



グローバル債券マクロ アウトルック

タイブレイク（延長戦） に入る

- 中央銀行がインフレとの戦いに勝利するにはタイブレイク（延長戦）が必要
- 政策に対するリスク管理的なアプローチによって債券のバリュエーションの魅力が向上
- 下期はイールドカーブが再びスティーピングすると同時にクレジット投資の魅力が増す見通し

概要

債務残高が記録的な高水準に達する中で、金利が1年あまりにわたって急激に上昇したことを背景に、2008年以降では最大となる銀行の破綻が引き起こされました。このためロベコは、前回の四半期アウトルックにおいて、「実態が露呈された」と主張しました。しかしながら、3月にはイールドカーブがブル・スティーピング化したものの、足元ではリスクオンの地合いが強まり、株式とクレジットがいずれもラリーする中で、イールドカーブはベア・フラットニングに転じています。市場の反応は、実態が再び覆い隠されたことを示唆しているようです。

果たしてこの状況は続くのでしょうか。ロベコは引き続き、景気後退入りのリスクは解消されておらず、労働市場の脆弱性が金融市場におけるセンチメントの変化の契機になりうるとの見方を据え置きます。さしあたり、インフレとの戦いに勝利するためには、タイブレイク（延長戦）が必要になるとみられ、総合インフレ率の上昇が一服し、経済成長が弱含む中でも、中央銀行は引き締めサイクルの延長を視野に入れています。このような中央銀行のスタンスは、下期に利回りの低下、イールドカーブのスティーピング、クレジット投資の機会到来を想定するロベコの見方を、裏付けるものです。

FRB と ECB が再びタカ派寄りにシフトした背景には、インフレ圧力が予想以上に持続する可能性に対して保険をかけたいという意向がうかがえます。過剰な引き締めリスクを受け入れつつ、コアインフレ率の動きにリアルタイムで目標を設定しているように思われます。

市場の動きもこの見方と一致するものであり、フェデラル・ファンド（FF）金利先物（2023年12月限）の価格動向からも明らかに確認されます。3月には、シリコンバレーバンクの破綻を受けて、同限月は驚異的なラリー（170bpの低下）を記録しました。その結果、利上げシナリオは完全に否定され、むしろ年末までの利下げシナリオが織り込まれるようになりました。しかしその後、3月中旬の水準をボトムとして反転し、140bpの上昇を記録するなど、上記ラリーの大部分が相殺される形となりました。市場が想定する年末時点のFF金利の水準は、米国の中小規模の銀行経営に暗雲が立ちこめる前の水準にまで逆戻りしています。

ここ数カ月間、株式市場とクレジット市場は堅調に推移しています。実際、投資適格債、ハイイールド債のいずれの市場においても、スプレッドは年初よりもタイトな水準であり、特定の業種に関しては慎重な姿勢が求められます。なかでも（商業用）不動産セクターには注意が必要であり、中央銀行による利上げの痛みが、資産価格とリファイナンスの状況にさまざまな形で問題を生じさせています。一方、新興国の中央銀行は、先進国の中央銀行よりも先行しているように思われます。実際、ほとんどの新興国では、引き締めサイクルはかなり早い時期に始まり、足元では最後の利上げを実行する段階にある（あるいは既に実行済みである）ことから、特に中南米市場では投資の好機が到来しています。

金利が上昇すればするほど、消費者、企業とも信用収縮の痛みを実感するようになるでしょう。サービス・セクターでは、経済活動再開に伴うブームが弱まると見えています。雇用関連の懸念は再燃する公算が大きく、また、総合インフレ率はさらに低下して、コアインフレ率の明確な低下を後押しする可能性が高いでしょう。米国やドイツを始めとする主要な市場では、10年国債利回りはレンジの上限近辺まで再び上昇し、また、2年/10年

