

グローバル債券マクロ・アウトLOOK

## 震源地は米国

- ・ 経済成長、地政学情勢、株式のリターン、熱狂的なリスクオンの市場環境を左右するのはすべて米国の動向に
- ・ 米欧間では経済成長格差が縮小する一方で、インフレ格差は解消されない見通し
- ・ 短期年限のクレジットを積み増す方針

前回の四半期アウトLOOK「シーズン・フィナーレ」では、年末に向けてスリリングなフィナーレの舞台が整ったと指摘しましたが、実際、その通りの展開となっています。

先月行われた米国の大統領・連邦議会選挙では、トランプ氏が大統領選挙において勝利を収め、共和党が議会両院の過半数を獲得するなど、共和党の「完全勝利」という結果となりました。しかも、わずか2カ月の間に、米国経済の景気後退入りに対する警戒感や米連邦準備制度理事会(FRB)の対応の遅れに対する懸念は薄れました。

市場は、ソフトランディング・シナリオを全面的に受け入れており、米国経済は減速しつつも金利の低下に支えられて勢いを維持しています。その一方で、トランプ氏が大統領就任直後に発表すると見られる関税政策については、世界中が固唾をのんで見守っています。関税の引き上げ(あるいは引き上げ懸念)は、実際の施行が来年下半年以降になるとしても、経済にとっては不確定要素であり、経済成長を下押しする可能性が高いと考えられます。加えて、引き上げる側(米国)においても、インフレの上昇要因となります。米欧間では経済成長格差が縮小する一方で、インフレ格差は解消されないと、ロベコは予想しています。

欧州に目を向けると、ドイツでは2025年2月に解散総選挙が予定されています。また、フランスでは、新政権が樹立後わずか90日で崩壊する結果になりました。パリ・オリンピック開催後に企業景況感が大幅に悪化したことからもうかがえるように、フランス経済は低迷が続いています。これに対して、南欧諸国の経済成長率が北部の国々を大幅に上回る状況は、注目に値します。南欧諸国では、政府債務残高の対GDP比率が低下傾向にあり、足元でスペイン国債とポルトガル国債の利回りは、イ

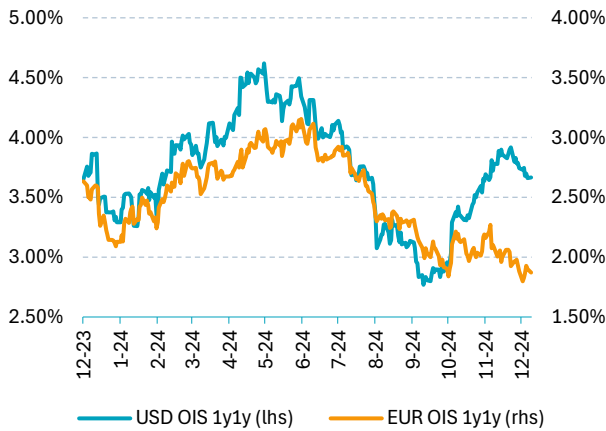
ルドカーブ全体においてフランス国債を大幅に下回ります。さらに、ギリシャ国債の利回りについても、残存7年まではフランス国債より低い水準で取引されています。また、EUレベルで進められている、公共投資や軍事力強化を目的とするEU共同債の発行拡大に関する議論によっても、欧州周縁国市場の見通しは支えられています。

ここ最近、米欧間で金融政策の方向性に乖離が生じています(図表1参照)。この1年あまりの間、両地域の短期金利はおおむね足並みを揃えて動いていましたが、トランプ氏が11月の選挙戦で勝利を収めて以来、乖離が見られるようになりました。米国では利下げ観測が後退する一方で、欧州では利下げ観測が強まりつつあり、金利差は今後も続くと思われています。

アウトLOOK 2024年12月  
機関投資家向け資料

ロベコ・グローバル・マクロ・チーム

図表 1 - 米ドルとユーロの 1 年先 1 年の OIS 金利



欧州中央銀行 (ECB) は来年も、毎回の政策理事会において 25bp 刻みで利下げを継続し、中銀預金金利を 1.50~1.75% の水準に誘導すると予想しています。一方、FRB は、トランプ新政権が予定する諸政策の行方に不透明感があるため、来年上半年は緩和ペースを減速する可能性が高いと考えられます。もっとも、フェデラルファンド (FF) 金利に関するロベコを中心シナリオは、市場が織り込む水準 (3.50~3.75%) を引き続き下回ります。

ロベコの運用戦略では、デュレーションのオーバーウェイト・ポジションを維持しています。引き続き、今回のサイクルにおいて中央銀行の対応に出遅れ感が見られる国 (英国、ノルウェー、オーストラリアなど) の債券を、すでに大幅に買い進まれた国 (カナダやスウェーデンなど) の債券よりも選好しています。また、日本国債に関しては、例外的にアンダーウェイトを据えています。

