

# グローバル債券マクロ・アウトルック 露呈された実態

- ・ 金融システムの安定性に影響が及ぶ金利水準( $R^{**}$ )に到達
- ・ イールドカーブの急激なスティーピングが始まるーロベコにとって 2023 年の主要なトレード・テーマに
- ・ 景気後退入りが織り込まれた時点でスプレッド商品に投資機会が到来

## 概要

金融市場から興味が尽きることはないようです。1月に「全面的なラリー(利回りの低下、クレジット・スプレッドの縮小)」を経験した後、2月には「テーパリング・レジーム(利回りの上昇、クレジット・スプレッドの拡大)」に移行し、3月に入ると2008年以降で最大の銀行破綻、1987年以降で最大の米国債イールドカーブの変動という事態に見舞われました。

端的に言うと、2023年3月に発生したイベントは、デリバティブを多用する英国の債務連動型運用(LDI)市場が崩壊しかかった昨年秋の延長線上にあります。また、年初来、債券市場においてボラティリティが上昇しているのも、昨年来の金融引き締め政策の反動であり、決して真新しいテーマではありません。要するに、世界中の官民セクターにおいて40年間にわたって続く債務残高の対GDP比率の上昇が、過去40年間で最も急激な金利上昇につながっているのです。

いくつか例を挙げると、過去の景気後退入り直前の時期と比べて、米国企業の債務残高の対GDP比率は最も高い水準に達しています。また、足元で米国政府の債務残高の対GDP比率は120%に達していますが、2007年時点では60%に過ぎませんでした。これは決して米国に限定される問題ではなく、フランスの企業債務、イタリアの政府債務、中国の国有企業債務など、数十年間にわたって続いた緩和的な金融環境と借入れの増加を背景に、世界の主要国では債務残高の対GDP比率が軒並み上昇しています。

(少なくとも返済を必要とする)負債の請求額はかなり大きくなっており、2023年にリファイナンスが必要な債務

者は、返済に迫られることとなります。金融引き締めはグローバルなテーマと言っても過言ではなく、先進国市場、新興国市場、米国、欧州、中南米、オーストラリア(オーストラリア、ニュージーランド、およびその近海諸島を指す地域区分)など、幅広い地域に広がっています。

マクロ経済の基本シナリオとしては、ロベコは引き続き、米国はこの先1年間に景気後退に陥ると予想しています。ドイツや英国などのG7諸国は既にスタグネーション/景気縮小の領域にあり、米国が明確に進行中の景気減速の流れに加わるのは、時間の問題と言えるでしょう。

確かに、米国において、サービス・セクターと労働市場が意外なほど頑強であることは事実です。しかしながら、貸出条件の厳格化と金融引き締め効果発現までのラグは、残存する経済のモメンタムとコロナ後の構造的調整の効果を相殺すると考えられます。

金融市場に関する議論としては、「自然利子率( $R^*$ )」との関係で、金利がどの程度インフレ抑制的になるのかが注目されてきました([セントラル・バンク・ウォッチャー特別版:債券市場を導く見えざる手](#)を参照)。3月に入ってからの変動によって、「金融システムの(不)安定性に関する

## アウトルック 2023年3月 機関投資家向け

### ロベコ・グローバル・マクロ・チーム



Jamie Stuttard, Michiel de Bruin, Bob Stoutjesdijk, Rikkert Scholten, Martin van Vliet, Stephan van IJzendoorn, Rogier Hoogeveen, Philip McNicholas, Axel Nederkoorn

記載されているすべての例は情報提供を目的としたものであり、何らかの形で投資アドバイスを目的としたものではありません。

る実質金利(R\*\*、平たく言うとシステムが壊れる水準)<sup>1</sup>に達したように思われます。金融引き締めの影響は、実体経済と金融市場の両方に及びます。

債券市場では、昨年秋に英国債利回りがおそらくピークに達したことに続いて、米国債利回りはピークに達した可能性があると見ています。また、米国債とドイツ国債のイールドカーブについても、逆イールド化の進行に歯止めがかかったと見られ、ここ数週間では、銀行セクターの混乱が広がる中で急速にスティーピングが進んでいます。

ここ数週間、ボラティリティが上昇したことにより、短期的な投資機会が浮上していますが(ユーロのスワップ・スプレッドの縮小や、安全資産利回りの短期的な小幅上昇にかけける取引など)、一時的な動きにとどまると見ています。中期的には、前回の四半期アウトルック(リセツショントレードを参照)において議論した、景気後退を予想する戦略を引き続き中核に据えています。

市場において多くのイベントや変動が発生した直後にアウトルックを執筆するのは、必ずと言っていいほど興味深い作業になります。特にクレジット・スプレッドに関しては、政府によるさまざまな形での銀行セクターの救済や、ホワイトナイトによる問題金融機関の買収を受けて一時的な反発が予想されるなど、短期的に動きの激しい展開になる見通しです。

上記のような好材料が発表された後に、市場の回復がどの程度続くのかについては、特に法則性はありません。例えば、2008年3月にJPモルガンがベア・スターンズを救済した際には、クレジット市場は4カ月にわたって上昇しました。一方、ロイズがHBOSを救済した際には、市場の回復は数時間しか持続しませんでした。今回のケースでは、問題を抱える金融機関やヘッジファンドのどこが「次のターゲット」になるのか、市場の見方次第で結果が変わる可能性が高く、結果次第では市場のボラティリティが再燃することも考えられます。

ロベコのクレジット・リサーチでは、欧州における銀行セクターはクレジット・スプレッドを除き概ね安定的であると見ています。これに対して、米国の地銀セクターの状況は比較的複雑なようです。いずれにしても、金利上昇に伴うストレスは、デュレーションや流動性にミスマッチを抱える、ノンバンク・システムの他の領域(例: 昨年10月の英国LDI市場)や、シャドー・バンキングの仕組みにおいて顕在化する可能性が十分にあります。

アクシデントはミスマッチが生じた後に発生するケースが多く、商業用不動産であれレバレッジド・ファイナンスの仕組みであれ、不適切な管理が行われていた可能性が十分に存在します。