のカーブ（2年国債と10年国債の利回り格差）は再び大幅な逆イールド状態となっています。

もう少し中期で見ると、政策金利は中立金利の水準に戻ると予想していますが、ロベコの見解では、欧州市場では中立金利の水準が過大評価されていると見られます。この見方を反映する形で、ロベコのポートフォリオではドイツ国債と英国債のデュレーションをオーバーウェイトとしています。その一方で、日本国債に関しては、日本銀行が（早ければ7月にも）「イールドカーブ・コントロール（YCC）」をさらに修正するとの予想に基づき、アンダーウェイトを据え置いています。また、新興国の現地通貨建て市場の中では、中南米の債券をオーバーウェイトとしています。クレジット市場では、バリュエーションの（相対的な）割高感と潜在的なスプレッド拡大リスクを踏まえて、社債よりもユーロのスワップ・スプレッドとカバードボンドを選好しています。もともと、社債のクレジットのベータは1近辺としています。クレジット・スプレッドに景気後退入りのリスクが織り込まれた段階で、リスクを積み増したいと考えています。

目次

マクロ経済と政策の見通し.....	4
金利戦略.....	7
債券のアセットアロケーション.....	9

マクロ経済と政策の見通し

- 貸し出しの伸び悩み、サービス・セクターの不透明感、中国経済の減速、企業破綻の増加を背景に、景気後退入りのリスクが残存
- 今後のインフレ動向よりも足元のコアインフレ率を重視する中央銀行の姿勢が政策判断ミスリスクを示唆
- 労働市場の脆弱性が軌道修正のきっかけに

成長見通し: 労働市場がカギを握る

直近の景況感調査、生産、受注関連の指標を見る限り、世界の製造業セクターが好調であると評価するのは難しいようです。直近では、製造業セクターの脆弱性は、中国経済のモメンタム鈍化に関連しているように思われます。中国では、経済活動の再開による個人消費の押し上げ効果が期待外れとなり、また、不動産セクターに減速の兆し再燃したため、新たな景気刺激策が検討されています。

その一方で、サービス・セクターが総じて底堅さを維持しているため、ほとんどの国では「テクニカルな」景気後退（2四半期連続でのマイナス成長）よりも深刻な事態には陥っていません（欧州ではエネルギー関連の財政支援策もプラス要因）。サービス・セクターの頑強性に関しては、パンデミックからの経済活動再開に関連する消費パターンの変化（物品の消費よりサービスの消費を優先）が背景要因の1つであると見ています。もっとも、最近、ECBのラガルド総裁が示唆したように、工業、建設、（商業用）不動産などの業種と比べて金利上昇に対する感応度が低いことも、一因と言えるでしょう。

足元の経済環境のもう1つの特徴として、特に多くの先進国において労働市場と雇用の伸びが堅調であることが挙げられます。その結果、インフレの上昇によって購買力が大幅に低下すると考えられる一方で、個人消費への打撃は限定的にとど

まっています。しかしながら、今後を展望すると、経済成長率から示唆される水準を長期にわたって大幅に下回ってきた企業のデフォルト率が上昇に転じたため、労働市場が経済成長の（さらなる）減速の影響を免れ続けることは難しいと考えられます。欧州全域においては、企業破綻の回避を目的にこれまで導入された政策の終了が、デフォルト率上昇の一因となっています。

個人消費の見通しに関連して、総合インフレ率が低下する中で賃金の伸びが底堅さを維持している状況は、好材料と言えるでしょう。このため、ロベコを含む多くの人々が可能であると考えていたよりも長期にわたって、サービス・セクターが下支えされる可能性は、明確に存在しています。その一方で、特に欧州では、家計の貯蓄の銀行定期預金への移行が進んでいるため、（残存する）余剰貯蓄のさらなる取り崩しによって個人消費が引き続き刺激されるという議論には、それほど説得力は感じられません。また、政策金利の急激な引き上げと銀行の貸出基準の厳格化の影響が、企業向け融資と個人向け住宅ローンの両方の分野において、貸し出しの鈍化という形で顕在化していることにも留意が必要です。歴史が参考になるのであれば、結果的に個人消費と企業支出の低迷につながるはずです。

