



グローバル債券マクロ・アウトルック 米国で実現するもの

- 「エネルギーギッシュな新政権」と「大規模な財政緩和政策」がすでに実現
- 第2四半期以降は「雇用拡大」、「経済成長」、「FRBによるテーパリングへの言及」が実現する見通し
- 債券市場では上期に景気循環的なベア取引が広がった後、テーパリングへの言及を受けてバリュウが創出される見通し

概要

今年は動きの激しい幕開けとなりました。いくつかのイベントが米国で実現されつつあります。「ロケットスタートの意欲に満ちた民主党新政権」、「大規模な財政緩和政策」、「ブレイクイーブン・インフレ率の上昇(すでにコロナ前の水準を大幅に上回る)」は実現済みです。今後は、新型コロナウイルスの変異株の問題が経済活動の再開計画に支障をきたさない限

り、「大規模な雇用拡大」、「インフレのベース効果の顕在化」、「個人消費の増加」、「経済成長」が続くこと

Outlook
機関投資家向け
2021年3月

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、Regina Borromeo、Stephan van IJendoorn

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。投資対象の価値が変動する可能性があります。過去に得られた結果は、将来にわたって保証するものではありません。

になるでしょう。その後は、雇用拡大の実現を条件として、おそらく5月に、FRBが初めてテーパリング(量的緩和の縮小)に言及する見通しです。米国債市場にはバリュースが蓄積されつつあり、5年先5年のフォワードレートはFRBの長期見通しの中央値をすでに上回っていますが、テーパリングの可能性が完全に織り込まれるまでは、特に実質利回りについては不透明な状況が続くかもしれません。66兆ドル規模のグローバル総合債券市場の中で、13兆ドル規模の米国債市場の上位集合に相当する34兆ドル規模のグローバル国債市場には、アクティブに差別化を図るアルファの取引機会が(ロング、ショートの両サイドにおいて)引き続き存在しています。相関の変動もこれまで以上に大きく、年初来、ドイツ国債と日本国債のボラティリティはそれぞれ米国債の3分の1、8分の1より低い水準にとどまっています。また、イタリア国債、中国国債、あるいは米国の2年国債についても、長期にわたってリターンがプラスで推移しているため、相対的な安心感が存在しています。利回りが急上昇した2021年第1四半期でさえも、ショートの対象を地域、年限の観点から注意深く選択する必要がありました。

第2四半期のポートフォリオ戦略として、EUにおいてワクチン接種プログラムが軌道に乗る一方で、ECBは「-0.25%」というドイツ国債利回りの頑強な壁に対する現在の執着心を払拭するとの見方から、タイミングを見ながらショートの対象を米国債からドイツ国債にシフトする方針です。一方、英国債市場では、財政見通しに内在する制約の大きさを踏まえると米国債ほど顕著ではないにしても、ベア・スティーピング傾向が継続するとみられます。また、日本国債の長期ゾーンもスティーピングの見通しです。西側諸国よりも早期に経済的な打撃を受けた中国では、2020年以降の景気刺激策を、他国に先んじて(緊縮方向に)転換するとみられるため、中国国債がオーバーウエイトの対象として浮上すると予想しています。市場では経済成長とインフレのベース効果が注目されていますが、政策と信用創出のベース効果についても忘れるべきではありません。

デュレーションのアンダーウエイトは景気循環要因によるものですが、ロベコでは一時的な理由でクレジットをアンダーウエイトとしています

クレジット市場では、投資適格債のスプレッドにバリュースはほとんど残されていないとみています。年初来に実現したリターンについては、デュレーション要因がOAS(オプション調整後スプレッド)要因を凌駕しています。クレジット投資を選択する理由は、国債よりもキャリーが若干大きいことに尽きますが、同時に、潜在的な流動性リスクにさらされることとなります。デュレーションのアンダーウエイトは景気循環要因によるものですが、ロベコでは一時的な理由でクレジットをアンダーウエイトとしています。投資適格債のスプレッドは、劇的に変動した昨年よりもはるかに狭いレンジで推移すると予想しています(直近の債券アウトルック「レンジ相場の再来([こちら](#))」を参照)。