結局のところ、官民セクターにおける債務残高の増加傾向が40年続いたタイミングで、金利が過去1年間で最も急激に上昇すると、アクシデントが起きやすいことは自明なことと言えるでしょう。アクシデントが発生する場所を、ピンポイントで特定するのは極めて困難です。トップダウンの観点からの資産配分とポートフォリオ構築の作業においては、詳細は大枠のテーマほど重要ではありません。中長期的なポジショニングにおけるインプリケーションは明確です。イールドカーブのスティーピングと利回りの低下が予想され、景気後退シナリオを織り込む水準でスプレッド商品に投資する好機が存在します。

既にR\*\*に到達しました。米国経済が欧州諸国と同じように減速に向かう中で、実態が露呈され、金融市場と実体経済の限界点に達したことに伴いボラティリティは上昇すると考えられます。

<sup>1</sup> 「金融システムの(不)安定性に関する実質金利についての議論(Discussion of The Financial (In)Stability Real Interest Rate.)」R (newyorkfed.org)

# 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

- ・ 銀行セクターのストレスは金融引き締め効果発現までのラグを増幅
- ・ 中国経済の活動再開も実質所得の改善もゲームチェンジャーにはならない
- ・ ハードランディング・シナリオでは 2024 年の政策転換を予想する市場の見方が強まる

### 成長見通し: 生じ始めた亀裂

インフレを持続的に抑制するためには、中央銀行は経済をハードランディングに導かざるをえなくなる可能性が高いと、ロベコは考えてきました。急速で大規模な引き締めサイクルにおいては、金融システムにアクシデントが発生する傾向が見られます。[前回の四半期アウトルック](#)の公表後の動向を踏まえても、ロベコの見解はほとんど変わりません。経済見通しに対してより前向きになる理由は存在するものの、だからといって全体像が変わるわけではありません。

第 1 に、多くの先進、新興国では、エネルギー価格の下落を主因として、総合インフレ率が低下に転じるようになり、個人消費の見通しは改善しています。加えて、(米国では好天の影響によって誇張されている可能性はありますが)労働市場が引き続き底堅さを示していることから、サービス・セクターの成長は持続する可能性があります。

第 2 に、新規の鋳工業生産受注は低迷しているものの、サプライチェーンの混乱は解消されつつあります。その結果、少なくとも欧州では製造業の生産が下支えされるようになり、(自動車セクターなどでは)受注残の削減が可能になっています。第 3 に、中国では、ロベコの予想を上回るペースで経済活動が再開されるようになり、不動産市況悪化の影響がいくぶん緩和される兆しを見せています。

もっとも、上記の点を踏まえても、多くの先進国では「ソフト」ランディングや「ノー」ランディングよりも「ハード」ランディングの可能性が高いという、ロベコの見解は変わりません。第 1 に、消費者の購買力が改善する一方で、家計の貯蓄率低下や欧州全域におけるエネルギー関連の財政支援といった、足元で生活費危機の影響を緩和してきたその他の要因は、剥落する公算が大きいようです。貯蓄に注目すると、米国においては、コロナ禍で蓄積された過剰貯蓄が追加的な支援材料になりうると見ています。所得層によってばらつきが存在するものの、過剰貯蓄は 1.5 兆ドル程度にのぼると推計しています。欧州では、実質的な貯蓄残高はほぼ枯渇しています。

第 2 に、中国における経済活動の再開は、グローバルな製造業のサイクルよりも中国国内のサービス・セクターとアジアの一部の観光立国に対して、より大きなメリットがあるという見方を変えていません。この場合、個人消費よりも設備投資の方が重要であり、最近になって銀行貸出は上向きつつあるものの、全体のクレジットインパルスに反映される景気刺激策の規模や基盤は、従来のサイクルと比べて控え目に映ります。実際、土地の売買は依然として低迷しているため、不動産セクターは引き続き(設備投資の)成長の足かせになる見通しです。また、地方政府の資金調達スキームに内在する構造的な脆弱性も、明確なダウンサイド・リスクをはらんでいます。

第 3 に、ロベコが成長見通しについてコンセンサス予想よりも引き続き保守的である最大の理由は、金融引き締め政策の影響に関連します(ロベコは長いラグをもって引き締め効果が発現するとの見方)。今回、市場の警戒感が沸点に達する前の段階においても、全般に銀行貸出サーバイや信用フローの数字は、この 1 年間の政策金利の大幅な引き上げと金融環境の逼迫の影響を背景に、信用に対する需要が大幅に落ち込んでいることを、既に示唆するようになっていました。とりわけ中小規模の米銀からの信用供給の縮小に起因して、貸出基準はさら厳格化されると予想されます。留意が必要なのは、既に金利変動の影響を受けやすいセクターとなっている商業用不動産セクター向けの貸し出しにおいて、これらの銀行は比例的に高いシェアを占めていることです。

銀行貸出の供給が逼迫するリスクを念頭に、FRB とスイス国立銀行は個別行の問題に対処するため迅速に介入を行い、ECB は政策金利の方向性について慎重な姿勢に転じました。もっとも、現時点で中央銀行は、金融システムの安定性を維持する取り組みとインフレとの戦いを意識的に切り離して考えていると思われ、足元の環境において、大規模な利下げによって経済成長を後押しすることには積極的ではないと考えられます。しかしながら、例えば米国市場においては、来年中頃までに金融政策がより中立的なスタンスに転じるシナリオが織り込まれるようになり、逆イールド状態にある米国債の 2 年/10 年のイールドカーブが再び急激にスティーピングする要因と

記載されているすべての例は情報提供を目的としたものであり、何らかの形で投資アドバイスを目的としたものではありません。

なっています。そのような動きは、景気後退入りが近づくとつれて生じることが一般的です。

経済成長見通しの上振れリスクとしては、サービス・セクターと労働市場の底堅さに加えて、供給要因に基づくデysinフレの進展とロシア・ウクライナ間の緊張緩和が挙げられます。一方、下振れリスクとしては、FRBの急激な引き締めサイクル終了後に起こりやすい金融システムにおける新たなアクシデントの発生に加えて、ロシア・ウクライナ戦争の深刻化、米中関係の緊迫化、夏場の米国債務上限危機の本格化、EU向けのロシア産ガスの残存フローの少なさを背景とする、来冬にかけての欧州のエネルギー卸売価格の再上昇が挙げられます。

