう。

「ドイツ国債とニュージーランドの金利のオーバーウェイトを据え置きました」

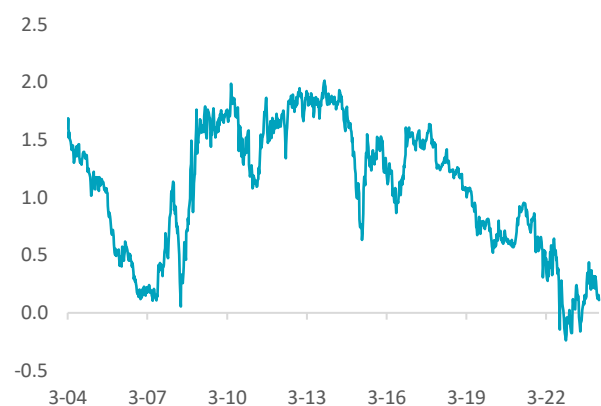
ドイツ国債を選好

このようなトレンドは、ロベコの債券市場におけるポジショニングにも影響を与えます。米国債に関しては、2月初旬に、単独でのロング・ポジションから、10年債先物のコール・オプションのロングに切り替えました。市場には、ロベコが予想するよりも速いペースでの利下げ見通しが織り込まれているものの、緩和の速度に疑念を生じさせるような経済指標が発表されるようになってきました。オプション取引を活用することによって、米国債に対する強気な見方を維持しつつ、ダウンサイド・リスクを限定することが可能になります。一方、ドイツ国債とニュージーランドの金利のオーバーウェイトを据え置きました。両市場では、ファンダメンタルズの見通しと中央銀行が発するガイダンスが特に支援的であり、また、世界的な金利上昇の流れを受けて、バリュエーションにも大きな割安感が生じています。

スティープナーのポジションにおいて5年の比重を高める

イールドカーブ・トレードにおいては、スティープナーのポジションを積み増す一方で、ロング・ポジションの年限を2年から5年に移しました。スティープナーのバリュエーションは依然として魅力的であり、スティーピングを生じさせる要因は、短期ゾーンと長期ゾーンのいずれにも見受けられます。長期ゾーンに関連する要因としては、債券の発行額が世界的に高水準で推移していることが挙げられます。

図表 4 - ドイツ国債の利回り格差の推移(5年/30年)



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年3月現在。

2年/10年や2年/5年のポジションとは異なり、5年/10年や5年/30年、場合によって10年/30年のポジションはキャリア・ニュートラルであり、早期の緩和サイクル開始というシナリオへの依存度が低いという利点があります。

多くの先進国市場（ノルウェーとスウェーデンを含む）では、5年をロングとするスティープのポジションを構築する一方で、一部の市場では異なる戦略を追求しています。例えば、オーストラリア市場と日本市場では、前者はバリュエーションを根拠に、後者は異なる金融政策の道筋を根拠に、フラットのポジションを構築しています。日本市場では、引き続きデュレーションをアンダーウェイトとしています。また、スプレッド・トレードとして、ヒストリカルな相対価値を念頭に、スウェーデンのデュレーションをノルウェー対比でアンダーウェイトとしています。

ロベコの戦略では、先進国市場におけるイールドカーブとデュレーションのポジションに加えて、新興国債券について個別のポジショニングを採用しています。これについては、以下の為替・新興国債券のセクションにおいて議論します。

債券のアセットアロケーション

- スプレッドは今回のサイクルで最もタイトな領域に突入
- アンダーウェイトの是非は慎重に検討 - テクニカルは下支え要因
- クオリティの高さを重視するアプローチが割安な代替案

クレジット市場: 持てる者と持たざる者のサイクル

1~3月期に入って、クレジット・スプレッドはさらに大幅に縮小しました。市場ではソフトランディング・シナリオが一段と有力視されるようになり、完全に織り込まれたと判断できる水準に近づきつつあります。その傾向は特に米国市場において顕著であり、米ドル建てハイイールド債インデックス(ディストレスト銘柄を除く)のスプレッドは、2パーセンタイルの水準に達しています(1997年以降のデータではスプレッドは全体の98%の機会において現在よりもワイドな水準)。この水準は、世界金融危機以前の時期に匹敵します。