ハイイールド債市場では、第2四半期に投資機会が浮上する可能性はありますが、前年同期のように大規模な収益を獲得することは、数字の上では不可能です。一方、新興国市場では、2013年に類するボラティリティの上昇は想定していませんが、慎重な姿勢が肝要です。年初来、利回りの上昇、ブレイクイブン・インフレ率の上昇、イールドカーブのスティープニングという点で、セルサイドのコンセンサス予想は意外なほどの中していますが、米ドル安予想には不確実性が伴います。今夏にテーパリング政策のつまずきを背景に米ドル安予想が裏目に出た場合、最大の打撃を受けるのは新興国市場になるでしょう。したがって、「弱小通貨のバスケット(basket case basket)」のショートが注目されるかもしれません。

今年の夏は、デュレーション・リスクとクレジット・リスクの両方を、注意深くアクティブに管理する必要があります。第2四半期の市場環境はPG指定の映画(保護者のガイダンスを要する映画)のようになるとは限りません。FRBが数年先までの政策方針のコミュニケーション・プロセスを開始した上で、金融緩

和を縮小する際には、実質利回りは低下しない傾向があります。また、市場は見通しに基づいて行動するため、ボラティリティは早い段階から上昇するとみられます。同時に、金融政策からリフレ色が後退すれば、ブレイクイーブン・インフレ率が大幅に低下して、実質利回りが力強く押し上げられる展開も想定されます。このように、いずれの要因によっても、量的緩和(QE)の「アナウンスメント効果」に伴う標準的なパターンが巻き戻される可能性があります(こちらを参照)。実質利回りの上昇に合わせて想定外の米ドル高となれば、割高感のある資産クラス(特に債券市場外部の値動きの激しい資産クラス)が打撃を受けることになるでしょう。テーパリング関連の懸念以外にも、的外れで過剰な財政政策(「大規模」な政策支援が「過大」であるか否かに関するラリー・サマーズ氏の議論(こちらを参照)と柔軟な平均インフレ目標(FAIT, Flexible Average Inflation Targeting)という試験的な金融政策の失敗が顕在化することも十分考えられます。

とはいえ、2013年夏に市場が激変した際の教訓が残るため、経済のファンダメンタルズに揺るぎは生じないとみています。いずれにしても、今年度は、米国の経済成長率は36年以上ぶりの水準に達し、中国の鉱工業生産は過去最高の伸び(前年比ポリューム・ベース)を示す方向で進んでいます。反グローバリゼーションの動きは後退する見通しです。昨年とは対照的に、ボラティリティの上昇は経済要因よりも市場要因(場合によっては社会要因や政治要因)に端を発する可能性が高いでしょう。また、5年先5年のフォワードレートには景気後退の翌暦年にピークに達する傾向がみられるように、経済見通しが市場に織り込まれた後には、ショートではなくロング・サイドからの債券のアクティブ運用が可能になるでしょう。米国では、「民主党新政権」「財政緩和」に続いて、「雇用拡大」「経済活動再開」「景気回復」「テーパリング」、そして最終的には「債券市場におけるバリュエーション」が実現するでしょう。

マクロ経済および政策の見通し

経済成長見通し: 経済活動の不均衡な再開

第2四半期を控えて、経済活動の全面的な再開とそれに伴うサービス業の回復は、新型コロナウイルス

スの新規感染動向、入院率、ワクチン接種の進捗状況と密接に関連するよう思われます。米国、英国、チリ、中国、UAE、イスラエルなど、さまざまな国では、状況は速いペースで望ましい方向に向かいつつあり、これ以上期待できないほど最善に近いシナリオと言えますが、残念ながらユーロ圏諸国や新興諸国の状況はこれと異なります。とはいえ、北半球に春が訪れ、第2四半期に入って最近認可されたワクチンの供給が進む結果、接種のペースが加速すれば、(短期的な)景気見通しは顕著に改善するとみられます。また、ベース効果を考慮すると、欧州においても、2021年第2四半期のGDP成長率(前年同期比)は顕著に上昇する見通しです。中国の1~2月のマクロ経済指標の一部からは、すでに今後の展望を読み取ることが可能です。