### インフレ動向: 総合インフレ率主導の動きとなるか

総合インフレ率は、米国では前年同月比+9%から同+6%へ、その他の地域では米国よりも緩やかなペースで低下しています。とは言え、中央銀行がインフレとの戦いに決定的な勝利を収めたとは、現時点では言い切れません。供給要因に基づく(財の)デysinフレとエネルギー価格の下落は確かに好材料であり、総合インフレ率はこの先6~9カ月の間にさらに(急速に)低下すると見られます。その一方で、コアインフレ率(食品とエネルギーを除く)の粘着性は、控え目に言っても強い状態が続いています。

**“総合インフレ率は低下しています。とは言え、中央銀行がインフレとの戦いに決定的な勝利を収めたとは、現時点では言い切れません”**

米国については、賃料価格の高止まりによるところが大きいと主張することも可能でしょう。一方で、新規の賃貸契約が判断材料になるのであれば、賃料は近い将来に下落する可能性が非常に高いようです。ロシア・ウクライナ戦争の影響によってさらに強いインフレ圧力にさらされた欧州においては、エネルギー価格の上昇がコアインフレ率に与える波及的影響は、ガスと電気の卸売価格の急速な下落を踏まえると、早晚弱まる可能性が高いと見られます。

しかしながら、特にサービス・セクターにおいて、コアインフレ率の上昇圧力が持続的に緩和されるためには、賃金上昇率の鈍化がおそらく必要になります。米国では賃金上昇率は低下傾向に転じたものの、インフレ目標を継続的に達成するために必要な水準を、依然として大幅に上回ります。インフレ目標を達成するためには、労働需

要の大幅な縮小と失業率の上昇が条件になると、引き続き考えています。

総合インフレ率の上昇に遅れて(同時にではなく)賃上げ圧力が発生している日本やユーロ圏などの市場においては、賃金上昇率の指標は総じて上昇傾向をたどっています。しかし、求人広告に掲載される賃金の伸び率の鈍化や、消費者の短期、長期的なインフレ期待が再燃するなど、ユーロ圏では景気減速の兆しが浮上しつつあります。

中国と一部のアジア諸国においては、サプライチェーンの混乱が物価に与える影響が比較的小さいこと、政府の介入が相対的に強力であること、循環的な要因が存在することなどから、インフレ圧力は抑制された状態を維持しています。しかしながら、中国においては、個人消費の回復に伴い、コアインフレ率は他国を大幅に下回る水準(2月は前年同月比+0.6%)から上昇する見通しです。

総じて言えば、今後数カ月間、多くの国ではコアインフレ率の粘着性が強い状態で推移し、多くの中央銀行は引き締めバイアスを維持する公算が大きいものに対して、総合インフレ率のさらなる低下と、経済の(場合によっては金融システムの)さらなる悪化が予想されるため、下期に入ってもコア消費者物価指数(CPI)は低下すると見られます。しかしながら、年明けまでに、インフレに関する長期的な議論が決着するほど、基調的なインフレのダイナミクスが変わる可能性は低いと思われます。

### 財政政策と金融政策: 銀行チャネルへの注目

#### 支援的な財政スタンスは後退

米国では、2023年は財政政策が経済成長の足かせになるものの、パンデミック危機対応の支援が撤回、終了された2022年ほど大きな足かせにはならないと予想しています。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ると考えられます。もっとも、エネルギー価格がさらに高騰する展開にならない限り、支援的な財政スタンスは段階的に後退する見通しです。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、今回の四半期アウトLOOKのセッションに参加された有識者の1人が指摘したように、地方債の発行とその他の予算外の措置を勘案した場合、2022年ほど拡張的にはならないと見られます。

いずれにしても、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ます。このため、新たに**量的緩和(QE)**政策に踏み切るハード

ルはかなり高いと考えられます。現時点では、米国とスイスを始めとする各国の財政当局は、銀行システムを取り巻く問題への対応に注力していると見られます。

### 金融政策当局は「金融システム・ドミナンス」に屈することを拒む

市場が織り込む金利見通しは、急速に変化しています。銀行セクターの問題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直ちに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。その結果、利上げサイクルの長期化が想定された2月から、市場の方向性は急速に反転することになりました。新興国市場では、中南米と中東欧の中央銀行は利上げサイクルを既に完了したか、休止を検討している段階です。

先進国市場では、FRBを含む大方の中央銀行(既に休止モードに入ったと見られるカナダ銀行を除く)は、「金融システム・ドミナンス(金融システム不安が金融政策の制約になる状況)」には屈しないという印象を与えるために、少なくとも1回は25bpの追加利上げを実施する方向に傾斜していると考えられます。3月初旬頃まで市場が想定していた通りに、FRBやECBを始めとする中央銀行がさらに引き締めを進めた場合、2024年には抑制的な金融政策が大幅に巻き戻されるという確信を、ロベコはさらに深めることになるでしょう(追加的な引き締めによって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)。日本でも中国と同じように、利上げは視野に入っていない模様ですが、日銀はこの先数カ月間に「イールドカーブ・コントロール(YCC)」をさらに修正する可能性があります。

ロベコは基本シナリオとして、少なくとも第3四半期末までは、先進国市場においてQTが継続されると予想しています。もっとも、少なくとも足元の市場環境においては、FRBもECBも、英国、スウェーデン、ニュージーランドで見られるような能動的なQTに踏み切ることはないと考えています。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、ユーロ圏国債のスプレッドを下支えする柔軟性を取り入れつつ、年内は引き続き全額再投資する見通しです。

記載されているすべての例は情報提供を目的としたものであり、何らかの形で投資アドバイスを目的としたものではありません。

## 金利戦略

- ・ 最近の市場の混乱によって金利のピークに関する議論の行方が明確に
- ・ デュレーションの短期見通しについて前向きに転じる条件が揃いつつある
- ・ イールドカーブの大幅なスティーピングを見込む投資機会が浮上

