

グローバル債券マクロ・アウトルック
求められる忍耐力

- 市場では「債券の魅力」を重視する見方が優勢に
- 市場が織り込む政策金利の長期見通しは依然として高すぎる
- ロベコはイーールドカーブのスティープニングを想定する戦略を堅持

債券相場は力強く上昇した後、いくぶん下げに転じたものの、長期的な見通しは引き続き堅調です。

概要

前回の四半期アウトルックでは、「**強気にならざるをえない局面**」であるとの結論に至りました。中央銀行はインフレとの戦いに勝利するため、必要以上に引き締めてしまうリスクを甘受しています。そのようなリスク・マネジメントのアプローチの下で、債券のバリュエーションは魅力を増していると主張しました。利回りが過去 15 年間で最も高い水準に達したことを踏まえ、「景気後退入り」と「ソフトランディング」のいずれのシナリオにおいても、債券には上昇余地があると見ていました。その時点では、「景気後退入り」が利回り低下の前提条件であると、市場では認識されていたようでした。

実際のところ、金融政策の影響が経済成長に波及するようになると、インフレは低下に向かいます。そこで政策金利を据え置くと、実質利回りは上昇して金融環境は逼迫します。そのようなシナリオでは、金融環境が過度に逼迫することによって、目標とする「ソフトランディング」が「ハードランディング」に転じてしまうリスクを避けるために、中央銀行は再度の利下げを余儀なくされるでしょう。

10 月に入って債券利回りがピークに達した後に、市場の地合いは極端に弱気な方向から極端に強気な方向へと 180 度転換して、「債券の魅力」を重視する見方が優勢になりつつあるようでした。政策金利はピークに達したと見られます。多くの先進国、新興諸国では、コアインフレ率の低下基調が鮮明となり、経済指標が景気後退入りではなく経済成長の鈍化を示唆していることもあって、債券利回りとクレジット・スプレッドはいずれも急激に低下しています。

今回のラリーは既に限界に達しているのでしょうか。年初来、債券市場が極めて難解な道のりをたどってきたことに目をつむり、ラリーの中でも「理解しやすい部分」は終了したと結論付けたい気持ちにもなります。しかしロベコでは、債券利回りにはさらなる低下余地があるという見方を堅持し、ボラティリティを乗り切るには忍耐力が求められると考えています。図表 1 (ブルームバーグ・グローバル総合債券指数の利回り)を見ると、指数の利回りは足元で急激に低下したものの、今年夏の水準に戻したに過ぎないことがわかります。今後も、ファンダメンタルズの動向に大きく左右される見通しです。

「今回のラリーは既に限界に達しているのでしょうか」

経済成長に関しては、これまでの利上げの影響が引き続き波及していることを踏まえて、コンセンサスより慎重な見方を据え置きます。米国経済の基本シナリオがソフトランディングであると結論付けるのは、時期尚早であるように思われます。また、ユーロ圏経済についても、コンセンサスの見方より停滞が長期化する可能性があります。企業セクターにおいては、プライベートや非上場のデット市場におけるデフォルトや事業再編の状況など、利

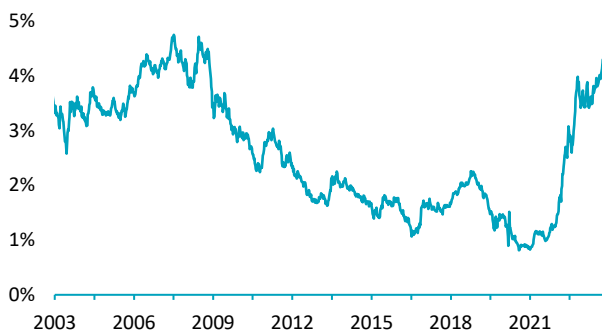
アウトルック 2023 年 12 月
機関投資家向け

ロベコ・グローバル・マクロ・チーム

上げの影響が経済全体に波及している様子を裏付ける証拠が幅広く確認されています。金利の上昇が経済全体に与える影響は、「鮮明になるか否か」ではなく「いつ鮮明になるか」という問題であると言えるでしょう。