引き続き、明白な波乱要因はウイルスの変異株の脅威であり、未知の変異株が景気回復を阻害する可能性があります(そのようなシナリオの発生確率を予測する能力については、謙虚であるべきと考えています)。

ロベコの四半期アウトLOOKの議論では、2021年下期の展望として、上記の他に2つのポイントに注目しました。

1つ目のポイントは、継続中の財政支援策とその見通しであり、以下で掘り下げて議論します。

2つ目のポイントは、今後予想される個人消費回復の底堅さです。以下では3つの分野に注目しましたが、それぞれインフレ見通しに重要な影響を与える可能性があります。

第1に、将来的な財政再建の見通しに起因する影響と、その見通しが無いことに起因する影響に注目しました。米国では大規模なインフラ投資が計画される一方で、ユーロ圏では現行の財政ルール適用停止期間が2023年まで延長されます。

第2に、高止まりが続く家計の貯蓄率がどの程度正常化するのかという点に注目しました。貯蓄率の上昇は、パンデミックの影響が比較的軽微で限界消費性向が低い高所得層に集中しており、パンデミック

が予備的貯蓄に与える後遺症と一部の財政支援策における実際の乗数効果について、考察しました。

第3に、個人消費の内訳に注目しました。米国ではパンデミック危機下において長期的なトレンド以上に増加した消費財向け支出がさらに回復する結果、サービス向け支出の潜在的な伸びがどの程度抑制されるのかを考察しました。

多くの先進諸国では個人消費が顕著に増加する公算が大きいものの、近い将来に貯蓄率がコロナ前の水準を完全に回復する可能性は低いとみられます

総じて言えば、多くの先進諸国では、特に前年比ベースにおいて個人消費が顕著に増加する公算が大きいものの、近い将来に貯蓄率がコロナ前の水準を完全に回復する可能性は低い、との結論に至りました。

インフレ見通し: 当面は市場の流れに追従

今回の四半期アウトルックの作成を前に、インフレ見通しに大きな注目が集まりました。実際、グローバル債券マクロ・チームでは、3月5日にインフレについて集中的に議論を行い、向こう数年間に消費者物価見通しを形成する要因について、3名の外部有識者から見解を伺いました。

各種の重要な景気循環的要因(財政刺激策、マネーサプライの伸び、繰り延べ需要、労働市場の環境、供給サイドのボトルネックなど)と長期的要因((反)グローバリゼーション、反組合化、人口動態、オートメーションとテクノロジー、格差の問題、サステナビリティなど)について議論した上で、先進国市場においてインフレ率が持続的かつ長期的に政策目標を上回る水準にシフトしつつあると考えるのは、時期尚早であるとの結論に達しました。インフレ見通しには、一時的、景気循環的、長期的という3つの異なる時間軸が存在することは明らかです。

一時的な動きとしては、コモディティ価格に関連するベース効果やサプライチェーンの寸断(半導体業界や輸送コンテナ業界など)に起因して、向こう数カ月間に総合インフレ率が米国では3%、ユーロ圏では2%をそれぞれ上回る水準まで上昇するとの見方で、幅広く合意が形成されました。その結果、物価動向が新しいレジームにシフトしたとの見方が裏付けられるかもしれません。

景気循環的な動きとしては、米国の「大規模」な財政政策が「過大」になるリスク、今年度に予想される循環的な経済成長のペースが急激に速まる可能性、FRBが柔軟な平均インフレ目標という枠組みの下で早急な対応にこだわらない方針を固めたことを踏まえると、一時的に過剰な懸念が生じることも考えられます。

しかし長期的にみると、これらの議論の多くは説得力に欠けると考えています。新興国の労働市場におけるトレンドの終焉に伴い、世界的な製品価格の下落傾向が終了するという見方は、国連による農村部から都市部への人口移動の予測に照らすと、人数にして10億人分、期間にして10年間分、実体を取引しているように思われます。また、先進諸国の人口動態に関連して、高齢化社会への段階的な移行に伴い、消費全体に占めるヘルスケア関連の割合が年々わずかながら上昇しても、物価の劇的な変動要因になるとは到底考えられません。端的に言って反グローバリゼーションの動きは見受けられず、サプライチェーンのセキュリティが強化される動きは、政府が物流管理に介入する可能性のある特定の戦略的な製品に限定されています。一方、民間部門では、グローバルなコスト裁定が引き続き重視されています。収益獲得のモチベーションが消滅したわけではありません。以上のような長期的見通しは、夏の終わりから年末にかけて、イーールドカーブのスティープニングの余地を見極める際に、重要性を増す可能性があります。