### 中期的な見通しはさらに前向きに

足元の政策金利の水準が信用の状況を逼迫させていることは、もはや誰の目にも明らかです。これは、金利市場が直近の銀行セクター危機から導き出した重要な結論になります。この点が重要なのは、今次サイクルにおける到達金利(ターミナル・レート)の見通しが、より明確になるからです。また、今回の市場の混乱によって、初回の利下げのタイミングに関する議論が再燃することになりました。金利は3月初旬から大幅に低下したため、上昇方向への再調整が一時的に生じるに可能性が浮上しています。

ただし、仮に上昇した場合でも、わずかに数週間前とは異なる捉え方がなされるでしょう。2022年を支配した上昇トレンドの再開ではなく、テクニカルな調整であると、市場では判断されるはず。このため、利回りの上昇余地は限定的であり、一方で中長期的に利回りが低下する余地は広がっていると考えられます。

到達金利の見通しがより明確になったことは、イールドカーブにも影響を与えます。先進国市場では、短期金利がイールドカーブの形状を決定する主な要因となっています。インフレの抑制に必要な到達金利の水準に関する不確実性を背景に、イールドカーブは大幅に逆イールド化しました。例えば米国市場では、ここ最近、2年/10年のカーブ(利回り格差)が終値ベースで-107bpとなるなど、1981年以降で最も逆イールド化が進んでいます。引き締めサイクルの終点がより明確になったため、短期金利の変動はおそらく落ち着くようになり、中期的な上振れリスクへの傾斜は解消されたと考えられます。このため、大方の通貨のイールドカーブにおいて、逆イールド化の流れは峠を越した可能性が強まったと見られます。

昨年公表した四半期アウトルックの中で、デュレーションに対して前向きになるタイミング(債券をロングすべきタイミング)を示す3つのシグナルについて議論しました。ここでは、それぞれの状況を確認しましょう。

1つ目のシグナルは、2年/10年の国債利回りの逆イールド化です。米国10年国債利回りのピークは、2年/10年が逆イールド化してから7カ月以内のタイミングで到来す

る傾向が、過去データから確認されています。昨年は、先進国、新興国の両市場において、時間の経過とともに同年限の逆イールド化を経験する国が増加し、ドイツ国債市場でも11月初旬に逆イールド化が確認されています。これに対して、メキシコにおいてこのシグナルが確認されたのは、昨年3月のことでした。もっとも、例外は存在し、オーストラリアと日本では2年/10年のカーブは順イールド状態を保っています。

2つ目のシグナルは、2年国債利回りが政策金利を下回ることです。前回の四半期アウトルックを公表した昨年12月の時点では、大方の市場において、同年限の逆イールド化には至っていませんでしたが、その後、状況は進展しています。今年3月には、ドイツ2年国債利回りが中銀預金金利を下回りました。一方、米国債市場、カナダ国債市場、英国債市場においてこのシグナルが初めて確認されたのは昨年12月であり、その後、今年3月には逆イールド化がさらに進行しています。メキシコ国債市場においても同様の傾向が確認され、いまやオーストラリア国債市場においても、このシグナルは確認されています。

3つ目のシグナルは、最後から2番目の利上げのタイミングであり、ロベコのチームにおける議論ではかなり重要視されています。足元で、銀行セクターにストレスが生じたことを受けて、FRBとECBが今後3カ月以内に最後の利上げを行う可能性が高まっています。カナダ銀行など一部の中央銀行は、利上げサイクルを既に完了した可能性があります。このことから、先進国市場の多くの中央銀行は、最後から2番目の利上げを非常に近い将来に決定する、あるいは既に決定している可能性があると考えられます。

このシグナルが、イールドカーブのトレンドの変化とも関連しているかどうかを検証したところ、過去データによる裏付けはそれほど強くありませんでした。1970年以降の米国債市場のデータに基づくと、2年/10年のスティーピングのシグナルとしては、最後から2番目よりも最後の利上げの方が関連性は強いと考えられます。一方、10年/30年の方が、再びスティーピングに転じ始めるタイミングが早いことも確認されています。

記載されているすべての例は情報提供を目的としたものであり、何らかの形で投資アドバイスを目的としたものではありません。

上記の3つのシグナルを総合的に評価し、デュレーションの中期的な見通しがさらに前向きになったと、結論付けることが可能です。愛読者の皆さまにとっては、これは意外な結論ではないはずです。昨年秋以降、ロベコはポートフォリオのデュレーションをわずかながらオーバーウェイトとしています。中央銀行のインフレとの戦いは終わったわけではなく、ここ数日は質への逃避(FTQ)の動きを背景に、利回りは大幅に低下していますが、一時的な調整として上昇する展開も予想されます。とは言え、これは利回りのトレンド転換という文脈で捉えるべきであり、アウトライト(買い戻しや売り戻しの条件を付けない状態)で、あるいはクロス・マーケット・ベース(対日本国債や韓国国債など)で債券のオーバーウェイトを積み増す機会が生じる見通しです。

ここ数日間は、カナダ国債およびスウェーデン国債のステープナーを積み増す、あるいはオーストラリア国債のフラットナーを手仕舞うなどして、積極的にイールドカーブ取引を行いました。もっとも、第1四半期におけるポートフォリオ全体としての主要なテーマは、逆イールド化が進行する過程でステープナーを積み増すことでした。債券市場のダイナミクスがさらに前向きになったことは、ほとんどの市場において逆イールド化の流れが止まった可能性が高いことを示唆しています。このため、新たに大きく逆イールド化する動きがあれば、ステープナーを積み増す好機として捉える方針です。珍しいことではありませんが、日本は例外であり、日本国債のフラットナー・ポジションを維持する方針です。



## 債券のアセットアロケーション

- ・ 貸出条件の厳格化は中期的なトレンドを示唆
- ・ 弱気相場が続く中でクレジット・スプレッドは乱高下する見通し
- ・ 景気後退シナリオを織り込む水準でスプレッド商品に投資する方針

### クレジット市場 – 景気後退シナリオを織り込む水準に近づく

2021年以降、世界経済の減速、金融環境の逼迫、割高なバリュエーションといった要因を背景にスプレッドが拡大する中で、ロベコはクレジット市場に対して総じて慎重な姿勢を維持してきました。2021年10月以降、米ドルの投資適格債のオプション調整後スプレッド(OAS)は87bpから162bpへと2倍近い水準まで拡大し、同ハイイールド債のOASも312bpから500bpを大幅に上回る水準へと200bp以上も拡大しています。もっとも、一方にワイドニングしているわけではありません。