足元で、日銀は緩やかな引き締め路線を継続するとの見方から、日本国債のアンダーウェイトを積み増しました。その一方で、米欧を含むいくつかの地域に関しては、追加的な利下げ見通しを念頭に、引き続きイールドカーブのスティープニングを予想しています。また、格付けの方向性が異なるとの見方に基づき、フランスのアンダーウェイトを据え置く一方で、スペインの債券を選好しています。

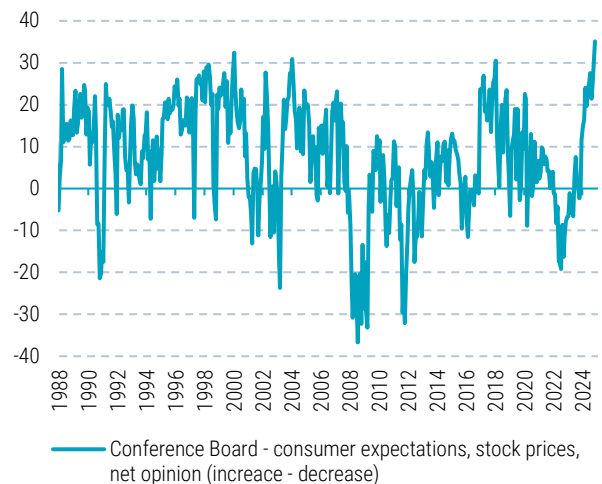
クレジットに関しては、市場はサイクル後期に入ったと見られるため、慎重なアプローチが肝要であると考えます。この夏以降、市場ではリスクオンの地合いが明確に定着しています。クレジット・スプレッドが狭い振幅で低位安定している状況には、米国経済の底堅さに対する市場の信認が反映されていると言えるでしょう。それを裏付けるように、米ドル建て債券のスプレッドはユーロ建て債券よりも低い水準で推移しています。

また、今後 1 年間の株価上昇を予想する消費者の期待が過去最高の水準に達していることも、注目に値します。言い換えれば、調査の回答者は過去 1 年間のリターンが

将来も再現されると予想しており (図表 2 参照)、これは熱狂的で過剰な自信の表れとも言えるかもしれません。このため、運用戦略においては、ユーロ建てのクレジットを米ドル建てのクレジット対比で可能な限りオーバーウェイトとすることが、引き続き合理的であると考えます。全体としては、投資適格クレジットに対する中立的な見方を据え置き、SSA 債 (ソブリン債、国際機関債および政府系機関債) やカバードボンドのように、ディフェンシブ性の強いセクターを選好しています。次の四半期 (1~3 月期) に関しては、スプレッドが現状のレンジにとどまることを前提に、短期年限のクレジットを積み増す方針です。バリュエーションの改善を待ちつつ、キャリア収入の魅力改善の恩恵を享受することを狙っています。

新興国市場の見通しには、ばらつきが見られます。中東欧諸国 (チェコ、ハンガリー、ポーランド) には、追加的な金融緩和の余地が残存しています。一方、中南米諸国に注目すると、ブラジルは金利上昇と財政支出拡大という悪循環に直面しています。また、メキシコでは、原油価格の下落、司法改革に関する不確実性、北部の隣国 (米国) との緊張関係を背景に、経済成長見通しが悪化しています。これまで両国の市場は、デュレーションの観点から選好されていたものの、上記の要因を受けて、当面は魅力が低下したと考えられます。最後に中国では、中国人民銀行が継続的にインフレの下振れリスクに直面する中で、2025 年は主要な政策金利が過去最低の水準をさらに更新する見通しです。

図表 2 - コンファレンス・ボード - 消費者による今後 1 年間の株価予想 (上昇予想と下落予想の差)



出所: コンファレンス・ボード、ブルームバーグ。2024 年 12 月現在。

## マクロ経済と政策見通し

- 世界経済の成長見通しは米国の動向に依存
- 先進国市場と新興国市場間では、インフレ動向にばらつきが生じる
- 当面の間、金融緩和路線において先行するのは ECB で、FRB とイングランド銀行は遅行する見通し

### 成長見通し: 例外的な時期はいつまで続くのか?

米国経済の回復力には目を見張るものがあります。EU と中国という主要経済圏の成長環境が依然として脆弱である点を踏まえると、なおさらその強さが際立ちます。

家計の純資産が大幅に増加する中で、高所得層を中心に個人消費が引き続き主要な推進力となっています。その一方で、低所得層は慎重な姿勢を強めています。法人セクターにおいても同様の傾向が見受けられ、借り入れコストが増加する環境において、比較的規模の小さい非公開企業は、規模の大きい公開企業と比べて苦戦を強いられています。