要約すると、労働市場が底堅さを維持する中で、サービス・セクターが経済活動再開の追い風を受け、（一部では）新規の財政支援策が導入されていることもあって、これまでのところ幅広い

景気後退入りは避けられています。しかしながら、総合インフレ率が世界的に低下傾向にあるとは言え、景気後退入りのリスクがなくなったわけではありません。その一方で、経済成長のさらなる減速が労働市場に深刻な打撃を与えるようになるまでには、何カ月もの時間がかかりうることも認識しています。物価と賃金のスパイラル的な上昇への対応に取り組む中央銀行は、これを重要な指標として捉えているように思われます。

インフレ見通し: 先行組に追従

先進国市場、新興国市場のいずれにおいても、総合インフレ率は低下傾向が続いていますが、中央銀行がインフレとの戦いに決定的な勝利を収めていると主張するのは難しいようです。確かに、食料品・エネルギー価格の下落や、生産財価格の下落は、今後半年間にインフレがさらに（急激に）低下する方向性を示唆しています。その一方で、サービス関連のコアインフレ率は、インフレ上昇の賃金への波及的影響が持続する欧州においては特に、当面は高止まりすると考えられます。長期的に見ると、インフレの上昇と賃金の増加の間には通常タイムラグが存在するため、来年に入ると賃金の伸びが著しく鈍化すると予想されます。

しかしながら、2年近くにわたってインフレの脅威を過小評価してきた中央銀行は、こうした見方には依存せず、物価の基調的な動向が改善する明確な兆しを確認したいと考えているようです。このためロベコでは、引き締めが過剰に進むリスクが存在すると懸念しています。また、労働市場の脆弱性が軌道修正のきっかけになるとも、引き続き考えています。2024年に賃金とコアインフレ率の伸びが鈍化するという見通しに対する最大のリスクとしては、（おそらくエネルギー関連の要因を背景とする）総合インフレ率の突然の上昇が挙げられます。

国別の状況に注目すると、日本ではインフレ圧力が構造的に生じているという見方と、近い将来に中国がデシインフレの要因になるとの見方を強調しておきます。先日、ロベコは3回目となる「年次インフレ集中討議（Annual Inflation Day）」を開催し、投資家とアナリストの間では「コアインフレ率が長期にわたって高止まりする」とのコン

センサスが非常に強力であるという結論に至りました。

政策見通し: 簡単にはいかない

介入すべきではない

米国では、財政政策が引き続き経済成長の足かせとして作用しているものの、この足かせは、パンデミック危機対応の支援が撤回、終了された2022年ほど大きなものではありません。これに対してユーロ圏では、エネルギー関連の政策や欧州復興基金に基づく資金支援などを踏まえると、財政政策は引き続き景気を強く下支えしています。もともと、支援策が縮小される過程で、支援的な財政スタンスは段階的に後退する見通しです。ECBとしても、「中期的なインフレ圧力の高まりを回避するため」に、支援策を縮小すべきであると考えています。

一方、中国においても拡張的な財政スタンスが維持されていますが、地方政府が傘下に置く資金調達ビークルが直面する資金繰りの苦境について考慮すると、それほど拡張的とは言えません。この先、欧州では、エネルギー価格が再び上昇した場合に、エネルギー支援策が延長される展開も想定されますが、中央銀行が引き続きインフレとの戦いに取り組み、量的引き締め（QT）政策を実行する状況において、経済成長の促進を目的に大規模な財政刺激策を新たに実施するのは、より困難であると思われる。

金融政策を延長する必要が生じることも

今年3月に、米国の銀行セクターに関連する市場の混乱を受けて、先進国市場において政策金利の引き締めサイクルが終了するシナリオを、投資家は織り込むようになりました。しかしながら、混乱の影響が緩和される中で、利上げサイクルは再び長期化の方向にあります。カナダ銀行やオーストラリア準備銀行を始めとする、先行して利上げを停止した中央銀行が利上げを再開したことから、この方向性は確認されます。その一方で、新興国市場においては、中南米と中東欧の中央銀行は方針を変えずに、緩和の方向性を見据えています。