**“2021年以降、世界経済の減速、金融環境の逼迫、割高なバリュエーションといった要因を背景にスプレッドが拡大する中で、ロベコはクレジット市場に対して総じて慎重な姿勢を維持しました”**

OASは2022年の3月、7月、9月に一時的にピークに達した後、大幅に反発しました。いずれのケースでも、市場のラリーは数週間から数カ月間続いた後、新たな悪材料によって中断される結果となりました。2022年に関しては、金融政策やインフレに関する悪材料が中心でした(ジャクソンホール会議におけるパウエルFRB議長のタカ派的な講演など)。

今年に入ると、新たな展開として、欧米における銀行の経営難を背景に、直近のベアマーケット・ラリーは終止符を打ちました。その結果、クレジット市場では、悪材料の性質が極めて大きく変わっています(2022年12月に公表したクレジット四半期アウトlook「[金利上昇懸念から格下げ懸念へ](#)」を参照)。

足元で、米国とスイスの銀行セクターの問題が注目を集めていますが、その先を展望すると、金融政策やインフレよりも、クレジットや経済成長に関連する動向が重要になると予想しています。実際のところ、クレジット市場にとって最も望ましいのは、インフレが低下することによって家計の実質所得が回復し、利回りが低下する中でモメ

ンタムを重視するトータルリターン型投資家の資金が投資適格クレジットに流入する、といったシナリオでしょう。残念ながら、先ほども簡単に触れたように、米国経済の景気後退入りというロベコの基本シナリオと比較した場合、ソフトランディングの可能性は低いと考えられます。

このため、クレジット市場に対しては総じて慎重な姿勢を維持しています。一方で、市場の振れ幅の大きさやボラティリティの高さを踏まえると、ポートフォリオのクレジット・エクスポージャーを戦術的に変更する余地は存在します。一例を挙げると、3月初旬から中旬にかけて、CDSインデックス(iTraxx Main)が40%ワイドニングした結果、プロテクションの買いポジションにおいて利益を確定する機会が到来しました。事態は急速に展開しているため、短期的にはバリュエーション重視の方針を据え置きます。

もっとも、戦術的(タクティカル)な方針と戦略的(ストラテジック)な方針を区別することが重要になります。弱気相場においては、下落が進む中で、市場が戦略的なボトムに達するタイミングを見極めようと試みるのが一般的です。2021年末頃から、いくつかの節目において、そのような動きが生じたように思われます。2020年はクレジットの弱気相場と景気後退の期間が短かったため(いずれもわずか8週間)、心理面で最新性バイアスが加わっているのかもしれませんが。

昨年10月のイングランド銀行による政策対応が、世界の信用サイクルにおける循環的なターニングポイントではなかったとしたら、今回の弱気相場は2020年よりも長いものとなり、2000~2002年の事例に近いと考えられます。もっとも、英国の政策に世界のクレジット・スプレッドを牽引するほどの影響力があるとは思えません(1916年に影響力は消滅した模様です)。いずれにしても、ロベコでは中期的な展望として、OASの最終的なピークはこれから到来する公算が大きいという分析と、米国経済の景気後退入りという基本シナリオに基づき、戦略的に慎重な姿勢で臨むことを推奨します。

記載されているすべての例は情報提供を目的としたものであり、何らかの形で投資アドバイスを目的としたものではありません。

## ファンダメンタルズ - 弱気相場のプロセスの始まりに過ぎない

クレジット・スプレッドの方向性をファンダメンタルズの観点から示唆する最良の指標として、FRB と ECB が四半期ごとに公表する銀行貸出サーベイが挙げられます。(今次サイクルにおいて既に3回のベアマーケット・ラリーが生じたように)相場は乱高下するものであり、イベントに対して相反する反応が見られることもありますが、過去のサイクルにおいては、貸出サーベイのトレンドは循環的により安定的であり、信頼性の高さが証明されています。

ようやく上向き始めたデフォルト率は、今次サイクルのボトムである 0.8%から 2%への上昇が見られました<sup>2</sup>。とは言え、プロセスは始まったばかりです。前回の四半期アウトルック「リセッション・トレード」において指摘したように、ロベコの分析によると、デフォルト率にはクレジット・スプレッドがピークアウトした後にピークに達する傾向が見られます。一方、ロング・ポジションを構築して収益を上げようとするには、デフォルト率が 4~5%の水準に上昇するのを確認する必要があります。さらに、景気後退の影響によって企業収益が総じて減少する展開が、この先待ち受けているように思われます。

トップダウンの視点に着目すると、現時点で失業率の上昇は道半ばですが、景気後退期においては 2ppt 程度上昇するケースが多いことが、ロベコの分析において示されています。また、失業率がピークに達するかなり前に、スプレッドがピークを迎える傾向が見受けられますが、労働市場の調整プロセスは始まったばかりであるか、あるいは始まってすらいないと考えられます。

今回は、NBER(全米経済研究所)が景気後退入りを認定した後の、クレジット・スプレッドのパフォーマンスについても分析しました。NBER の景気循環日付認定委員会 は、景気後退入りしてから数カ月経ってようやく見解を表明するケースが多く、また、クレジット市場の回復が実際に始まるタイミングについても、異なる見方が存在します。とは言え、クレジットの強気相場の起点を見極めるのに悪くない指標であると、ロベコは考えています。この指標においても、強気転換のタイミングが数四半期先になる可能性が示されています。

### 市場要因

クレジット戦略においては、多くの市場要因を分析することによって、クレジット市場の環境や短期的な先行きについて理解が可能になると考えています。もっとも、直近のパフォーマンス(資金フローや超過リターンなど)が将来のリターンを決定付ける程度については、理念的に疑

問を感じ続けています。2023 年に入っても、この疑問は払拭されません。年初から明るいムードでスタートしたクレジット市場は、2 月に入ると足踏み状態に陥り、3 月初旬には急激に反転するようになりました。また、表面的な分析も完全ではなく、年初の高揚感の中でも、昨年来、新規の社債発行が困難であった CCC 格のハイイールド企業は、市場アクセスを取り戻すのに苦戦を強いられました。このため、この先デフォルト率の上昇が予想されています。