今回の信用サイクルと以前の信用サイクルは明確に異なり、借入れコストを低い水準で固定化した企業(一般に大企業)と固定化していない企業(一般に中小企業)の間には、明確な違いが見受けられます。このような大企業と中小企業の違いに起因する影響は、以下の3つの分野において確認されています。

第1に、直近の過去2四半期において、米国経済全体の企業利益の伸びを示す指標がマイナスに転じたのに対して、S&P 500構成企業全体ではプラスを維持しています。このような状況は、企業景況感調査の回答にも明確に表れています。米サプライマネジメント協会(ISM)が発表する大企業を対象とするISM製造業/非製造業景況感指数は、全米自営業者連盟(NFIB)が発表する中小企業楽観度指数が低迷しているのとは、好対照な状況にあります。第2に、米国全体の破産申請件数は、クレジット市場におけるデフォルト率を上回る水準で推移しています。第3に、ハイイールド市場では等加重のデフォルト率が市場ウェイトのデフォルト率を上回り、小規模な発行体のデフォルトの方が大規模な発行体よりも多い状況を示しています。

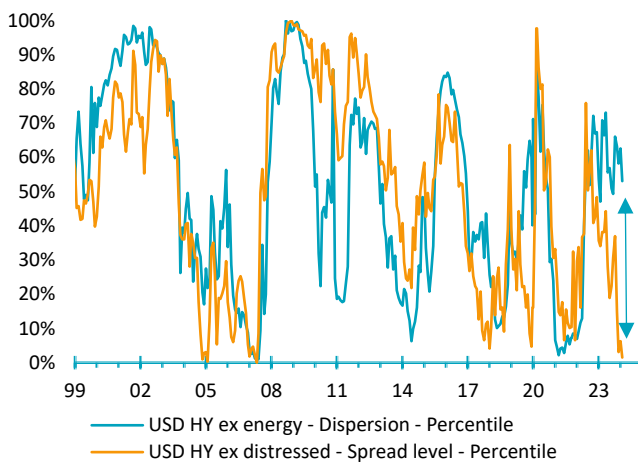
このように大企業と中小企業のファンダメンタルズが分断する中で、ばらつきの度合い(格付けが同水準の発行体間の差がどの程度大きいかを示す指標)が過去最高の水準で推移しているにもかかわらず(図表5参照)、市場では全体的なスプレッドが非常にタイトな水準で評価されています。両者の差がこれほど広がるのは、極めて異例のことと言えます。

クレジット市場のテクニカルは、底堅さを維持しています。社債の利回りは依然として高く、利回り重視型の投資家にとっての魅力は失われていません。ただし、これは基準金利(リスクフリーレート)の魅力による部分が大きく、クレジット・スプレッドの寄与度が小さいことには注意する必要があります。さらに、ロベコは最近、1960年代に利回りに着目した投資が行われたことが、どの程度裏付けられるのかを検証しました。当時も、利回りは直近の数十年間に見られなかったような水準に達していたため、投資家にとってタイトなスプレッドを正当化する誘因になった可能性があります。検証の結果、利回りに着目したクレジット投資によって、スプレッド水準が予想以上に縮小したことを示す明確な証拠は存在しない、という結論に至りました。直近の過去数四半期において、国債利回りはスワップ金利対比で弱含み、国債利回り対比の社債スプレッドを縮小させる方向に作用しました。しかしながら、スワップ金利対比の社債スプレッドは、スワップを用いてヘッジする投資家にとっては、依然として魅力的な水準にあります。

年初来、社債のグロス発行額は堅調なペースで推移しています。米ドル建てハイイールド債のグロス発行額は、1~2月だけで2021年通年の水準の60%程度に達しています。もともと、既発債のリファイナンスを目的とする起債が多く、ネット発行額は例年並みの水準にとどまります。また、ネット発行額が非常に高い水準に達すると、相場反転のシグナルとなるケースが一般的であり、警戒を強めるべき要因となりますが、今回はリファイナンスが中心であり、好材料として捉えています。