今後を展望すると、新政権の拡張的な財政支出計画の下で、内需の勢いは持続する可能性があります。その反面、移民政策と関税政策が経済成長を下押しする公算が大きく、対米輸出の関税の引き上げや新たな関税賦課の影響を受ける国が報復措置に踏み切れば、影響はさらに強まると見られます。また、2019 年に FRB のスタッフが指摘したように<sup>1</sup>、関税の脅威が具体化しなかったとしても、通商政策に関する不確実性が米国の経済成長に打撃を与える可能性があることには、留意するべきでしょう。

新興国の経済成長にも、中国経済の成長減速が影を落とした 2018~19 年と同様に、影響が及ぶ見通しです。現在の中国経済の成長モメンタムに注目すると、住宅販売には一定の回復の兆しが確認されるようになり、2025 年には不動産関連の下押し圧力が弱まる方向が見込まれます。もっとも、消費者は慎重な姿勢を崩していないため、追加的な刺激策が必要になるでしょう。

ユーロ圏に目を向けると、域内の GDP 成長率は依然として低迷しています。ドイツ経済に加えて、最近ではフランス経済も停滞していますが、その影響は、スペインやギリシャをはじめとする比較的小規模な国々の経済成長の活性化によっても、完全には吸収されていません。今後を展望すると、家計の貯蓄率がそれほど高くない水準まで低下し、失業率が低い水準で安定するようになれば、個人消費の伸びは予想を上振れする可能性があります。その一方で、政治リスクや前述の貿易摩擦は、個人や企

業のマインドの重しとなる可能性が高く、経済成長の加速を妨げる要因となるでしょう。

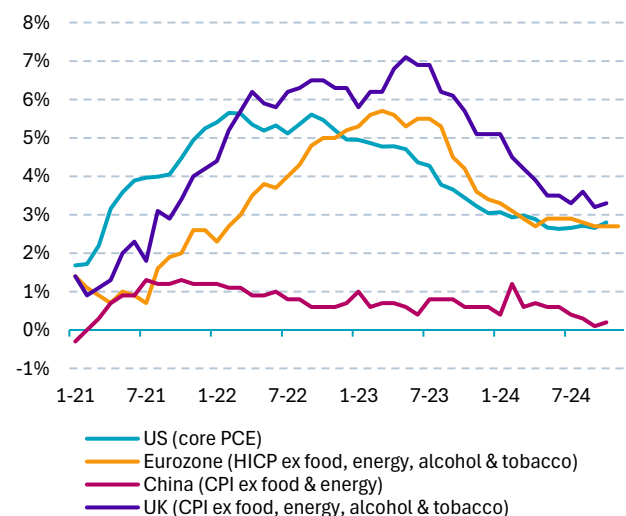
総合的に見ると、米国、ユーロ圏、中国の間の大きな成長格差は、2025 年には縮小に向かうと予想しています。

### インフレ見通し: 「最後の 1 マイル」における歩調の乱れ

多くの先進国では、コアインフレ率の低下が続いているものの、米国ではここ数カ月の間、インフレ低下の動きが足踏み状態となっています。その結果、中央銀行の政策目標の水準にインフレを誘導する取り組みにおいて、「最後の 1 マイル」が最難関になりうるものが、改めて認識されています。

もっとも、米国においても賃金の上昇圧力が弱まる傾向が続き、サービス価格インフレ(住居費を除く)もいずれはそれに追随するとの見通しが示唆されています。同時に、新規テナント賃料の指標は、2025 年も消費者物価指数(CPI)の賃料インフレが鈍化し続ける方向性を示しています。これに対して、2025 年に、米国のコアインフレ率が予想を上振れするリスクは主に財(モノ)の側にあり、具体的には、関税の導入によって財価格のインフレが急激に上昇する可能性があります。理論的には、関税の導入は物価に対して 1 回限りのショックを与えるものであり、必ずしも持続的なインフレの上昇につながるわけではありません。とは言え、インフレ期待の上昇などを通じて持続的な影響が生じるリスクは、導入が予定される移民政策や財政政策のリフレ的な性質などを考慮すると、2018~19 年の事例よりも今回の方が高いように思われます。

図表 3 - 主要な市場におけるコアインフレ率の推移(米国、ユーロ圏、中国、英国)



出所: ブルームバーグ。2024 年 12 月現在。

<sup>1</sup> The Fed - Does Trade Policy Uncertainty Affect Global Economic Activity? (FRB: 通商政策に関する不確実性はグローバルな経済活動に影響を与えるか)