今回は、クレジット市場の季節性と、年内に超過リターンが反転する可能性について、分析を行いました。1997 年から 2015 年にかけて、年初は好調な滑り出しを見せたものの(1 月または第 1 四半期のクレジット市場が堅調だったケース)、年間の超過リターンが一様でないか、マイナスになった年が、14 年もありました。その傾向が劇的な形で観察されたのが 2007 年と 2011 年であり、一方、2014 年や 2015 年のように、それほど劇的ではないものの、その年を特徴付けるような動きに発展するケースもありました。

このような季節性は 10~25 年前には目立った役割を果たしたものの、近年ではそれほど顕著ではありません。ピアグループの実績を分析したところ、ファンドの資金フローやパフォーマンスといった(短期的な)戦略ファクターが過大評価される結果として、コンセンサスがクレジット・ロングのポジションにさや寄せされる様子がうかがえました。この傾向は、ソフトランディングや持続的なデフインフレといったシナリオにおいては、問題にならないでしょう。しかしながら、より深刻なシナリオにおいては、これらの初期条件は、いずれかの段階で決壊する可能性を示唆しています。

次に、より信頼性の高い循環的な市場要因の指標である、マネーサプライに注目しました。米国においては、M1(狭義のマネー)は前年比 4%、実質マネーサプライは同 10%、それぞれ減少しました。これは、過去 60 年間で最大の減少率になります。2020 年にパンデミックへの政策対応の結果、マネーで溢れかえったことが、遠い昔の出来事のように思われます。

金利のボラティリティ上昇は、過去 6 四半期にわたるクレジットの弱気相場において、決定的な特徴となりました。2023 年 3 月には、数字の上では既に限界に近づいていたものの、新たな高水準に達しました。クレジット戦略においては、金利の上昇は 3 つの影響を与えられられます。1 つ目の影響として、1963 年に米経済学者のミルトン・フリードマンとアンナ・シュワルツがノーベル賞を受賞した影響力の大きい論文において強調した、景気後退と

2 直近 1 年間、発行体加重、米ドルのハイイールド債。

の因果関係が挙げられます。この論文は時の試練に耐えて、60年経過した今でも変わらず関連性を失っていません。

第2に、金利のボラティリティが市場に与える影響が挙げられます。これまでも四半期アウトルックの中で、金利のボラティリティと投資適格債のクレジット・スプレッドの間に密接な関係があると指摘してきました。第3に、金利がアセットアロケーションに与える影響が挙げられます。例えば米国の国内投資家にとっては、3カ月物のTビル（米財務省短期証券）の利回りは5%近くあり、利回りが5.3%に過ぎない米ドルの投資適格債インデックスの代替として、魅力的な選択肢になります。利回りを30bp上乗せするためだけに、7年の信用リスクとデレション・リスクをとる理由はあるのでしょうか、実際、社債の利回りとキャッシュの利回りの格差は、先行きにとって不吉なシグナルと言えます。過去40年間を振り返ると、現在よりも格差が小さかったのは2008年と1990年のイベントの直前に限定され、2000年のドットコム・バブル崩壊直前にも同じような水準に達しました。社債とTビルの利回り格差は、バブル崩壊や危機の領域に突入しています。

国際的な投資家にとっては、この格差は実際の為替ヘッジコストに相当します。例えば日本の投資家にとっては、米ドルの投資適格社債の為替ヘッジ後の利回り（円ベース）は、2007～08年のイベントの直前の水準をさらに下回ります。社債の利回りは上昇しているものの、短期ゾーンの利回りはそれ以上に上昇しています。2019年末にも同様の水準に達し、新発の米ドル債に対する重要な需要の柱が剥落することになりました（日本の投資家にとっての好材料は、ユーロの投資適格債の利回りが円ベースでも比較的高いことですが、米ドル債が全体の地合いを決定する傾向があり、グローバル戦略においては弱気な評価となります）。総じて言えば、キャッシュの利回りが5%に近いということは、「TINA（他に選択肢はない：There is No Alternative）」の環境は終了して、価格競争力のあるリスクフリーの選択肢が登場したことを意味します（この夏に債務上限問題が再燃する可能性を踏まえると、Tビルをリスクフリーと表現する際に苦笑いが隠しきれないかもしれませんが、ポイントは理解して頂けると願っています）。

金利に関する最後のポイントとして、ここ数週間に、（短期借り入れ、長期貸し出しという）銀行のビジネスモデルが逆イールドに対して脆弱であることが、痛感されました。第1に、デレション・リスクのヘッジが不完全な場合（米国の地銀などが該当）、潜在的なデレションのミスマッチと時価評価の問題が生じます。第2に、5%で借りて4%で貸しても、ましてレバレッジをかけて金額を増やしたところで、利益は生まれません。結果的に、イールドカーブが再びスティーピングすることになるか（金利

のセクション参照）、あるいは、金融システムに残存する最も脆弱な銀行は空売りのターゲットとなったり、大きく報道されることになるでしょう。シリコンバレーバンク、シグネチャーバンク、クレディスイスを巡る動きを踏まえると、1つの金融機関、1つの地域に限定される問題ではありません。

株式市場に目を移すと、ロベコの分析では、米国の株式は景気後退入りの5～8カ月前にピークを迎え、3カ月ほど前から急激に下落し始める傾向が見受けられます。S&P500株価指数は、6四半期前のピークから既に18%以上下落しています。2023年下期に景気後退入りする可能性を踏まえると、投資家は株式市場がこれを織り込み始めるタイミングについて、考慮するべきでしょう。直近の強気相場における、景気循環調整後の株価収益率の異常なほどの上昇は、1990年代後半と同様のパターンを示していることから、今回の下落の程度が2000～02年に匹敵し、調整期間がより長く、大規模になる可能性がうかがえます。

確かに、クレジット・スプレッドが乱高下する展開は、わかりやすい投資環境とは言えません。2000～02年のクレジットの弱気相場においては、6回のリバウンドが観測されました。過去データは将来の結果をパラメータ化するものではありませんが、足元の弱気相場が終了するまでに、ベアマーケット・ラリーが少なくともあと3回到来しても、前代未聞のこととは言えません。