バリュエーションに関しては、投資適格債とハイイールド債のスプレッドはタイトな水準にあると見ています。もともと、債券市場の中でもリスクが相対的に低いセクターの一部には、バリュエーションが残っています。クオリティの高さを重視し、SSA債とカバードボンドに投資する方が、投資適格債やハイイールド債に投資するよりも、割安と考えられます。ロベコにとって、社債のロング・ポジションを構築するためのより良い投資機会を待つ間、SSA債とカバードボンドはリスク・ポイントを積極的に活用する上で最も魅力的な市場であり、当面のキャリー/ロール収益の喪失回避もつなげられます。今後を展望すると、バリュエーションが改善した場合、投資適格債(BBB格)とハイイールド債(BB格)の中間に位置するクロスオーバー・クレジットへのリスク配分を前向きに考えています。社債市場のこの領域は、歴史的に最も魅力的なリスク・リターン特性を提示してきました。

図表 5 - インデックス・スプレッドとばらつきの推移



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年2月現在。

欧州周縁国債券: さらなる難局を迎えるか

インフレの低下を受けECBの利下げが夏頃に現実的になるとの見方を背景に、欧州周縁国債券の対ドイツ国債スプレッドは縮小傾向が続いています。利下げの目的は、景気後退入りを避けることとなります。重大なアクシデントがなければ深刻な景気後退に陥る可能性は低いとの見方には賛同するものの、その一方で、欧州周縁国債券市場にはパーフェクトランディングに近いシナリオが織り込まれていると見ています。今後数カ月間に、スプレッドがさらに縮小する可能性はありますが、過去のバリュエーションを振り返ると、2021年に実現したタイトな水準に近づきつつあることが確認されます。ポートフォリオ全体としては、相対的なバリュエーションと各国のファンダメンタルズおよびイールドカーブの形状の違いに注視しつつ、幅広くバランスのとれたリスク・ポジショニングを目指しています。

イタリアでは、昨年第4四半期のGDP成長率が大幅に上方修正されました。その要因は、「スーパーボーナス」住宅税額控除制度を利用した、建設工事の前倒しによるものと言っても過言ではありません。この制度に基づく補助金は、年間GDPの1%程度に相当します。今年に入って補助金は大幅に削減されるか、あるいは制度自体が終了する見通しであり、経済成長率の大幅な下方修正が予想されます。

「新興国債券は世界の金融環境の安定的な緩和の恩恵を享受してきました」

ロベコでは、イタリア3年国債を大幅なアンダーウェイトとしています。足元で、対ドイツ国債スプレッドは50bp近辺で取引されていますが、ロベコの見解では、リスクに見合った水準とは言えません。その一方で、長期年限に対する選好は変えていません。イタリア30年国債の対ドイ

ツ国債スプレッドは、引き続き170~180bp近辺で取引されています。また、ギリシャのようにファンダメンタルズが改善傾向にある国のオーバーウェイトを据え置いています。ギリシャの経済成長率はユーロ圏で最高の水準にあり、今後、さらなる格上げが見込まれます。昨年12月に投資適格階級に格上げされたことによって、投資家層が新たに拡大しました。また、国債の残存年限が極めて長く、リファイナンスのニーズが限定的であることから、需要は高止まりする見通しであり、スプレッドは今後も緩やかに縮小する可能性があります。ギリシャ3年国債と同年限のオランダ国債は、9ノッチの格付け格差が存在するにもかかわらず、すでに同様の水準で取引されています。このことは、インデックスへの組み入れに伴うスプレッドの縮小がいかにか大きいかを物語っています。ロベコでは、残存がやや長め(5~15年)のギリシャ国債を選好しています。

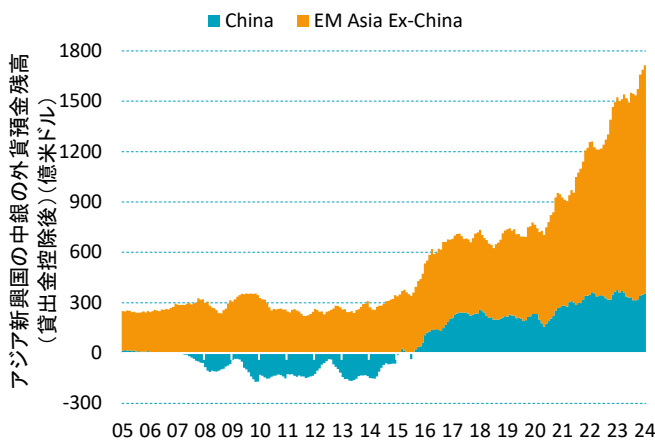
新興国債券: 選別的姿勢を維持

米国債のイールドカーブが不安定な動きを見せる中でも、新興国債券は世界の金融環境の安定的な緩和の恩恵を享受してきました。その結果、ソブリン債のスプレッドは、投資適格銘柄、ハイイールド銘柄ともにタイトニングしています。問題を抱えるフロンティア市場の一部発行体の状況改善が、追い風となっていることは確実ですが、世界的な金融環境の緩和と、限界的ながら米ドル安の影響を無視することはできません。