ロベコは市場が織り込む政策金利の長期見通しは依然として高すぎるとの見方にに基づき、国債に対する強気な姿勢を据え置きます。利回りが揺り戻しによって上昇した場合、投資家は債券エクスポージャーを積み増す好機として捉える可能性が高いでしょう。例外的な存在は、経済成長が比較的底堅く推移する中でインフレが上昇傾向にある日本であり、現在の非常に緩和的なポリシーミックスから脱却する必要性を、日銀は認識していると考えられます。

図表 1 - 指数の利回りは高い水準にとどまる



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2023年12月現在

今年は年間を通して、利回りの上昇局面を捉えて債券を買い入れることによって、運用戦略のデュレーション・ポジションを積み増しました。なかでも、2～5年ゾーンにポジションを集中させています。また、米国やユーロ圏だけでなく、英国や新興諸国(チェコ、ブラジル、タイ、メキシコ)などの地域のポジションも追加しました。また、運用戦略においてイールドカーブのスティープニングに備えたポジションを構築し、長期債をアンダーウェイトとしています。市場が中央銀行の利下げ見通しを織り込みはじめると、逆イールド状態のイールドカーブはスティープニングする傾向があります。

日本国債に関しては、日銀が超緩和的な金融政策から脱却する過程で利回りが上昇する見通しを念頭に、デュレーションをアンダーウェイトとしています。一方、クレジット市場では慎重なスタンスを維持しています。リスクオンの地合いが強まる中で、クレジット・スプレッドは大幅に縮小しています。景気の減速が一段と鮮明になる可能性について、市場の警戒感が薄れるリスク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択しています。投資適格社債よりも、カバードボンド、SSA債(ソブリン債、国際機関債および政府系機関

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)を嗜好しつつ、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

- 中国が一時的に苦境から脱却したとしても、米国は欧州に続いて景気の循環的な停滞かそれより悪い状況に直面する見通し
- インフレの低下と労働市場の脆弱性を背景に、先進国では来年上半年からの金融政策の転換が可能になる見通し
- 政治(地政学)のイベントが公的債務の持続可能性に対する投資家の懸念を強めることも

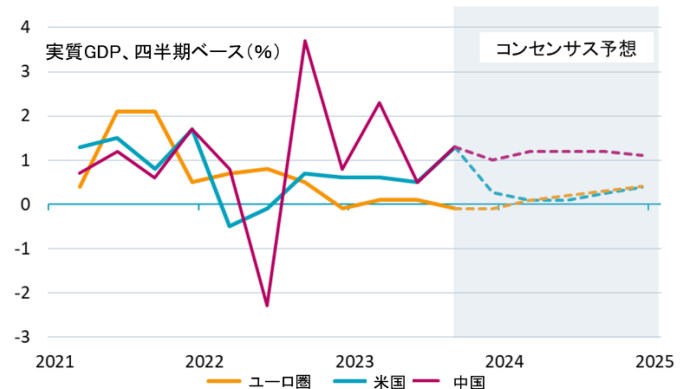
インフレ見通しの改善を受けて、来年は利下げの道が開かれると見られます。利下げのペースは労働市場の動向に左右される見通しです。

成長見通し: ソフトランディング・シナリオには懐疑的

現在の経済シナリオを構成する重要なファクターとして、「予想以上に緩和的な財政政策のスタンス」と「労働市場の並外れた頑強性」が挙げられます。加えて、金融引き締め効果発現までのラグが通常より長いことや貯蓄率が低水準にあることも、年初からイールドカーブの逆イールド化が示唆してきた景気後退入りの懸念を、米国経済全体が個人消費を中心に乗り越えてきた要因であると考えられます。一方、欧州では、エネルギー関連の財政支援策やサービス・セクターのさらなる回復によって、「真の」景気後退入りは回避されているものの、経済成長は過去4四半期にわたって全般に停滞しています。

今後を展望すると、コンセンサス予想では、米国経済は来年上半年にソフトパッチ(景気の足踏み状態)に陥った後、同下期にトレンド並みの成長率を回復する見通しです。欧州経済についても同様の展開が予想されていますが、ロベコはより慎重に見ています。アジアの主要な貿易指標が上向きになっているのは、中国を中心とした世界の製造業セクターが来年には低迷を克服する見通しを示唆しています。不動産関連のマイナス要因の緩和やこれまでの刺激策も追い風となっています。また、多くの国では、インフレ率が賃金上昇率を下回っているため、実質賃金の改善が個人消費を強く支える可能性があります。