ユーロ圏では、「最後の 1 マイル」の問題は比較的小さくなったように思われます。一部の国では賃金上昇率の実績値が依然として高水準で推移しているものの、最近の賃金交渉や求人件数に基づく先行指標は、賃金の伸びが鈍化する方向性を引き続き示しています。ロベコの見解によると、ユーロ圏からの輸出品に関税が賦課された場合、2025~26年にインフレ率がECBの政策目標(2%)を下回る可能性があるという見方が強まる可能性があります。

その他の先進国に目を向けると、基調的な物価上昇圧力は、日本では依然として蓄積過程にあり、英国とオーストラリアでは粘着性を維持していると考えられます。一方、新興国市場では、コアインフレ率低下の勢いは、一部の中南米諸国と中東欧諸国では弱まっているのに対して、中国をはじめとするアジア諸国では、おおむね抑制された状態にあると見られます。

#### 金融政策見通し: 一筋縄ではいかない

米国市場では、最近のデスインフレの一服と経済成長の回復力を背景に、2025年について3カ月前よりもかなり緩やかな金融緩和のペースが織り込まれるようになりました。具体的に言うと、四半期に1回、せいぜい25bp程度の利下げが行われるという見方が支配的であるように思われます。

FRBの金融政策を複雑化する要因として、新政権が導入を予定する一方で不確実性が残る通商政策、移民政策、財政政策のリフレ的な性質が挙げられます。ロベコを中心シナリオは、「中立的な」政策金利の正確な水準が不明確であることも手伝って、来年上期の緩和ペースは減速するという見方と一致しています。その一方で、FF金利のターミナル・レート(着地点)に関するロベコの予想は、中心シナリオ、確率加重平均の数字とともに、市場が織り込む水準(3.50~3.75%)を引き続き下回ります。その一因として、雇用の最大化というFRBの政策目標について、ロベコは市場よりも下振れリスクを高めに見ている点が挙げられます。

一方、ECBは毎回の政策理事会において25bp刻みで利下げを継続する方針を維持していると考えられます。中銀預金金利は2025年7~9月期末までに、中立金利を下回る水準(1.50~1.75%)に達する可能性が高いという市場の見方に、ロベコも同意します。

米国とユーロ圏以外の先進国市場では、失業が顕著に増加した国(スウェーデンやカナダ)や、通貨が非常に堅調な国(スイス)において、金融緩和が最も進行しているか、あるいは今後(「中立金利」を下回る水準まで)さらに進行すると予想されます。また、イングランド銀行と(特に)オーストラリア準備銀行は、引き続き後方集団に属すると見られます。

また、日銀は独自の路線を歩み、来年には緩やかなペースながらも金融政策を追加的に引き締める見通しです。

新興国市場では、ポーランド、ハンガリー、チェコ、ブラジルにおいて追加的な金融緩和(あるいは引き締め)の縮小)見通しを織り込む余地があると考えます。最後に中国では、中国人民銀行が継続的にインフレの下振れリスクに直面する中で、2025年に、過去最低水準となっている主要政策金利(7日物リバースレポ金利、現在1.50%)をさらに引き下げる見通しです。

## 金利戦略

- 金利水準の乖離が投資機会を生み出す
- 引き続き英国債には割安感が存在
- イールドカーブはスティーピングする見通し

### 米国債利回りの水準調整が進行

各国の金利、特に米国の金利に関する見解を形成する上で、FRB の金融政策についての考え方が論理的な出発点となります。FF 金利先物(2025 年 12 月限)の市場価格は大きな変動を見せ、9 月半ば以降に 100bp 近く上昇して、米国 5 年国債利回りを 60bp 押し上げました。利回りの上昇は、他の要因から独立して起きたわけではありません。「マクロ経済と政策見通し」の項で議論したように、足元の政治経済情勢の下で、FRB の政策見通しについても 9 月時点から見直す必要が生じています。ロベコの 2025 年 12 月末時点の FF 金利予想(確率加重平均)は、市場が織り込む水準よりも低く、バリュエーションの観点からは、短期ゾーンの米国債の魅力が高まりつつあると考えられます。

もっとも、5 年超の年限に関しては、必ずしもそのような状況にありません。長期債のタームプレミアムは、低い水準で推移しています。FRB が使用する ACM モデルによると、タームプレミアムはわずか 0.1%と推計されています。米国債の純発行額の見通しを踏まえると、タームプレミアムには上昇圧力がかかると予想されるため、ロベコはその見通しに基づいたポジションを構築しています。ロベコの米ドル金利に対する見方は、いくぶん強気な方向(低下を予想)に傾斜していますが、これは主に短期年限に限定されます。