新興国のソブリン・スプレッドは、アジア銘柄を中心に、米国債対比で極端に割高な水準で推移しています。しかしながら、発行体の国内発行の選好を受けてオフショア市場向けの供給は減少し、また、アジアの銀行システムだけで約1.7兆ドルの超過外貨預金が存在するなど、テクニカル要因は引き続きスプレッドのさらなる縮小を示唆しています。

CDSスプレッド(5年)がタイトであることも、流動性の状況が非常に緩和的であるという印象につながっています。このような環境では、政策対応を求める声が弱まり、改革の勢いが鈍化するリスクが高まると考えられます。このため、ファンダメンタルズ分析を裏付けとする選別的なアプローチが、将来の問題発生を避ける上で、極めて重要になります。

図表 6 - 超過外貨預金(アジア)



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年3月現在。

ロベコの見解では、一部の新興国に対して緩和的な政策対応を期待する市場の熱狂的な姿勢は、最高潮に達しています。メキシコとハンガリーにおいては、追加的な緩和政策の実行が予想されるものの、一部の市場には過度に楽観的な緩和見通しが織り込まれているため、警戒感を強めています。インドもまた、緩和期待が過剰であると思われる市場であり、特に主要食料品に対する輸出制限が続いていることを考慮すると、インフレ環境はヘッドラインの数字が示唆する以上に厳しいと見られます。このことは、インド準備銀行の政策スタンスが、おそらく市場の想定よりかなりハト派的でない可能性が高まっていることを示しています。ブラジルも、インドと同じグループに加わる可能性があります。もっとも、最近の緩和政策が速やかに巻き戻される見通しが市場に織り込まれているため、現時点ではバリュエーションが行き過ぎであるとは考えていません。

アジア市場全体では選別的な姿勢を維持し、デレレーション・リスクの対象として、タイ市場とインドネシア市場を嗜好しています。両国では、市場の過剰な期待に見合うような財政政策が実施される可能性は低く、信用力の下支え要因になると見られます。また、両国の中央銀行が近い将来の金融緩和に消極的であることも、足元のインフレ低下圧力の強化につながります。このため、実質利回りは魅力的な水準を維持すると考えられます。さらに、このようなダイナミクスを海外投資家が認識するようになったことが、ポジショニングの分析から確認されます。アンダーウェイトが解消され、実質利回りのトレンドに対する確信が強まれば、アウトパフォーマンスが期待できます。また、韓国市場では、インフレ圧力が弱まり、内需が伸び悩んでいるため、短期金利に割安感が生じています。10年国債の利回りが低い水準にあることから、イールドカーブにはスティーピングの余地があります。

CEEMEA(中東欧・中東・アフリカ)に注目すると、チェコ市場ではイールドカーブのスティーピングが急激に進んだ後、一服感が生じているため、ロベコは利益を確定する方向に傾斜しています。また、ポーランド市場では、インフレの低下に伴い投資機会が浮上しているものの、金融政策に不確実性が残存するため、より慎重なアプローチが求められます。トルコ市場でも一定の改善が見られますが、政策の不確実性が解消されず、今後も難局が続く見通しです。最後に南アフリカ市場では、波乱含みの政治環境において、財政とマクロ経済の課題はさらに深刻化するとロベコは見ています。このため、南アランドと現地通貨建ての債券市場は、引き続き新興国市場全体に後れを取ることが予想されます。