このためロベコでは、先進国市場においてブレイクイーブン・インフレ率と株価の相関が昨年来強まっていること(加えて、株価下落に起因する引き締めリスクが存在すること)を認識する一方で、そのような確証バイアスによってブレイクイーブン・インフレ率が

短期的にやや上昇する可能性がある」と確信しています。グローバルに見ると、米国とは対照的にブレイクイーブン・インフレ率がコロナ前の水準より依然として低い国では、一定の上昇余地が存在するとみています。

政策見通し: 各国間で温度差が存在

引き続き、財政政策が経済対策の柱となっています。財政赤字が膨れ上がるなかで大規模な借り入れ（ネット）が必要なため、今後も、資産買い入れプログラムを実行する中央銀行が重要な資金源として機能する見通しです。

金融政策に注目すると、経済活動が全面的に再開する見通しが強まるなかで、米国を中心に、将来的な国債買い入れの縮小に関する議論に弾みが付く公算が大きいでしょう。最近、FRBのパウエル議長は、FOMCでは「実際のデータ」において雇用の拡大を確認した上でテーパリングを決定したい、とコメントしました。ロベコでは、経済活動の再開見通しに照らして、FOMCの参加者の間では6月の会合までにテーパリングについて議論される可能性があるかとみています。その場合、9～10月頃の公式発表が想定されます。言うまでもなく、FRBは2013年の教訓を踏まえて慎重に事を運ぶと予想されるため、実際のテーパリングは2022年第1四半期に始まり、1年がかりの作業になるとみられます。また、国債利回りの上昇が続けば、FRBは「ツイストオペ」を視野に入れて、(残りの)買い入れ枠をイールドカーブの長期ゾーンに充当する可能性もあります。2013年の事例を念頭に、市場は極めて神経質になるとみられ、実質利回りが反応するのは買い入れ終了時ではなく、テーパリングの計画が示唆された瞬間になるでしょう。

昨年末の選挙で「ブルーウェーブ」が発生した米国では、財政支出という「青い津波」がすでに押し寄せています

昨年末の選挙で「ブルーウェーブ」が発生した米国では、財政支出という「青い津波」がすでに押し寄せています。2022年の中間選挙を見据えて、民主党政権は「今を生きる(carpe diem)」というアプローチを採用しています。先日、1.9兆ドル規模の新型コロナウイルス対策法案が可決されたことによって、2021年も「財政推進力(前年からの財政スタンスの変化)」はプラスを維持する見込みです。悔いを残すこととなった2009～2010年の財政政策の二の舞を避けることが政策の優先順位とみられますが、同時に歴史を書き直す作業も進行中のようです。米国政府の債務残高は2008年に21%、2009年に20%、2010年に18%、2011年と(金融危機発生)の5年目にあたる2012年にそれぞれ二桁の伸びを示しましたが、今回はそれを上回るというメッセージのようです。

ユーロ圏では、経済活動の再開が先送りされる限り、ECBは(長期ゾーンの)債券利回りの上昇を抑制するスタンスを維持する見通しです。先日は、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の運用に関して、第2四半期は年初来の数カ月間を「大幅に上回るペースで」買い入れを実行すると公約しています。ユーロ圏では昨年、経済の本格的な再編が棚上げとなり、労働者の再配置や企業の破綻・設立といった実体経済の力学が避けられてきましたが、今年に入って、金融市場の力学に抗する政策が採用されています。その結果、経済の長期的なトレンドにしわ寄せが生じることになりますが、債券投資家の観点では、長期自然利子率の想定に対する下押し圧力を意味します。