図表 2 - 経済成長率のコンセンサス予想



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2023年12月現在

その一方で、これらの好材料だけでは、これまでの利上げの影響の追加的な波及、抑制的な財政スタンスへの転換、雇用の伸びの急激な鈍化に伴う下押し効果を、相殺するには十分ではない可能性がある、とロベコは懸念しています。株式市場では米国経済の基本シナリオがソフトランディングであると結論付けているようですが、その判断は時期尚早であると考えています。また、ユーロ圏経済に関しては、「プラス成長」がコンセンサスの見方より長く続くものの、それでもなお景気後退入りの可能性があると考えています。さらに、アメリカの大統領選挙やヨーロッパ諸国での右翼政党の勢力拡大などの政治(地政学)の動きが、投資家の感情を悪化させ、公的債務の持続可能性への不安を高める可能性があると考えられます。

インフレ見通し: 循環的な下方トレンドは不変、低下ペースは鈍化することも

ここ数カ月間、多くの先進、新興諸国では、財価格の下落を受けて、コアインフレ率低下のモメンタムが強まりつつあります。その結果、前年同月比ベースで見ると、エネルギー価格と食料品価格が主導する形で低下した総合インフレ率に、追いつくようになりました。来年にはさらなる低下が見込まれるものの、短期的には、インフレ低下のペースは鈍化する見通しです。特にユーロ圏の場合、足元で原油価格が4~6月期に達した年初来安値を更新したものの、前年からのベース効果とエネルギー価格引き下げ政策の巻き戻し効果が、総合インフレ率を一時的に押し上げる可能性があります。

最終的に、中央銀行がインフレとの戦いに終止符を打つためには、コアインフレ率が低下し、賃金上昇率がさらに鈍化する必要があるでしょう。賃金上昇率は、インフレ目標への持続的な回帰シナリオと整合的な水準(米国では3.5%、ユーロ圏では3%)を、依然として上回ります。支援材料として、(賃金の幅広いトレンドを予兆する傾向がある)求人広告情報に基づく賃金の伸びは、鈍化し続け

ています。ロベコの想定通り、今後数四半期の間に景気低迷の影響によって失業率が上昇するようになれば、その傾向は持続することになるでしょう。

「ユーロ圏経済については、コンセンサスの見方よりも長く「プラス成長」が続くのではないかと見ています」

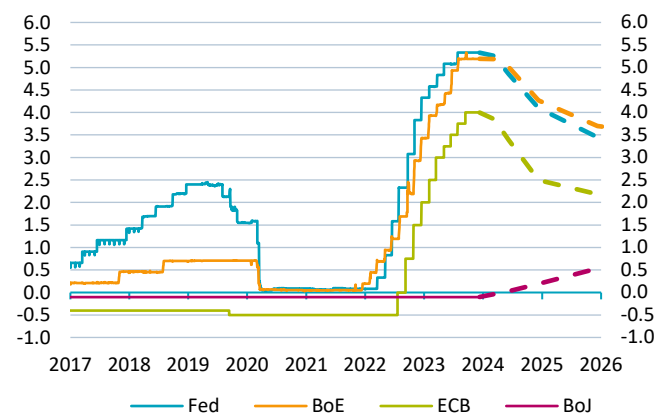
各国の状況に注目すると、日本ではインフレ圧力が構造的に復活しているという見方と、英国とオーストラリアでは粘着性が強まりうるという見方を強調しておきます。

財政政策: 牽引役から足かせに

以前にも指摘したように、財政支援策が下支えする形で、多くの国では景気後退入りを回避してきました。しかしながら、多くの地域では、来年は支援的な財政スタンスが弱まる方向にあります。ユーロ圏ではエネルギー支援策が縮小される方向にあり、パンデミック関連の支援策のさらなる縮小とドイツ連邦憲法裁判所による最近の違憲判決に伴う予算削減の影響を合わせて考えると、欧州復興基金(「次世代のEU」)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、今年度の税収減少と州・地方政府による支出増加を受けて、来年度は財政政策がわずかながら抑制的になる予想されています。一方、中国では財政支援がより手厚くなる見通しですが、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よって、刺激効果は弱まる可能性があります。