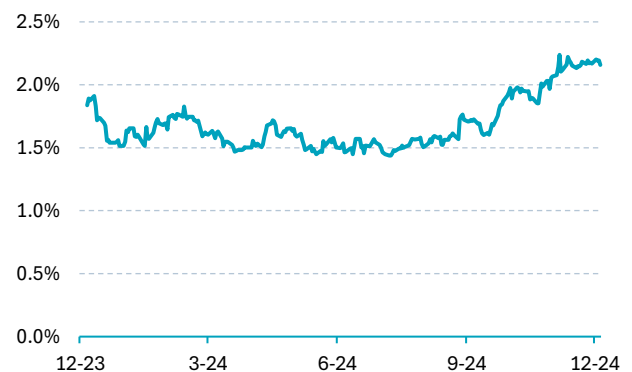
ここ数カ月間、ドイツ国債利回り(特に)ユーロ金利スワップ・レートは、米ドル金利とは大きく異なる動きを示し、上昇せずに踏み止まっています。両者の乖離は、ファンダメンタルズと財政の見通しの大きな違いによるものですが、ユーロ金利のテクニカル要因がより支援的であることも一因となっています。後者は特に長期年限のユーロ金利スワップ市場で顕著でした(「債券のアセットアロケーション」の項を参照)。今後を展望すると、ファンダメンタルズの構図はおそらく大きくは変化せず、ECB が「毎回の政策理事会における 25bp 刻みでの利下げ」の路線から大きく逸脱する余地は極めて小さいと考えられます。この路線は、来年 6 月か、その少し先までは完全に織り込まれているため、ドイツ国債の見通しについてはそれほど期待感を抱きにくい状況です。それでも、ロベコの見解では、ECB が中立金利(2%)を大幅に上回る水準で利下げを終了する展開よりも、これを下回る水準まで継続する展開の方が可能性が高いと思われます。この観点に基づくと、ドイツ国債に対する売り圧力が長期にわたって続く可能性は低下するため、リスクは好ましい方向に傾斜していると言えるでしょう。ロベコはドイツ国債のロン

グ・ポジションの大部分を手仕舞いしましたが、買いを再開する水準に至るまでは、それほど遠くないと思われます。

足元でロベコの運用戦略では、G10 諸国のアウトライートのデュレーション・ポジションのほとんどが、ユーロ圏と米国以外を対象としています。引き続き、オーバーウェイトの対象として、英国とノルウェーの金利市場を嗜好しています。両市場とも、ドイツ国債およびユーロ金利スワップとのスプレッドが大幅に拡大したため、バリュエーションの観点から割安感が生じています。両国の中央銀行が利下げに慎重であるという意味で、ファンダメンタルズ要因がスプレッド拡大の一因として挙げられるものの、この見通しは変わると予想して、バリューを見出しています。また、ここ最近、オーストラリアの債券をオーバーウェイトの優先リストに追加しました。同市場は比較対象の市場よりも下落幅が大きく、バリュエーションの観点から魅力が増えています。オーストラリア準備銀行による金融緩和は比較対象の中央銀行よりもおそらく小規模にとどまると見られますが、現時点でそのような見方はほとんど織り込まれていません。

一方で、アンダーウェイトの対象としては、日本、カナダ、スウェーデンの金利市場を引き続き嗜好しています。カナダとスウェーデンの金利には割高感が存在するため、現時点で市場が織り込んでいる以上の利下げを、両国の中央銀行が実施できるかどうかは疑問が残ります。日本に関しては、金融政策の正常化に伴い、今後も緩やかな金利上昇圧力が生じると予想しています。

図表 4 - 英国債とドイツ国債の利回り格差(5 年物、%)



出所: ブルームバーグ。2024 年 12 月現在。

各国のイールドカーブに関する見方は、ほとんど変えていません。金融緩和路線の継続とタームプレミアムの上昇が想定されるため、引き続きスティーパーを選択しています。タームプレミアムの上昇要因としては、中央銀行によるバランスシートの継続的な縮小、財政と国債発行の見通しに関する不確実性の高まり、2010 年代よりも不透明なインフレの見通しが挙げられます。

## 債券のアセットアロケーション

- 米国例外主義
- ディストレスト・デットもラリーに参加
- スワップ・スプレッドの下限は当面見当たらず

### クレジット市場: サイクル後期に突入

この夏、いくぶん神経質な展開が確認されたクレジット市場は、目覚ましく回復し、リスクオンの地合いへと明確に転換しました。リスク資産のリターンは、一部の投機性が非常に強い領域を含めて、高い水準に達しています。また、コンファレンス・ボードの最新の調査によると、米国では、今後1年間の株価上昇を予想する家計の割合が、過去最高の水準に達したことが示されています。この調査が1987年から継続的に実施されていることを考えると、これは驚くべき結果と言えるでしょう。