為替: FRBは米ドルの方向性を示さず

昨年第4四半期は、ほとんどの期間において、FRBが世界的な金融緩和サイクルを開始するという見通しが、為替市場の中心的なテーマとなりました。その後、今年に入って、経済成長率、インフレ率、その関連で政策の見通しが二極化する兆しに対して、市場は反応するようになりしました。市場には、FRBによる緩和の見通しが極端なほど織り込まれていたため、米ドルが第1四半期に反発するリスクが非対称的になっていたことは確かです。それと同時に、米国の1月のインフレ率が市場の予想を上回る伸びを示したことが、市場におけるリプライシングの規模と速度を増幅させたことも事実でしょう。

今年度は、FRBの経済・政策見通し(SEP)を通じたガイダンスの変化が、米ドル相場全体を左右する可能性が高いと考えられますが、米国債の発行計画がもたらす影響も過小評価するべきではありません。6兆ドルにのぼる米国財務省短期証券の発行残高にはリファイナンス・リスクが伴い、利払いコストの急増を招いています。

短期債が重点的に発行されたことによって、長期債利回りの上昇が抑えられ、イールドカーブの逆イールド化が進行し、米ドルの上昇ペースが緩やかになり、その結果、G10通貨と新興国通貨が人為的に有利な利回り格差の恩恵をもたらしたと言えるでしょう。米国の経常赤字(石油ガスを除く)が記録の水準に達していることも、追い風となっています。年後半に大統領選挙を控えていることもあり、このようなマクロ環境において米ドル全般に対して明確な見解を持つのは、(リスクを総合的に判断すると限界的に米ドル高バイアスであったとしても)難しいように思われます。

主要な中央銀行の中では、金融緩和の合理性が最も高いのは欧州の中央銀行であると考えられます。経済成長の脆弱性とコア/総合インフレ率の低下を背景に、ECBは6月にも金融緩和を開始する見通しです。市場では、ECBの利下げ回数はFRBよりわずかに0.5回分だけ多いとの見方が織り込まれているため、ユーロが対米ドルで、

さらには対日本円でさらに下落する可能性が高いようです。日銀の政策に関しては、市場は当初、マイナス金利政策とYCCの終了を歓迎するかもしれませんが。しかしながら、全体として、(相対的に)積極的かつ持続的な引き締めサイクルを示唆するガイダンスが発せられる可能性は低く、為替市場(特に対米ドル)や債券市場の反応は抑制されています。

新興国の為替市場においては、短期的には金利差が相場の主要な決定要因になると予想しています。中央銀行がすでに金融緩和に着手し、緩和路線を継続する公算が大きいと見られる中南米とCEEMAの通貨は、FRBによる政策緩和期待が再燃しない限り、対米ドルで伸び悩む可能性があります。また、アジア市場では、経常収支が季節的に軟調であり、多くの中央銀行がFRBに先行する形での利下げに慎重であるにもかかわらず、通貨がアンダーパフォームすることも考えられます。一方、韓国やタイの中央銀行のように、国内志向の強い中央銀行は、FRBに先駆けて緩和を行う根拠を見出す可能性があります。

Table 1 - アセットクラス別選好度

	ポジティブ	中立	ネガティブ
ドイツ国債	✓		
米国債	✓		
日本国債			✓
欧州周縁国債			✓
現地通貨建て新興国債	✓		
投資適格債クレジット		✓	
ハイイールドSSA債	✓		✓
スワップ・スプレッド	✓		

出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年3月現在

重要事項

当資料は情報提供を目的として、Robeco Institutional Asset Management B.V. (以下“ロベコ”)が作成した資料をロベコ・ジャパン株式会社が翻訳したものです。資料中の個別の金融商品の売買の勧誘や推奨等を目的とするものではありません。記載された情報は十分信頼できるものと考えておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。意見や見通しはあくまで作成日における弊社の判断に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。運用状況、市場動向、意見等は、過去の一時点あるいは過去の一定期間についてのものであり、過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。また、記載された投資方針・戦略等は全ての投資家の皆様に適合するとは限りません。当資料は法律、税務、会計面での助言の提供を意図するものではありません。

ご契約に際しては、必要に応じ専門家にご相談の上、最終的なご判断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、および組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動の影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、投資元本を上回る損失を被ることがあります。弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料において記載せず別途ご提示させて頂く場合があります。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法につきましては弊社担当者へお問合せください。当資料および記載されている情報、商品に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社の書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することはご遠慮ください。

商号等： ロベコ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 2780 号
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会