先進国市場においては、FRBを始めとする大方の中央銀行は保守的なスタンスに傾斜し、25bpの追

加利上げを少なくとも1回は実施すると予想しています。インフレ圧力が弱まる中で引き締めをさらに進めた場合、実質金利は顕著に上昇するため、2024年には抑制的な金融政策が巻き戻されることになるという確信を、ロベコはさらに強めることになるでしょう（経済が被るダメージや既に蓄積されているディスインフレ圧力が増幅されるため）。日本では、近い将来に利上げが実施される可能性は低いようですが、日銀はこの先数カ月間にYCCをさらに修正する可能性があります。中国では、足元で金融緩和策が実施されるなど、政策金利の長期的な下方トレンドは継続していると見られます。

ロベコは基本シナリオとして、少なくとも年内は先進国市場において量的引き締め政策が継続されると予想しています。なお、ECBは「パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）」の下で保有する債券の償還資金を、2024年にかけて引き続き全額再投資する見通しです。

金利戦略

- 引き締めサイクルの延長は短期ゾーンの利回り再評価につながる
- 主要な先進国市場では利下げシナリオの織り込みが剥落
- 一部の市場でフォワード金利が中立金利の想定値を上回るように

金融政策のアナウンスメント効果が主な市場変動要因

FRB、ECB、イングランド銀行による引き締めサイクルの延長を背景に、債券市場ではバリュエーションが再評価され、逆イールド化がさらに進行しています。足元でどのような力学が作用しているのか、その持続性がどの程度であるのかを検討してみましょう。直接的な影響として、追加的な引き締めの見通しは、短期ゾーンの利回りを押し上げるものの、それほど大規模な追加利上げは必要にならないとの見方から、影響はおそらく限定的であると見ています。一方で、間接的なアナウンスメント効果の方がより重要です。中央銀行は利上げを継続する意向を伝達することによって、市場価格から近い将来の利下げ見通しを排除しました。例えば5月1日以降に、2023年7月限のFF金利先物価格は15bp、2023年12月限の価格は60bp上昇しています。このような6~12カ月先の金利見通しの変化は、2年ゾーンの金利を高い水準に固定化する効果をもたらします。現在のFF金利先物とOIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）フォワードの価格には、1回の追加利上げ（25bp）が織り込まれ、年内の利下げシナリオは反映されていません。ユーロ圏では、2回の追加利上げ（25bp）が概ね織り込まれ、来年4月までの利下げシナリオは反映されていません。一方、英国では、125bpの利上げが織り込まれ、2024年半ばまでの利下げシナリオは反映されていません。

イールドカーブの長期ゾーンに関しては、追加利上げ見通しの直接的な影響とは無縁ではありませんが、その影響は限定的となるでしょう。結局のところ、長期的な政策金利に関する市場の見方が概ね不変であれば、現時点で金利が引き上げられたとしても、いずれは引き下げられるはずで、この点に関連して、ユーロの5年先5年物のOISレートが2.75%を超える水準に達し、ロベコが

想定する中立金利のレンジの上限を約50bp上回っているのは、興味深い状況であると考えています（米国では同上限を約25bp上回る）。加えて、インフレと戦う中央銀行の断固たる姿勢は、特に長期債に織り込まれるインフレ・リスクプレミアムを抑制する効果をもたらすはずで、足元のインフレの環境においては、中央銀行がハト派ではなくタカ派であった方が、長期債の投資妙味は維持されるとさえ言えるのかもしれない。