米国では大統領・連邦議会選挙が終了し、米ドル建て投資適格債のスプレッドが100bpを下回る状態が、12カ月連続で続く局面に突入しています。スプレッドが狭い振れ幅で低位安定している状況は、米国例外主義に対する市場の信認を浮き彫りにするものであり、この点は、米ドル建て債券のスプレッドがユーロ建て債券を大幅に下回っていることから裏付けられます。両者の格差は、投資適格債については25bp、ハイイールド債については50bp程度にまで広がっています。市場のファンダメンタルズに逆行するという意味で、これは注目すべき格差であると考えられます。ユーロ建て投資適格債の市場と米ドル建て投資適格債の市場では、格付けの構成は類似しているものの、平均残存年限は前者が約5年、後者が約11年と、前者の方が短くなっています。直近で両者のバリュエーション・ギャップ<sup>2</sup>がここまで広がったのは、ロシア・ウクライナ戦争が勃発し、欧州がエネルギー危機に直面していた時期のことになります。このため、運用戦略においては、ユーロ建てのクレジットを米ドル建てのクレジット対比で可能な限りオーバーウェイトとするのが、引き続き合理的であると考えます。

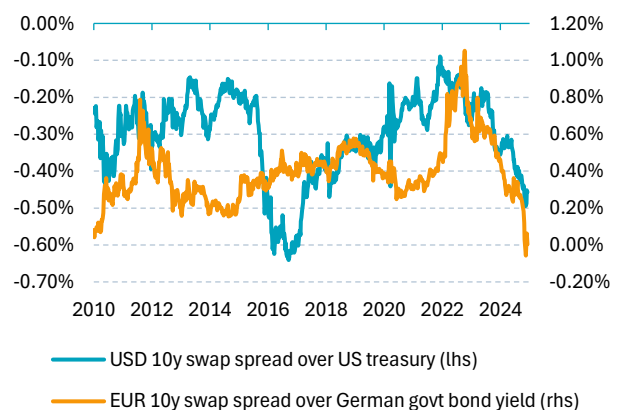
また、ハイイールド債市場では、ディストレストの領域にもアニマル・スピリットが芽生えつつあります。インデックスの年初来の超過リターンの約15%は、この領域に由来します。ロベコのクレジット・チームの担当者は、ディストレスト・デットは信用サイクル全体を通じて魅力に乏しい資産クラスであると、事あるごとに指摘しています。

バリュエーションの割高感だけでは、アンダーウェイトの根拠として十分ではありません。1990年代を振り返ると、投資適格クレジットのスプレッドは7年以上にわたり、現在の水準近辺で固定化された状態でした。そうは言っても、割高なバリュエーションは将来的な超過リターンの低

下を示唆するため、リスク・ポジションを増やす際には慎重な姿勢が求められます。

国債利回りはスワップ・レート対比で割安になり、グローバル市場ではスワップ・スプレッドの縮小傾向が続いています。「量的引き締め(QT)」の本格化に伴い、市場には担保資産が溢れ、過剰流動性が吸収されるようになりました。また、企業の財務レバレッジが世界金融危機前のピークから低下する一方で、ほとんどの先進国では大規模な財政赤字が続き、政府債務残高の対GDP比率は過去最高の水準を更新しています。なかでもユーロ建て国債市場では、長期ゾーン(10年超)がスワップ・レート対比で特に割安になっています。年金基金が長期年限に的を絞って、スワップ取引で固定金利をレシーブする動きとの関連性も十分に考えられます。さしあたり、長期ゾーンのスワップ・スプレッドには当面の下限が見当たらないため、固定金利をレシーブするポジションを維持しています。その一方で、来年初の起債の動きに備えて、SSA債とカバードボンドのオーバーウェイト・ポジションを縮小し、利益を確定しています。

図表5 - 米国市場とユーロ圏市場におけるスワップ・スプレッドの推移



出所: ブルームバーグ。2024年12月現在。

ポジショニングに関しては、SSA債とカバードボンドの保有を通じてスプレッド・リスクをいくぶんオーバーウェイトとする一方で、企業クレジットのエクスポージャーを中立的としています。次の四半期(1~3月期)に関しては、スプレッドがレンジにとどまることを前提に、短期年限のクレジットを積み増す方針です。バリュエーションの改善を待ちつつ、キャリア収入の魅力改善の恩恵を享受することを狙いとしています。