来年は上記のような財政スタンスが想定されますが、多くの国では、気候や高齢化に関連する課題やポピュリズムの動向を背景に、この先数年間は財政再建への取り組みが容易には進まないと考えられます。一方、先進国の中央銀行は、来年半ば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、来年もこれを継続する見通しであるのに対して、先進国の中央銀行は、債券保有額が減少傾向にあることから明らかに、おおむね引き締めバイアスを据え置いています(ECB についても、来年半ばまでには「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」の下で積み上げた債券の保有額を段階的に縮小し始めると予想しています)。

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。2023年12月現在

金利政策に関しては、先進国の中央銀行は来年半ばまでに、おおむね利下げモードに入ると予想しています。例外は日本であり、日銀は「イールドカーブ・コントロール(YCC)」をさらに修正する一方で、マイナス金利政策を終了する構えを見せています。今後の金融緩和では英国とオーストラリアは遅れるという市場の見方や、加盟国間の経済格差や最近の物価下落のスピードを考慮すると、ECBはFRBより少し早い段階で金利を下げる可能性があるという市場の見方に関して、ロベコも同意します。

先進国の中央銀行による利下げ開始のタイミングについて、金融市場はやや先走って織り込んでいる可能性があります。その一方で、この先数年間に中立金利の領域へとより迅速に回帰する可能性を織り込む余地や、労働市場の脆弱性が実際に表面化した場合に、政策金利が一時的に中立金利の水準を小幅に下回る確率を高め、評価する余地が残されているという、より重要な論点が見逃されています。

これとは別に、中国人民銀行は日銀と同じように、独自の路線を歩んでいます。6月と8月に利下げを実施して以来、伝統的な金利政策は据え置かれているものの、政策金利の長期的な低下の流れは、来年後半にも再開するとロベコは予想しています。また、中国人民銀行のバランスシートは、銀行向けの貸し出しを中心に、この先数年間に大きく拡大すると予想しています。

金利戦略

- 金融政策のサイクル転換が視野に
- 長期ゾーンの利回りはロベコが想定する長期的な中立金利の水準より高い
- 多様な要因がスティーピングの流れを後押し

債券市場ではラリーが続く見通しですが、そのペースは最近の利回り急低下を受けて緩やかになると予想されます。

金融政策のサイクル転換に備えた戦略

債券市場においてロング・バイアスを継続するアプローチは合理的であると考えます。なぜなら、引き締めサイクルは終わり、多くの中央銀行が来年半ばまでに利下げに動く予想される環境にあるからです。最近のラリー局面において、上昇余地の一部は消化されたと見られますが、過去2年間の売り圧力が強かったことから、リターンを得る可能性は依然として残されていると見られます。

米ドルの長期フォワード利回り(市場が想定する長期的な中立金利)は4.0%近辺で推移し、ロベコが想定する長期的な中立金利の水準を少なくとも50bp上回ります。英ポンド金利(SONIA(英ポンド翌日物平均金利))に関しては、市場の想定とロベコの想定の間にはさらに大きく、1.0%を超えています。一方、ユーロ金利の場合は、両者の格差はそれほど大きくありません。ここ数週間のラリーによって、長期フォワード利回りはロベコの想定レンジ(1.75%~2.25%)の上限近くまで低下し、レンジ内でさらに低下する余地が残されています。現在のバリュエーションの水準は、グローバルな相対価値トレードにおいて、ドイツ国債には他の国債市場対比でアウトパフォームする余地が小さいことを示唆しています。

「長期フォワード利回りは低下したものの、ほとんどの市場においては、ロベコが想定する中立金利の水準を上回ります」

現在、グローバル戦略において、米国債とドイツ国債のスプレッド縮小を予想するトレードを検討しています。また、米国債とカナダ国債のスプレッド縮小によって利益が生じるポジションを構築しています。両者の10年の利回り格差は90bp近い水準まで開き、2005年以降の平均を60bp上回ります。

イールドカーブは8月から10月にかけてスティーピングした後、11月初旬頃から再びフラットニングに転じています。イールドカーブの形状に関するダイナミクスは変化し、資金調達へのストレスやインフレに関する不確実性