このようなトレンドの影響が重なる結果、イールドカーブのフラットニングが再び進行しています。一部の債券市場では、2年/10年の逆イールド化が、歴史的に見ると極端な水準まで進行しています。また、短期ゾーンの再評価に伴い、イールドカーブの形状の変化は抑制されると考えられます。ロベコでは、逆イールド化が進行したことによって、リスク対比で魅力的なリターンを得られる機会が生じていると判断した市場において、ステープナーのポジションを積み増しています。カナダ・ドルやニュージーランド・ドルのスワップ市場などがこれに該当します。

また、利上げサイクルの延長は、デュレーションのポジショニングに関するロベコの見方にも影響しています。これまで四半期アウトルックの中で、引き締めサイクルにおける最後から2番目の利上げ時期の重要性を指摘してきました。債券利回りは金融引き締めサイクルが終了する前に低下し始めることが、歴史的に示されています。サイクルの終了が近いと比較的強く確信している市場がある一方で、結論を出すのが比較的難しい市場も存在します。一方で、中立金利に照らしたバリュエーションの水準（前述）が、債券に対する強気な見方を後押ししています。

ロベコでは、中央銀行の引き締めプロセスが遅れが見られる市場（日本）と、必要な引き締めの度合いが市場で過小評価されていると見られる市

場（韓国）について、最大のアンダーウェイトと
しています。これまでは、カナダとオーストラリ
アもこれに該当していましたが、カナダ銀行とオ
ーストラリア準備銀行による想定外の動きに伴
い、市場において金利見通しが上方修正されたこ
とから、アンダーウェイト・ポジションを手仕舞
っています。これに対して、今後の追加利上げの
必要性が限定的であるか、既に市場で織り込まれ
たと考える市場については、オーバーウェイトと
しています。例として、これまで織り込まれてい
た利下げシナリオが概ね剥落した米国債のデュレ
ーションを積み増しています。また、英国債につ
いても、政策金利見通しの上方修正を受けて、オ
ーバーウェイトを拡大しています。

一方、早期の金融引き締めによってインフレ圧
力の抑制に成功した一部の新興国についても、デュ
レーションを積み増しています。ブラジルやメ
キシコの債券市場がこれに該当します。必ずしも
近い将来の利下げが視野に入ったわけではありま
せんが、来たるべき緩和サイクルにおいて優位性
を発揮すると考えられます。

債券のアセットアロケーション

- SVB 破綻後のクレジット・スプレッド拡大の流れが反転
- デフォルト率は上昇傾向に
- クオリティの高い債券を選好

クレジット市場: 緩やかなタイトニング

前回の四半期アウトルックの公表後、米国銀行セクターの危機とクレディ・スイスの経営難を背景に、クレジット・スプレッドは拡大しました。その後、スプレッドは概ね元の水準に戻り、足元では年初来最もタイトな水準（近辺）で推移しています。ロシア・ウクライナ戦争が始まって以来最もタイトな水準まで、タイトニングの流れが続くことも考えられます。もっとも、この先18カ月間に米国が景気後退入りするというロベコの基本シナリオは、市場には適切に反映されていないと思われま

す。FRB と ECB が実施した利上げ（それぞれ累計で500bp、400bpの利上げ）の影響は、完全には顕在化していない可能性が高いようです。実質マネーサプライ（M2）の伸びは、米国では-9.6%、ユーロ圏では-6.1%と、ここ最近では最も低い水準に落ち込んでいます。政策金利の引き上げの影響が及ぶことに加えて、FRB と ECB の銀行貸出サーベイの結果が示唆するように、銀行はこの3カ月間も貸出基準の厳格化を進めています。銀行貸出サーベイは歴史的にデフォルトの先行指標としての役割を果たし、変動の大きいクレジット・スプレッドよりも有益な情報であることから、クレジット投資家が注目すべき重要な指標と言えるでしょう。

ここでは、景気後退への流れは緩やかなペースで進んでいることを、指摘しておきたいと思えます。おそらく、過去数十年間の経験と比べても緩やかなペースと言えるでしょう。製造業セクターが景気後退入りしていることは明らかですが、サービス・セクターはいまだその段階にありません。賃金の高水準の伸び、貯蓄を取り崩す動き、パンデミック後の経済活動再開効果の長期化といった要因を背景に、消費者はロベコが予想する以