### 欧州周縁国債券: フランスが欧州最大の弱点

来年の欧州周縁国市場の見通しは、非常に良好です。南欧諸国のGDP成長率は北部の国々よりも高く、政府債務残高の対GDP比率は低下傾向にあります。また、

<sup>2</sup> 米ドル建てとユーロ建てのスプレッド比率を意味します。

ECBは引き続き、金融政策を段階的に緩和する見通しです。その結果、満期が到来した債務を比較的低い利回り水準で借り換え、負債返済コストを抑制することが可能になります。また、政治情勢も比較的落ち着いています。イタリアでは、野党が完全に分裂する中で、メローニ首相の政権基盤は盤石であり、ベルルスコーニ政権以来の長期政権となる可能性があります。

また、スペイン、ポルトガル、ギリシャの経済は、観光ブームと建設ブームという追い風を受けてさらに好調であり、パンデミック後の回復局面における「優等生」になりつつあります。これに対して、悪い意味で例外的と言えるのがフランスであり、内閣が総辞職に追い込まれる状況において、有権者の分断が深刻化しています。また、債務が急増する一方で、財政赤字は高い水準に達しています。マクロン大統領は後任の首相候補を速やかに提示すると表明しているものの、バルニエ氏のケースと同じように、予算の策定作業は難航することが予想され、年金などの分野での政府支出削減や増税といった、難しい判断が求められます。持続可能な解決策が実現する可能性は低く、市場が期待できる最善の結果は、前回の予算に基づく暫定的な解決策程度のものでしょう。また、来年夏以降に実施される総選挙の結果、極右勢力と極左勢力が引き続き 2 大ブロックを形成し、現在の政治的膠着状態が続くリスクも存在しています。

ユーロ圏国債の спреッドには、このような「旧」周縁国とフランスの交差する動きが反映され、スペイン国債とポルトガル国債の利回りは、イールドカーブ全体においてフランス国債を大幅に下回るようになりました。また、ギリシャ国債でさえも、残存 7 年まではフランス国債より低い利回りで取引されています。来年は、上記周縁 3 カ国の格付けが引き上げられる可能性があります。その一方で、格付会社はフランスの信用力に対して厳しい見方を強めると予想されます。財政見通しが顕著に悪化した場合、フランス国債の格付けが「AA-」を下回る水準まで引き下げられることも考えられます。その結果、強制的な売り圧力が生じることで、フランス関連の債券の спреッドには追加的な拡大圧力がかかる可能性があります。ロベコは引き続き、フランスをアンダーウェイトとする一方で、スペインとギリシャの債券のオーバーウェイトを据え置き、spreッドが拡大した場合にはポジションを積み増す予定です。フランス国債が一時的に急反騰することがあっても、短期的な動きにとどまると見て、アンダーウェイト・ポジションをさらに拡大する好機と捉える方針です。

#### 新興国債券: 混迷の領域へ

スリランカ政府によるマクロ経済連動債の導入などの斬新な債務再編事例を通じて、ファンダメンタルズ分析の重要性が改めて浮き彫りにされています。もっとも、新興国市場では、投機的階級の国債利回りが依然として 10% を上回る環境において、FRB の金融緩和路線に対する

市場の信頼が揺らいでいないことから、需要は底堅く推移し、spreッドは徐々にタイトニングすると見込まれています。

投資適格の領域では、国債の発行が低迷する中で、民間セクターには大量の米ドル資金が積み上がっているため、spreッドはさらに縮小する見通しです。アジアの投資適格階級の国では、銀行の ALM 部門が米ドル建ての外貨預金を市場で運用する必要があり、その傾向が特に強いと見られます。

視点を広げると、ユーロ圏では対外純債務の改善傾向が継続し、民間セクターにおいて流動性とクオリティの高い資産に対する追加的な需要を生み出しています。このような傾向が重なる結果、強力なテクニカル要因がタームプレミアムのさらなる縮小を後押しし、外貨建債券のクレジット・spreッドを縮小させる要因となっています。

現地通貨建ての市場では、米国との間で、あるいは新興国市場の内部で、政策の方向性が乖離する兆しが見られるようになり、投資機会が広がる様子がうかがえます。

ブラジルでは、インフレ圧力の再燃と政治的な緊張関係を背景に、投資妙味が低下しています。また、メキシコでは、国内の政治情勢、原油価格の下落、北部の隣国(米国)との移民問題を巡る緊張の継続といった要因が相まって、経済成長とペソの先行きに対する懸念材料となり、さらにはインフレの上昇懸念を引き起こしています。これまで両国は、人気の高い市場という位置付けでしたが、現時点では、デレーションの観点から投資妙味が大幅に低下しています。もっとも、いずれはオーバーウェイト・ポジションを再構築するのに適したタイミングが訪れるでしょう。

中東欧諸国では、ユーロ圏における経済成長の停滞やインフレ圧力の鈍化を背景とする利回りの緩やかな低下の流れが波及し、チェコやポーランドなどの一部の国において、追加的な金融緩和の余地が生じると予想しています。