よりも、伝統的な要因を材料に変動すると見ています。その結果、今後の金融政策の転換に伴い、中期ゾーンが上昇する形でスティーピングした後、短期ゾーンが力強く低下すると予想しています。この見通しに基づき、スティーパーのポジションは5年/30年と10年/30年に集中させ、2年/10年のポジションは控え目にしています。このように年限を選択することによって、運用戦略ではネガティブ・キャリーの影響が抑制されています。このアプローチでは、初回の利下げのタイミングに関する市場のかなり楽観的な反応など、リプライシング(価格水準の再評価)の動きに対する脆弱性は軽減されると考えられます。

図表 4 - 米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。2023年12月現在

世界の債券市場全体の中では、日本市場は引き続き重要な例外として位置付けられます。日銀の引き締めサイクルは始まったばかりであり、さらなる金利上昇余地が存在するため、日本国債をアンダーウェイトとしています。ここ最近、世界の多くの債券市場において観察されたように、短中期ゾーンの利回りに上昇圧力が生じた場合には、イールドカーブはフラットニングする公算が大きいです。

債券のアセットアロケーション

- 投資適格債市場のテクニカルは堅調
- ハイイールド債市場では引き続き大きな銘柄間格差が残存
- クオリティが高い資産を優先

スプレッドがタイトな状態においてファンダメンタルズの悪化が予想されるため、慎重なアプローチが肝要です。

クレジット市場: 投資適格債のベータは1 近辺

9月に四半期アウトルックを公表した後、10月1カ月間を通して、投資適格債市場ではスプレッドが小幅に、ハイイールド債市場では大幅に拡大しました。その背景には、金利市場を席巻した「長期的な金利の高止まり (higher for longer)」というテーマがあります。ユーロ建てハイイールド債のスプレッドは、415bp から 500bp 弱までワイドニングしましたが、11月に入るとすぐに反転し、元の水準へとタイトニングする動きが見られました。

市場の地合いがこれほど短期間にこれほど大きく変化したことは、注目に値します。本稿の執筆時点において、スプレッドは3カ月前とほぼ同じ水準で推移しています。ユーロ建ての投資適格債については、3bp の縮小にとどまります。一方、米ドル建ての投資適格債の方が縮小幅は大きく、9bp タイトニングして 110bp 近辺で推移しています。ロベコは前回の四半期アウトルックにおいて、保守的なクレジットのポジショニングを推奨し、ポートフォリオのクオリティを向上させつつ、ベータを1程度としてきました。この見解はおおむね変わっていません。

クレジット・スプレッドがさらに縮小するには、債券市場全体のボラティリティ低下が条件になると考えますが、これは現実的なシナリオではないようです。市場はこれまで何度か利下げを織り込む動きを見せたものの、その後、注目するテーマが変わって、緩和シナリオが剥落する結果となりました。この先数四半期にわたって、経済指標の振れ幅が大きくなる結果、市場が単一のテーマに固執することが難しくなり、金利のボラティリティは高止まりすると見られます。

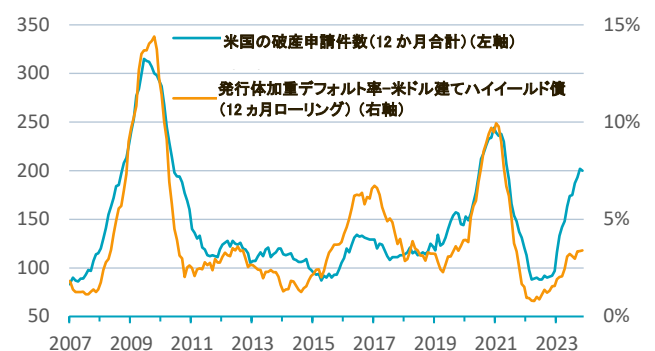
投資適格債市場では、テクニカルはいくつかの側面で底堅さを維持しています。利回りの水準が上昇したため、投資適格企業は新規の発行に後ろ向きであり、実際に発行する場合でも短期年限が中心となっています。これに対して、投資適格債のオールイン利回りがユーロ建てでは4%(2013年のユーロ圏サブリン債務危機の最中に一時的に確認された水準)、米ドル建てでは5.5%(利回りがこの水準に達したのは世界金融危機以降初めて)に達する中で、機関投資家や満期保有ベースの投資家の多くは、このような魅力的な利回り水準を確定させることに、前向きになっています。このように需要が旺盛な一