上にサービスの消費を増やすことが可能であり、また、その意欲を有しています。とは言え、経済活動再開に伴うブームが沈静化し、労働市場が冷え込むようになれば、サービス・セクターも失速を免れないでしょう。

ファンダメンタルズ要因

ハイイールド市場では、ここ3カ月間、デフォルト率は上昇傾向にあります。具体的にみると、この1カ月間のデフォルトは年率換算で4.3%¹となり、過去3カ月間の水準と、直近12カ月間の水準を上回るなど、企業のデフォルトが上昇トレンドに入る兆しが見受けられます。年初来、債券のデフォルトが増加していることに加えて、米国企業による連邦破産法の適用申請件数は、2010年以降で最高水準に達しています²。同じように、英国とユーロ圏においても、企業の債務不履行と清算の動きは、パンデミック関連の緊急融資の返済や先送りした税金の支払いに苦慮する中小企業や中堅企業を中心に、増加傾向にあります。

今回の四半期アウトルックで特に注目されたテーマは、大きな値崩れを起こした米国のCMBS（商業用不動産担保証券）市場の動向でした。各地域では空室率が高い水準に達し、資金調達コストが増加しているため、多くの米国のオフィスではパンデミック期の傷跡が半永久的に残されています。また、CMBS市場を利用して資金を調達した賃貸プロジェクトの多くは、収益性を保ちつつ借り換えを行うことが困難な状況であり、その結果、CMBSの流通市場スプレッドは循環的にワイドな水準まで拡大しています。足元でBBB格のCMBSは70セント近辺の価格で取引され、クレジット・スプレッド（OAS（オプション調整後スプレッド））に換算すると1,050bpを上回ります。2021年には、

¹ 発行体加重デフォルト率。

² S&P Global

350～380bp 程度の水準で概ね取引されていました。

また、スウェーデンの商業用不動産市場においても、金融政策の引き締め効果が明確に確認されています。現在、物件所有者の多くは、投資適格階級から投機的階級に格下げされる過程にあり、影響が及ぶ債券のスプレッドは大幅に拡大しています。

テクニカル要因

クレジット市場では、CCC 格の社債を中心に、債券の発行額が 2022 年から 2023 年（年初来）にかけて低い水準にとどまっています。平均を下回る格付けを有する発行体の多くにとって、発行市場は実質的に閉鎖された状態にあります。このことが、ハイイールド市場全体において残存年限が短期化している要因の 1 つと考えられます。その結果、多額の債務残高について、リファイナンスの時期が着実に近づいています。

さらに、3 カ月物の T ビル（米財務省短期証券）などの短期のキャッシュ利回り（5.25%）と、米ドルの投資適格債の利回り（5.5%）の格差は、引き続き縮小しています。ユーロ市場でも、利回り格差は同じような水準にあります。そうであれば、残存期間が長く流動性リスクとデフォルト・リスクが内包される社債を、25bp の追加利回りを求めて買う理由はあるのでしょうか。実際、年初来、利回り格差のトレンドはミューチュアルファンドの資金フローとも整合的であり、投資適格のクレジット・ファンドと比べて、国債ファンドには大量の資金が流入しています。

バリュエーション

3 月に銀行セクター関連の混乱が生じた際に、米ドルの投資適格債のスプレッドは +120bp から +165bp へ、ユーロの投資適格債のスプレッドは +140bp から +190bp へと、それぞれ大幅に拡大しました。ここ数カ月間はタイトニングに転じ、それぞれ +135bp、+158bp となり、年初来のレンジの下限で取引されています。この夏には、供給の減少を背景にスプレッドがさらに縮小する可能性もありますが、中期的なバリュエーションは、オーバ