議論を少し整理すると、1つのポジティブなシグナルが浮上しています。金利のボラティリティが高値を更新して上昇し、クレジットと株式のボラティリティも足並みを揃えて上昇したことを受けて、ロベコ独自のグローバル・リスク回避パラメータは、リスク回避のゾーンに突入しました。歴史的に見ると、このゾーンにしばらくとどまる可能性はありますが、これを（一時的であるにせよ）逆張り指標と捉え、スプレッド商品へのアロケーションを検討する際の（多くの）材料の1つとしています。

## バリュエーション

上記でファンダメンタルズや市場要因に関する分析を行いました。足元の環境においてスプレッド商品に資金配分する際に最も重要なポイントは、どの市場において景気後退シナリオが織り込まれているのかになります。昨年10月には、OASが+250bpに達した段階で、英ポンドの投資適格債へのアロケーションを積み増すことに成功しました。分析に基づき、この水準では景気後退シナリオは織り込み済みであると判断しました。その直後にスプレッドはピークに達し、2023年第1四半期にかけて少なくとも100bpは縮小しました。

このポジションについて、今年の1月と2月に利益を確定しましたが、景気後退シナリオを織り込む水準であれば見返りとして十分であるというのが、重要なポイントになります。同じように、昨年秋に金融市場のボラティリティが上昇した際に、ユーロのスワップ・スプレッドは+100~110bpに達しました。実際にはピークに達する前に取引を実行したものの、ここでも、平均回帰性を有する資産クラスに関しては、景気後退シナリオを織り込む水準が投資の好機であることが証明されました。

ロベコの投資ユニバースの中で、現時点で景気後退シナリオを織り込む水準に近いのは、(やはり)ユーロのスワップ・スプレッドに限られます。5年のスワップ・スプレッドは、3月初旬の落ち着いた市場環境において、タイトな水準(60bp近辺)に達しました。その後、クレジットスイスに対する懸念を背景に、UBSによる強制的な買収が市場において完全に評価される前の段階で、50%以上拡大して90~95bpの水準に達し、ポジションを再び積み増す好機となりました(市場環境が比較的落ち着いた2023年の早い時期に、ロベコはスワップ・スプレッドのエクスポージャーを縮小しました)。

それ以外では、米ドルの投資適格債のOASについては+200bp程度、ハイイールド債インデックスのスプレッドについては+650bp程度を、景気後退シナリオを織り込み始める水準として意識していますが、まだその水準には達していません。しかしながら、(第1四半期の早い時期には+120bpに過ぎなかった)米ドルの投資適格債のOASが160bp台で、ユーロの投資適格債のOASが(+140から上昇して)190bp台で、それぞれ取引されるようになるなど、目標に近づきつつあります。特に後者の水準は魅力的ですが、(2022年の大半と同じように)クレジット・スプレッドよりもスワップ・スプレッドの方が相対価値は高いと考えられます。

OASの予想されるピーク水準について最後に付言しておく、クレジットの弱気相場にはさまざまな種類が存在します。2023年については、基本シナリオとして、一般的な景気後退局面においてOASはレンジの下限に近い水準でピークに達すると予想しています。もっとも、この予想に反して、金融機関に対する懸念の広がりが金融危機に発展する可能性も存在します。突拍子もない話に聞こえるかもしれませんが、リーマン・ブラザーズとそれほど変わらない規模の金融機関の強制的な買収と、ノーザンロックの名目バランスシートの2倍近くの規模を有する米銀の破綻を、私たちは既に目撃しているのです。さらに、国際決済銀行によると、金融サイクルは15~20年ごとに発生するという考え方には、前例とフレームワークが

存在します<sup>3</sup>。リスクとしては小さいと考えますが、可能性を否定するのは賢明ではないでしょう。「我々は実際に何を学習したのか」と、国際決済銀行のクローディオ・ポリオ氏は問いかけています。

### 欧州周縁国債券: 現時点では持ちこたえている

ここ最近、市場が混乱に陥る中でも、欧州周縁国の国債は比較的よく持ちこたえています。周縁国のスプレッドは引き続き脆弱であると見ています。欧州では、国と銀行の金融面における結び付きが依然として強く、なかでも、国内の銀行システムが相対的に脆弱で債務残高比率が高い国は、銀行を取り巻く市場のストレスが過熱した場合に、波及リスクに直面する可能性があります。市場が不安定な状況においても、ECBは3月に中銀預金金利を50bp引き上げて、3%としました。これまでに行った利上げの影響が経済ににじみ出る中で、経済成長は引き続き低迷する公算が大きく、財政赤字を縮小する余力について懸念が生じることも考えられます。

加えて、ECBのQEに基づく政策支援も縮小されつつあります。ECBはこの3月、「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、毎月の償還資金の再投資額を減額しました。その結果、供給の圧力が依然として強い状況において、国債の買い入れが減少することになりました。ECBは予防的措置(PEPPの再投資および「伝達保護措置(TPI)」)の提供にコミットしているものの、これらの措置は遡及的(すなわち、スプレッドが大幅に拡大した後)にしか発動されません。このため、イタリア、ポルトガル、スペインの債券については、引き続き慎重な姿勢で臨んでいます。これらの債券のバリュエーションは、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)対比で割高感が強く意識されます。

### 新興国債券: 大規模な価格調整が完了

先進国市場と同じように、世界的に利上げの傾向が鮮明になったことから、グローバルな金融システムに揺らぎが生じる兆しがより頻繁に確認されるようになりました。金融環境が世界的に逼迫する中で、新興国の外貨建て国債のデフォルトが増加するのは、当然のことと言えるでしょう。この傾向は継続する見通しですが、「未知の不確定要素(unknown unknown)」ではありません。昨年、かなりの期間を通じて、市場では新興国政府のデフォルト確率を上方修正、回収率を大幅に下方修正する作業が進められ、多くのディストレスト債のスプレッドは1,500bpほど拡大する結果となりました。

<sup>3</sup> <https://www.bis.org/publ/work395.pdf> 国際決済銀行ワーキングペーパー  
No 395「金融サイクルとマクロ経済学: 我々は何を学習したのか(The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?)」