方で供給が比較的少ない状況は、特に長期のクレジット市場において確認され、国債対比のスプレッドは過去20年間で最もタイトな水準まで縮小しています。

一方、ハイイールド債市場では、スプレッドは平均的にタイトであるものの、銘柄間格差が比較的大きい状況が見受けられます。このため、ポジションを新たに構築する際には、タイトな水準を甘受するか、個別性の高いディストレスト銘柄のリスクをとるかという選択になります。年初来、ハイイールド債のデフォルト率は安定的に推移しているものの、次の2つの根拠に基づいて、今後は上昇するリスクが高いと引き続き予想しています。第1に、より広範な対象を含む米国の破産申請件数は増加傾向にあり、経済全体とハイイールド債市場におけるデフォルト率の差は拡大しています(図表5参照)。これは歴史的に注目すべき傾向であり、ハイイールド債市場も経済全体の流れを避けて通ることはできないと考えています。第2に、レバレッジド・ローン市場ではデフォルト率が急激に上昇しています。レバレッジド・ローンの利払いは変動型であり、利上げの直後にリセットされたため、金利上昇の影響が速やかに波及しています。

ムーディーズが集計したデータによると、10月のレバレッジド・ローンのデフォルト率(直近12カ月間、発行体加重ベース)は5.4%に上昇しました。これは2000年以降のデータでは、80パーセントレベルの水準に相当します。これに対して、米ドル建てハイイールド債のデフォルト率は、「わずか」50パーセントレベルの水準に過ぎません。ハイイールド企業にとって、利払い負担増加の影響の大部分は、リファイナンスの際に顕在化することになるでしょう。

図表 5 - デフォルト率の比較(経済全体 vs. 社債市場)



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2023年12月現在

金利の上昇が企業のファンダメンタルズに与える影響を理解する上で、ハイイールド債市場とレバレッジド・ローン市場の動向は重要であり、今後数四半期にわたってデフォルトは増加すると予想しています。重要なポイントとして、ハイイールド債のデフォルト率は、ローン市場の

デフォルト率や経済全体の破産申請件数よりも緩やかに上昇していることを、強調しておきます。ペースの違いは、量的緩和を始めとする刺激策の効果によって調達金利が過去最低の水準まで低下したパンデミックの期間中に、ハイイールド企業が資金調達を(前倒しで)進めていたことによって説明することができます。これまでのところは順調ですが、「蓄積した資金」の返済期限は迫りつつあります。

これまでも四半期アウトルックの中で指摘してきたように、ハイイールド債市場におけるリファイナンスのニーズは非常に大きく、この先、企業のファンダメンタルズに多大な影響が生じると見られます。今後2年間に償還を迎えるユーロ建てハイイールド債のクーポンは平均3.5%程度ですが、足元で残存3年のハイイールド債の利回りは6.5~7%近辺で推移しています。つまり、リファイナンスに際して利払い負担はほぼ倍増することになり、負担増を避けるには財務レバレッジの大幅な引き下げが必要になります。その上、同市場の発行残高の約30%について、この先数年間にリファイナンスの時期が到来する見通しであり、平均残存年限の短期化と借り換えコスト増加に伴う影響の拡大が、二重の問題を引き起こすと見られます。このため、ハイイールド債のデフォルト率も、ローン市場のデフォルト率や経済全体の破産申請件数の水準に収斂すると予想しています。

加えて、インフレの上昇は企業利益を名目ベースで大幅に押し上げ、ファンダメンタルズ関連の信用力指標の多くを改善させる要因となってきましたが、インフレが低下傾向に転じたため、コンセンサスより保守的なロベコの成長見通しの下で(「マクロ経済と政策の見通し」のセクションを参照)、ファンダメンタルズはこの先弱含む可能性が高いと見られます。このため、ポートフォリオにおいては、社債に対して慎重なアプローチを採用することが適切であると考えます。全体として、クレジットのベータは中立的な水準としています。上記で指摘した理由に基づき、ハイイールド債については様子見とし、投資適格社債よりもカバードボンド、スワップ・スプレッド、SSA債へのリスク配分を優先しています。