ユーロ圏では、米国ほど積極的ではないものの、ビルトイン・スタビライザーの(より)大きな効果と欧州復興基金(NGEU)からの資金供与の影響を考慮すると、全体として大規模な財政支援が維持される見通しです。一方、注目すべき点として、中国では財政推進力がマイナスに逆戻りする可能性が高いようです。3月初旬に発表された政府・予算報告書では、増大した財政赤字を対GDP比2.5～3ppt削減する方向性が示されています。

一方、中国に注目すると、この2年間、中国人民銀行はバランスシートの拡大を小規模にとどめ、出口戦略においても先行しています。高水準のレバレッジに対するマクロ・プルーデンス面での懸念が再燃し、銀行の不動産エクスポージャーに対して制限が課されるなど、当局は社会全体における信用の伸びを名目GDPの伸びに見合う水準に押し下げる構えです。数字の上では、注目度の高い「与信推進力(信

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。投資対象の価値が変動する可能性があります。過去に得られた結果は、将来にわたって保証するものではありません。

用フロー(ネット)の対 GDP 比率の変化)はマイナスに逆戻りすることになります。その結果、世界の製造業が 2022 年にかけて下降サイクルに入ることが懸念されます。もちろん、米国において大規模なインフラ投資主導型の財政支援策が新たに導入されることにより、製造業のサイクル、そしておそらくコモディティのサイクルが維持される展開も想定されます。2021 年は、米中両国における政策の力関係が、ワールドカーブが最もスティープ化するタイミングとその際の水準を決定付けることになるでしょう。

政策金利: 重要なことから優先的に

FRB が 2013~2015 年に描いた正常化の青写真を参考にすると、利上げサイクルはバランスシート拡大政策の終了後に始まります。したがって、1 年以内の利上げは時期尚早と考えられます。もっとも、世界的には例外も存在し、ネットベースでは量的緩和政策を実施していないノルウェー中央銀行は、1 年以内に利上げに踏みきる方針のようです。他方では、日本銀行、ECB、スイス国立銀行の先例にならって一部の中央銀行がマイナス金利政策(NIRP)を採用するとの見方は概ね後退したようであり、これはロベコの基本シナリオと一致します。

来年以降を展望すると、G10 諸国の多くの中央銀行による政策ガイダンスが、市場では疑問視されているようです。米国市場では、2023 年初頭の 25bp の利上げが完全に織り込まれていますが、FOMC 参加者の予想(ドットチャート)においては、2023 年末まで政策金利が据え置かれるシナリオが想定されています。また、オーストラリアでは、現在 0.10% の政策金利がこの先 3 年間は据え置かれるとの見通しを反映して、オーストラリア準備銀行(RBA)が期間 3 年のワールドカーブ・コントロールを導入していますが、スワップ市場ではこの見通しは疑問視されています。

ユーロ圏では、ECB は追加利下げの可能性が否定されないよう努めていますが、ロベコの見解と同様に、市場ではその可能性は低いとみられています。一方、直近で ECB が利上げに成功したのは 10 年以上前にさかのぼります。

新興国市場では、一部の中央銀行(メキシコ中銀など)は足元で利下げに踏み切りましたが、ブラジルやトルコなどの中央銀行は通貨防衛の観点などから

金融引き締めに舵を切っています。また、中国では、中国人民銀行はいくぶんタカ派的なスタンスを示していますが、インフレ圧力が落ち着いているため、近い将来の利上げは想定されていません。

金利戦略

ファンダメンタルズに照らしてアンダーウエイトを継続

ロベコのポートフォリオでは、幅広い市場、年限にわたってデュレーションをアンダーウエイトとしています。主として、以下の 3 つの要因に注目しています。

1. 財政緩和政策
2. 中央銀行のスタンス
3. 景気回復のペース

財政緩和というテーマは健在であり、米国債利回りは関連するヘッドライン・ニュースに左右されやすい状態です。数兆ドル規模のインフラ投資計画が発表され、米国債市場に新しい材料が提供されることも考えられます。米国以外でも、追加的な財政支援の動きが継続する可能性はありますが、米国と比べて注目度は低く、小規模にとどまる見通しです。財政政策の動きを踏まえると、米国では第 3 四半期末までに失われたトレンド成長率が完全に取り戻される見通しです。これは目覚ましい成果と言えるでしょう。大方の欧州諸国や日本においては、さらに数年の時間を要するとみられます。