アジアでは、中央銀行の政策の枠組みが、金利水準やイールドカーブの方向性を決定付ける見通しです。韓国では、最近の政治的混乱を受けて、中央銀行が当面の内需回復に向けてさらに大きな負担を担う必要があるとの見方が強まり、市場が現在想定している以上の規模での金融緩和が見込まれています。これとは対照的に、インドネシアとマレーシアでは、対米ドルの為替レート変動の影響を受けやすいことが足かせとなって、金融緩和の見通しが後退しています。また、タイ中銀は、政策変更案に基づいて、より緩和的な政策スタンスを採用する可能性があります。中国の状況と同じように、政府による

持続的な財政支援策が必要になります。それまでの間、利回りは緩やかなペースで低下し続ける可能性が高いでしょう。

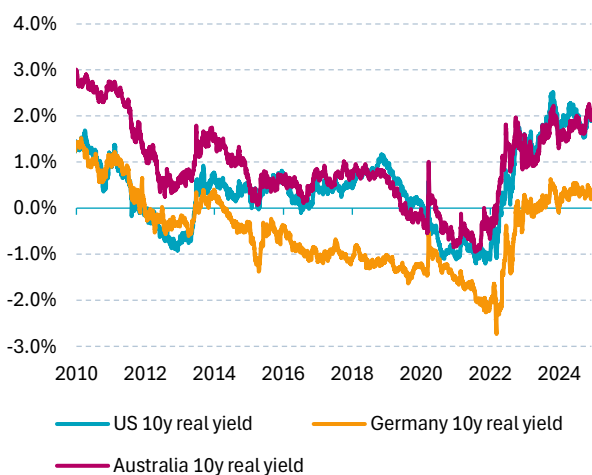
南アフリカやトルコなどに関しては、政策が段階的に改善しているものの、引き続き戦術的に取引する市場として位置付けるべきでしょう。

**為替: 現実味を帯びるように**

外国為替市場では、米国の選挙結果に関する不確実性が払拭されたことを受けて、その影響を消化し始めました。異例の閣僚人事や関税に対する懸念がすでに表面化するなど、不透明感が生じています。米国では、経済指標が小幅に改善する中で、FRBの追加緩和への期待が後退しているのに対して、欧州と中国では、経済成長見通しの悪化を背景に、中央銀行はより迅速な対応の必要性に迫られています。その結果、政策金利差が拡大するとの見方が広がり、さらなる米ドル高につながっています。

欧州では政治や財政の問題が深刻化し、経済環境も厳しさを増しているため、実質金利差が米ドルに有利に働くとの見方から、ユーロは下押しされています。確かに、フランスの事例のようにリスク・プレミアムが拡大することによって、実質金利差が縮小する可能性はありますが、それがユーロの支援材料になる可能性は低いようです。

図表 6 - 米国、ドイツ、オーストラリアの物価連動債の実質金利



出所: ブルームバーグ。2024年12月現在。

一方、豪ドルとニュージーランド・ドルの実質金利の水準は、特に中国の経済成長見通しが低調であることを考慮すると、極端に高いように思われます。したがって、10年の実質金利差は、米ドル高の方向に動くと考えられます。豪ドルとニュージーランド・ドルを比較すると、豪ドルの方が底堅さを発揮しやすいと見られます。

アジア通貨に関しては、資金調達コストの増加圧力、欧州と中国の経済成長見通しの悪化、金利差の縮小を踏まえると、1~3月期は経常収支の季節要因が支援材料になるとはいえ、引き続き下押し圧力を受ける可能性が高いでしょう。マレーシア・リングgitは、短期対外債務に対するカバレッジが弱く、マレーシア中銀が為替のフォワード取引で大規模なネット・ショート・ポジションを抱えているため、アジア地域で最も脆弱な通貨と言えるかもしれません。また、インド・ルピーに関しても、株式の投資資金の流出が続く中で、準固定相場制を維持する取り組みの一環として、インド中銀が為替のフォワード取引で600億ドル相当のショート・ポジションを積み上げるなど、同じような懸念の兆しが見受けられます。

最も脆弱な通貨は、主要な中南米諸国と中欧諸国の通貨であると考えられます。メキシコ・ペソについては、北部の隣国(米国)と政治改革に対する懸念が主なリスク要因として挙げられますが、メキシコ中銀のハト派的なスタンスへの傾斜も無視できません。一方、ブラジル・リアルについては、国内の経済成長見通しの悪化、財政問題の深刻化、すでに高水準に達した実質利回り、いくつかの主要作物の不作が、引き続き大きな制約になる可能性が高いと見られます。

図 1 - 資産クラス別選好度

	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: ロベコ。2024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