欧州周縁国債券: さらなる難局を迎えるか

10~12月期には、ECBの政策に対する市場の注目が変わる中で、欧州周縁国債券のスプレッドは縮小しました。市場の注目は、利上げ終了の可能性から、具体的なスケジュールと来年にも予想される利下げの影響にシフトしています。利回りの低下は、イタリアのような高債務国の返済能力には好影響を与えるものの、潜在成長率の構造的な上昇にも影響すると考えられます。

イタリアでは、ここ数年間、大規模な建設ブームの火付け役となった「スーパーボーナス」住宅税額控除制度が、経済成長を押し上げました。ブームは終了し、コスト返済

の必要性が残りしました。2026年までは欧州復興基金からの資金支援が見込まれるものの、その後は欧州から支援措置に依存せずに潜在成長率を向上させる手段を特定する必要があります。今回の四半期アウトルックのセッションでは、参加者の1人がこの点を懸念材料として指摘した上で、この先数年間に政府債務残高の対GDP比率は再び上昇し始める可能性が高いとコメントしています。イタリア10年国債の対ドイツ国債スプレッド(+/-170bps)はロベコの予想レンジの下限で推移するなど、市場のリスク・センチメントの変化に対して脆弱な状態にあります。

ECBが、PEPPに基づく保有債券の再投資終了時期を、「2024年末」という現在の見通しから前倒しすると発表した場合、この先数ヶ月にわたって、スプレッドには何らかの悪影響が生じる可能性があります。ロベコは引き続きギリシャ国債に対しては強気であり、今年1月に投資を開始した後、残高を段階的に増やしてきました。S&Pとフィッチが同国のソブリン格付けを「BBB-」に引き上げたため、ギリシャ国債は2月1日付けで関連するすべてのブルームバーグ指数に復帰する見通しであり、ベンチマーク運用を行う投資家による機械的な買いの対象になると予想されます。

ギリシャ国債の対ドイツ国債スプレッドに関しては、縮小局面はおおむね終了したものの、市場で自由に取引される(free float)ギリシャ国債の残高が限定的であることから、緩やかに縮小すると予想しています。来年には、ギリシャの経済成長率は欧州諸国の中でも最高の水準に達する公算が大きく、さらなる格上げも視野に入ります。また、政府債務残高の対GDP比率は今後も速いペースで低下する見通しです。

「ギリシャ国債は機械的な買いの対象になると予想されます」

新興国債券: 油断は禁物

10~12月期には、主に米ドル安の基調が追い風となって、世界の金融環境が顕著に緩和した結果、年末にかけて新興国市場のリスク資産の回復に拍車がかかりました。その結果、新興国債券の投資に際しては、とりわけ外貨建て債券のセクターにおいて、銘柄選択の重要性がさらに高まったと見ています。

新興国のソブリン・スプレッドは、アジア銘柄を中心に、大方のバリュエーション指標において、米国債対比で割高であるように思われます。問題を抱えるフロンティア市場の発行体の債務再編が、近い将来に完了するとの見方が強まり、指数全体のタイトニングに寄与しているものの、大規模な国による純発行額制限の影響などの、テクニカル要因を無視するわけにはいきません。また、中国

の不動産セクターとの関連で、相対的に安全な資産に逃避する動きがさらに進む可能性もあります。

その一方で、グローバル・インデックスの構成銘柄をより精緻に分析すると、最近数カ月間に大規模なラリーを経験したものの、市場は慎重な姿勢を維持していることが確認されます。このため、発行体の政府が今後も自国市場での調達を優先して、グローバル市場における供給を制限した場合には特に、総合指数のスプレッドはさらに縮小する余地があると見ています。また、CDS スプレッド(5年)がタイトであることも、クレジット市場のバリュエーションが割高であるという印象を増幅させています。ほとんどの新興国ソブリン銘柄が、2010年以降の一般的な水準よりも1標準偏差ほどタイトな水準で取引されています。周知の問題を抱える市場のスプレッドだけがワイドな水準にあり、警戒感が薄れている可能性がうかがえます。世界の経済成長とインフレの見通しが引き続き軟調になる中で、現地通貨建て債券市場のダイナミクスは底堅さを維持しています。新興国市場の中でも、引き続きブラジルとメキシコの魅力が際立ちます。これまでの積極的な政策対応の効果が両市場に浸透する結果、実質利回りは高い水準で推移しているため、政策金利を引き下げる余地や債券が幅広くラリーする可能性が広がっています。