ーウエイトとするほど魅力的ではないと考えています。

スプレッド市場では、サイクルの現段階において、ベータのポジショニングを概ね中立的とし、カバードボンドや SSA 債（ソブリン債、国際機関債および政府系機関債）を始めとする比較的クオリティの高い債券を選好しています。クレジット市場において、景気後退入りのリスクが適切に織り込まれるようになれば、より強気なスタンスに転じる方針です。

欧州周縁国債券: 極めて堅調

第 2 四半期は欧州周縁国債券のパフォーマンスが堅調であり、なかでもギリシャ国債の市場復帰が注目を集めました。6 月 25 日に実施予定の 2 回目の総選挙において、親ビジネス、親欧州の立場にある新民主主義党が明確な勝利を収める公算が大きく、この先数四半期もギリシャ国債の発行が継続されると予想しています。同党が絶対多数を確保する結果となれば、構造改革の継続と、欧州復興基金（「次世代の EU」）に基づく投資プロジェクトの確実な実行につながり、今年後半にはソブリン格付けが投資適格階級に復帰する可能性があります。その結果、投資家層が再び拡大することになります。

イタリアについても、足元で懸念すべき理由は限定的であると見ています。「イタリアの同胞（FDI）」の党首であるジョルジャ・メローニ首相の政権基盤は盤石であり、主要な左派政党である「五つ星運動（M5S）」と「民主党（PD）」はいずれも内部分裂状態にあります。また、「フォルツァ・イタリア（FI）」の党首を務めていたシルビオ・ベルルスコーニ元首相が死去したことによって、右派の有権者層の間でメローニ首相の基盤はさらに強固になると見られます。このため、この先数四半期は、イタリアの政局が混乱する可能性は低いと考えています。

スペインの状況も同様です。「社会労働党（PSOE）」のペドロ・サンчес首相は、統一地方選で大敗を喫したことを受けて、解散総選挙の実施を発表したものの、世論調査では中道右派の「国民党（PP）」の勝利が有力視されるなど、市場では一切懸念されていません。

政治情勢が安定する一方で、バリュエーションは割高になりつつあり、各国の国債の対ドイツ国債スプレッドは、軒並みレンジの下限に近づいています。このため、ロベコは慎重なスタンスを保ち、ポートフォリオにおいては、スワップ・スプレッドや高格付けの政府関連債券/カバードボンドなどの、異なる種類のリスクを選好しています。この先数カ月間にスプレッドが不安定になりうる要因の1つとして、ECBが「資産買い入れプログラム（APP）」の下で保有する債券について償還資金の再投資を停止することが挙げられます。その結果、毎月平均250億ユーロ程度の量的引き締め効果が生じることになります。市場に与える影響については異なる見方も存在しますが、ECBの大規模な買い入れプログラムの下、マイナスで推移していた純供給額が、何年かぶりに大幅なプラスに転じるのであれば、新たな投資家層の関心を喚起するには、おそらくスプレッドの上乗せが必要になるでしょう。量的引き締めの影響が最も小さいのは、ECBの保有額が小さいギリシャ国債であり、この観点からもギリシャ国債を引き続き選好しています。

新興国債券: 強気な方向に

米国の地方銀行の破綻やクレディ・スイスの経営危機に由来する金融システムの不安定化リスクを封じ込めるための政策対応は、効果をもたらす一方で、グローバルな金融環境の持続的な緩和につながり、新興国債券にとっては追い風となっています。このため、多くの破綻寸前の発行体の破綻処理に進展の兆しが見えてきたことを踏まえると、FRBの引き締めサイクルが終了に近づく中で、新興国全体の外貨建て国債スプレッドはさらに縮小する可能性があります。

新興国市場では、政策の柔軟性が高まったことに加えて、(外貨調達への依存度が低下するなど)大規模なソブリン発行体による債務管理・財政管理の状況が大幅に改善したことから、多くの国債発行体には一定の希少性プレミアが生じています。中国の企業発行体に対する市場の懸念が払拭されない状況を踏まえると、資金調達に関するストレスの兆候やソブリンのデフォルトは、最も脆弱な発行体に関連する個別の問題にとどまると