## “世界的に利上げの傾向が鮮明になったことから、グローバルな金融システムに揺らぎが生じる兆しがより頻繁に確認されるようになりました”

金融環境のさらなる悪化を背景に、追加的なデフォルトの発生やIMFによる救済の必要性に関する懸念が強まり、リスク回避の動きや外貨建て債券のさらなるスプレッド拡大につながる可能性が高いものの、価格調整のプロセスは概ね完了したと、ロベコでは考えています。また、新興国市場には既に大きな注目が集まっているため、新たにサプライズが発生する可能性は比較的低いと見られます。実際のところ、IMF支援プログラムの発表数の増加によっても裏付けられるように、ディストレスト状態にある国の多くは既に支援を申請しています。これらの要因を踏まえると、スプレッドの拡大余地は限定されると見られますが、だからといって、新興国市場がグローバルな市場環境の変化の影響を避けられるというわけではありません。

比較規模の大きい国の中では、高水準のインフレ率、国際収支の回復力の弱さ、過度に緩和的な金融政策といった問題を抱えるハンガリーが、引き続き脆弱性をはらんでいます。

新興国の現地通貨建て市場に関連して、経済成長の低迷とインフレのリスクに対して、各国の中央銀行は為替レートを主要な調整チャネルと位置付けることによって、対応すると予想しています。このため、低金利通貨が最大の圧力にさらされています。中央銀行が積極的に行動したブラジルやメキシコなどの市場では、実質利回りは魅力的であり、通貨はアウトパフォームすると見られます。

### 為替: 円相場に強気な見方

この2週間の目まぐるしい展開を経て、米ドルの水準は実質的に横ばいとなっています。最近のニュースフローが米ドル高を誘発すると見る向きにとっては、意外に感じられるかもしれませんが、足元の動きはいくつかの理由によって正当化されると考えられます。現在の環境において、為替レートの水準に影響を与える最大の要因は、通貨スワップ市場を中心とする米ドルの資金調達に対するストレスかもしれません。足元で、クロス・カレンシー・ベースの米ドルの調達環境は逼迫していますが、特に超短期ゾーンにおいては、歴史的にストレスのかかった水準からはかけ離れています。この先数週間は、この動きに注目することが重要になりそうです。次のポイントとして、これまでのところ、ハイベータの新興国通貨は極めて堅調に推移していますが、通貨によって状況は大きく異なります。

実際、中南米通貨については、実質金利の水準が高く、ショート・ポジションを作るのが割高なため、アウトパフォームする有力候補と見られます。今回のサイクルでは例年とダイナミクスが異なり、ショート・ポジションから収益を上げるためのハードルは、極めて高いと考えられます。新興国の多くの中央銀行は、FRBの引き締めサイクルに先駆けるようにして、2000年代以降見られなかったような水準まで利上げを行っています。新興国市場では、インフレが沈静化するペースが米国などよりも急速であり、実質金利のダイナミクスは有利に作用しています。だからといって、ハイベータの新興国通貨がこれからラリーするというわけではなく、大幅に売り込まれる可能性が低いという点を指摘しておきたいと思います。

ここで重要なポイントは、新興国市場は均質な資産クラスではなく、大きな違いが存在することです。金利水準が比較的高い中南米と東欧の一部の通貨が、追い風を受けているのに対して、金融引き締めのペースが遅いアジアとアフリカの通貨には、脆弱性が残存しています。

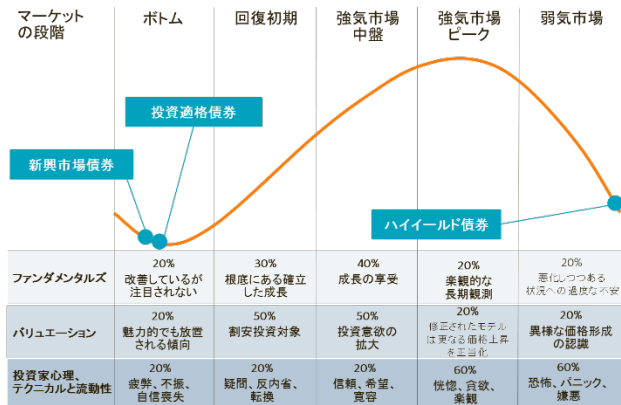
日本では、インフレ圧力と賃上げ圧力が高まる中で、日本銀行が厳格なイールドカーブ・コントロール(YCC)から、市場金利の緩やかな上昇を許容する政策に転換するとの見方に基づき、日本円に対して強気になる根拠は引き続き強いと考えています。最速の場合、日銀は4月にも、政策の枠組みの修正に着手すると予想しています。10年国債利回りの0.9%程度までの上昇を許容する形で、YCCが修正されると予想しています。また、米国経済の景気後退入りを控えて、FRBの引き締めサイクルは終了間近であり、利回りは低下に向かうという見通しも、円相場にとって追い風になると想定しています。

最後のポイントとして、米ドルが弱含み短期ゾーンの米国債利回りがラリーする質への逃避相場において、日本円は安全資産の役割を果たします。全般に、日本円をオーバーウェイトとしつつ、韓国ウォン、オーストラリア・ドル、台湾ドル、シンガポール・ドルなどのシクリカル通貨をアンダーウェイトとしています。

記載されているすべての例は情報提供を目的としたものであり、何らかの形で投資アドバイスを目的としたものではありません。

資産クラスのポジショニング

図1 | 市場サイクル



出所: ロベコ、2023年3月現在

生産的で洞察に満ちた四半期アウトルックのセッションに貢献していただいた Daniel Schwartz 氏および Michael Redmond 氏 (Medley Advisors)、Hui Shan 氏 (Goldman Sachs)、Arnaud Marès 氏 (Citi) に対して感謝いたします。

記載されているすべての例は情報提供を目的としたものであり、何らかの形で投資アドバイスを目的としたものではありません。

## 重要事項

当資料は情報提供を目的として、Robeco Institutional Asset Management B.V. (“RIAM”)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 RIAM 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。当資料及び記載されている情報、商品に関する権利は弊社または RIAM に帰属します。したがって、弊社または RIAM 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
---