アジア市場では選別的な姿勢を維持しています。デュレーション・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。消費者物価指数(CPI)のモメンタムがコア、総合とも弱く、実質利回りの魅力がさらに高まる可能性が示唆されています。追加的な支援材料として、ポジショニングの分析によると、海外投資家の間では両市場ともアンダーウェイトがコンセンサスであり、実質利回り上昇のトレンドが具体化した場合に、アウトパフォームする余地が残されています。また、韓国市場では、インフレの減速と経済成長見通しの悪化が相まって、韓國中銀がハト派的なスタンスを段階的に強めるとの見方が強まり、10年国債利回りが低下しています。

日本のマクロ経済および政策の背景と比較した場合、市場間のスプレッドが持続的に縮小する方向性がうかがえます。また、インドとフィリピンにおける食料品価格の上昇圧力についても、引き続き警戒しています。国際収支の悪化傾向が強まる中で、両国の中央銀行はタカ派的なスタンスを維持し、インフレ対策として利上げに踏み切ることも考えられます。

CEEMEA(中東欧・中東・アフリカ)の債券市場では、チェコとハンガリーの金利低下を予想するポジションを構築しています。チェコ中銀が金融政策の緩和に着手することは十分想定され、イールドカーブは再び顕著にスティープニングしています。また、ここ最近では、ハンガリー市場に対する人気が高まっています。インフレ見通しの改

善を背景に、前向きなセンチメントが持続するものの、インフレ率と金利はいずれもパンデミック前より高い水準に落ち着くと予想しています。その一方で、南アフリカが抱える政治、財政、マクロの課題が、南アランドと現地通貨建ての債券市場を強く下押しする可能性について、市場は過小評価していると引き続き考えています。

為替: 引き続き日本円を強く推奨

引き続き、世界経済の成長の勢いが弱まる兆しが見受けられます。インフレ圧力の低下と相まって、利下げサイクルの開始は時間の問題との見方が浮上し、市場はそうした展開を織り込み始めています。FRBによる金融緩和はかなり積極的なペースで進むとの見方から、10~12月期に米ドルは貿易加重ペースで名目、実質とも大幅に下落しました。もっとも、FRBの利下げ観測に対して前のめりになるあまり、米国の個人消費が予想以上に底堅いことや、それがFRBの政策反応関数に与える影響が、見過ごされているように思われます。このため、政策サイクルのタイミングのずれを背景に、幅広い米ドル高の流れが再燃するリスクが残存しています。

このような環境において、為替市場において割安感が明確に存在するのは、日本円に限定されると引き続き考えています。日本では、コアインフレ率の上昇圧力が持続する一方で、CPIが1980年代以降に経験のない水準で推移する可能性が、モメンタム指標において示されています。そのような中で、日銀はYCCの緩和を決定しました。また、利上げに関する議論も浮上し始めています。

今後の労使交渉において、さらなる賃上げが予想されています。その結果インフレ圧力が強まり、今後1年間に、足元で市場が想定する規模(35bp)を上回る利上げが決定される可能性もあります。また、来年末に10年国債利回りが1%近辺に達するという見通しが、市場に織り込まれているとの分析結果もあり、米国債と日本国債の利回り格差がさらに縮小することによって、日本円がアウトパフォームする展開も想定されます。さらに、国内投資家にとっての日本国債利回りの相対的な魅力が高まり、為替ヘッジ付きの外国債券(国債および社債)への投資フローが抑制されれば、円相場を追加的に後押しする要因になります。

新興国通貨に関しては、米ドル相場を巡る環境が不透明であることを踏まえ、より中立的なスタンスを嗜好します。シンガポールに関しては、高度に開放的な経済であることと、来年の経済成長見通しが低調であることが、さらなる金融引き締めの一因になると見られます。その一方で、シンガポール・ドルは名目実効為替レート・ベースで高い水準にあるために、アンダーパフォームしやすいと考えられます。もっとも、明確で差し迫ったカタリストが非常に少ないことから、現時点でポジションを維持する価値は限定的であると考えています。

テーブル 1 - 資産別選好

	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。2023 年 12 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