考えられます。

現地通貨建て市場に関しては、環境が一段と改善しているとの見方から、アンダーウェイトを撤回し、一部ではオーバーウェイトに切り替えています。食料品やエネルギーに関連するインフレの急騰が以前ほどサプライズではなくなったことに加えて、苦労して勝ち取った政策に対する信頼を維持したいという思いから、新興国市場では多くの中央銀行の対応が、先進国の中央銀行よりも迅速かつ積極的なものとなりました。その結果、物価のスパイラル的な上昇リスクに対しては早い段階で確実に対応がなされ、コアインフレ率は抑制された状態が続いています。

インフレのさらなる低下が予想される中で、多くの新興国では年末にかけて実質金利が大幅に上昇する見通しです。なかでも中南米諸国、特にブラジルとメキシコの状況が良好です。両国ではコア/総合インフレ率の上昇圧力が劇的に弱まったため、実質利回りの大きなバッファを維持しつつ、大規模な利下げを行う余地が生じています。一部のアジア新興国、特にインドネシアとタイにおいても、実質利回りの見通しは同じように良好です。その一方で、エルニーニョ現象とグローバルな地政学関連の影響が、特に年末に向けて、国内の食料品価格の見通しを複雑にしています。総合的に見て、デュレーションのアンダーウェイトを撤回し、中立的に切り替えています。

東欧市場とアフリカ市場においては、戦術的な投資機会が浮上していると考えています。ここ数カ月間は、積極的に利上げを行うと同時に、国内投資家に国債の保有を促す財政規制を導入したハンガリーのパフォーマンスが好調です。もっとも、コアインフレ率が引き続き政策目標を大幅に上回るため、市場では金融政策の柔軟性に対して失望が生じる可能性があります。対照的に、南アフリカではファンダメンタルズが悪化しているため、財政や政治を巡る環境が厳しさを増す中で、利上げは市場が予想するよりも大幅に先送りされる可能性があります。

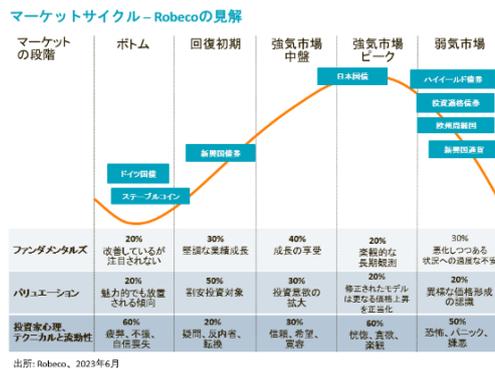
為替: 持久戦と実質的な通貨高

米国において金融環境が緩和される中でも、米ドルは底堅さを維持しています。この傾向は、ユ

一口の比重が大きい米ドル指数（DXY）においても、より経済的に意味のある実質実効為替レートにおいても、確認されています。米ドルの相対的な安定性は、コアインフレ率が高止まりし、金融政策によって経済成長懸念に対応する余地が限られているG10諸国の状況と、関連しているように思われます。その結果、短期ゾーンの金利が幅広くシフトし、スポットとフォワードの格差が概ね安定しているため、米ドルは下支えされています。

円相場に関しては、日銀によるYCCの下で、アウトライヤーとしての位置付けが強固なものとなり、数十年來の安値（貿易加重ベース）まで下落しています。その結果、単独介入を予想する声が強まっています。もっとも、基調的な物価上昇圧力の高まりに対して、植田総裁が若干の懸念を示唆していることから、YCCについては「修正されるか否か」ではなく「いつ修正されるのか」という問題になっていると、ロベコでは引き続き考えています。修正に伴う金利差の縮小は、当然のように円高要因となるはずであり、ロベコがロング・ポジションを維持する根拠となっています。

図1 | 市場サイクル



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である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