各国の中央銀行の間では、金利上昇に対するスタンスの違いが際立っています

各国の中央銀行の間では、金利上昇に対するスタンスの違いが際立っています。FRB のパウエル議長は 3 月 16 日の FOMC 後の記者会見において、金利上昇を静観する姿勢を確認しました。これは債券の弱気筋にとっては支援材料であり、テーパリングにつながる想定されます。ECB のスタンスは対照的です。一方、中国人民銀行は、現在のやや引き締めの政策方針の転換を強いられるかもしれません。こ

のように、債券市場では世界的に「コントロール」の度合いが異なり、特に米国と欧州の間では相関関係が変化して、ボラティリティや金利の動きに差が生じています。また、おそらく妥当な動きですが、Brexit(英国のEU離脱)の完了を受けて、米欧間より英欧間の相関が低下していることにも注目しています。

ワクチン接種に伴う経済活動の再開見通しは、国によって大きく異なります。昨年、欧州では一時帰休制度が普及したのに対して、米国では人員削減が中心だったため、米国において雇用が顕著に増加する見通しです。非農業部門雇用者数が近い将来に100万人を超えるシナリオも想定され、ファンダメンタルズ/景気循環の観点から米金利を押し上げる材料になるでしょう。

もっとも、財政政策や景気循環的な回復といったファンダメンタルズ要因を考える際には、市場のテクニカルやバリュエーションを考慮に入れる必要があります。

市場ポジション統計では、ショート・ポジションが過去最高の水準まで積み上がっています。また、米国の投資家のポジション動向に関するロベコの分析においても、同様の傾向が見受けられます。これらはいずれも、金利の低下局面において損切りが発生することを示唆しています。もっとも、この傾向は年間を通して変わっておらず、米国債利回りはポジション動向とは関係なく推移してきました。一方、弱気な材料に注目すると、最近では驚くほど頻繁に国債の入札が実施され、2月下旬の7年債入札の事例に象徴されるように、潜在的なリスク要因となっています。この10年間で債券の保有比率は大幅に上昇しているため、ポジション整理に伴うリスクが意識されます。もっとも、グロース株のバリュエーションも同じように上昇しています。また、実質利回りとグロース株の間には、複雑な相互作用が存在しています(市場のセンチメント次第であり、質への逃避の動きを受けて正の相互作用が生じたり、テーパリング懸念が優勢な局面では負の相互作用が生じたりする)。

バリューは蓄積されつつあるが、どの程度の蓄積が必要か

2000年以降の米国債の売り局面においては、10年債利回りの上昇幅(中央値)は120bp程度でした。

昨年8月のボトム(0.6%)を起点にすると、1.8%はそれほどかけ離れた水準ではありません([「Central Bank Watcher」](#)を参照)。

また、市場に織り込まれた2~3年先の政策金利の水準から、カーブの形状を踏まえて結論を導くアプローチが考えられます。現在、2023年9月時点で75bp程度の利上げが織り込まれているため、10年債利回りとしては1.4~1.8%のレンジが想定されます。2023年12月時点で100bpの利上げが無理なく織り込まれると仮定すれば、レンジの上限は2.1%程度にシフトします。30年債利回りのトレンド・チャンネルを基準に5年先5年のフォワードレートをプロットして、チャンネルの上限に向けてシフトするとの前提で、これを10年のスポット金利とリンクさせることによっても、同様の水準が導かれます。現在の5年債利回りは、市場に織り込まれた政策金利の水準から想定される水準には達していません。

FRBは現在、市場の動きを意図的に後追いしようとしています。そのような環境では、フォワードレートは大まかな指標にしかなりえません。5年のスポット金利は10年対比で人為的に押し下げられているため、10年のターム・プレミアムは5年よりも大きい、あるいは大きくあるべきだと主張することも可能でしょう。また、5年後以降に中立的な金融政策に回帰するとの想定を疑問視することも可能でしょう。柔軟な平均インフレ目標政策の下で、インフレの上昇を容認した上でこれを長期的に許容可能な水準まで押し下げるプロセスが、5年以上かかるのかどうかは不明であり、結局のところ、実験の域を出ないと言えるでしょう。もっとも、歴史が参考になるのであれば、全米経済研究所(NBER)の定義に基づく過去2回の景気後退局面において、景気回復の初年度に5年先5年のフォワードレートがピークに達した事実を鑑みると、フォワードレートの上昇は年内に打ち止めとなるはずですが、したがって、短中期ゾーンが景気循環的に弱含む動きは長引くにしても、イールドカーブのステイプニング傾向は年内に終了するはずですが。

長期自然利子率は事後的にしかわからないことが難しい問題であり、前回のサイクルではFRB自身の想定外的外れに終わりました

全体として、バリュエーションの数字をいくぶん保守的に捉えるべきでしょう。債券市場がパンデミックからの再開に直面するのは、100年ぶりのことです。今回は、資本のグローバル化、高齢化社会の進展、債務の過剰な積み上がりといった経済情勢において、数兆ドル規模の財政刺激策やFRBによる試験的な柔軟な平均インフレ目標政策といった、性質の異なる政策が実施されています。今後の景気拡大局面では、長期自然利子率の想定が重要になりますが、事後的にしかわからないことが難しい問題であり、前回のサイクルではFRB自身の想定外的外れに終わりました。ロベコの想定通りに、今回の循環的な景気回復の度合いが前回のサイクルを上回り、長期的なインフレ（および長期自然利子率）の上昇に対する懸念が行き過ぎであるという結果になれば、第2四半期の債券市場は（テーパリングに関するコミュニケーションがなされる期間は特に）弱含むことになるでしょう。今後の金利上昇余地を見極めるには、現時点までの上昇幅を考慮する必要があります。引き続き、前回のサイクルにおける水準から長期的に逸脱する可能性は低いとみています。

ドイツ国債市場では、10年債利回りが0.25%を超えて上昇するには、ECBによる利上げが織り込まれ始める必要があります。ECBはフォワードガイダンスによって金利上昇圧力を抑制するとみられますが、量的緩和政策導入後の経験に照らすと、上記のシナリオが織り込まれる可能性は否定できません。もともと、それ以上の利上げを織り込むのは無理があるようです。このためロベコでは、(10bpの利上げが織り込まれた)-0.20%と(20bpの利上げが織り込まれた)-0.05%の水準で、ドイツ国債について強気な見方を打ち出す方針です。一方、2年/5年のスティープナーのポジションには、現在の水準(5bp近辺)で、リスク・リターン特性に妙味があるとみています。タイミング

を見極める上では、感染拡大の第三波到来が失望を招いた後だけに、ワクチン接種プログラムの成功が経済活動の再開につながる兆しが重要になるでしょう。

他の市場に注目すると、金利がファンダメンタルなガイダンスから大きく乖離した債券市場（ニュージーランド）や、バリュエーションに魅力があり、グローバル・フローも期待され、金融政策による支援が強まる方向にある債券市場（中国）に、最大の投資機会が存在するとみています。

米国では、ベトナム戦争の時期やFRBが自由放任政策を採用した1970年代初頭以降で初めて、二重の政策判断ミスが顕在化した後に、テーパリングが実行される可能性を念頭に置いています。2017～2018年にも、FRBが市場とのコミュニケーションに失敗した時期と減税の時期が重なり、二重の政策判断ミスが顕在化したとの見方もありますが、この1年間の異例の出来事や財政支出に関する政策方針の大転換を背景とする潜在的に過剰な政策介入と比べると、小さな問題に過ぎません。

債券のセクター配分

ファンダメンタルズのサイクルとテクニカルサイクルによる綱引き

現在は新たな景気拡大局面の1年目であると同時に、S&P500株価指数が既往最高値を更新してから9年目にあたります。これは、世界金融危機直前のバブル期や1920年代の上昇相場をも上回る長さです。暦年ベースで最高値の更新期間が今回より長いのは、1990年代後半に限られます。景気のサイクルと市場のサイクルは、現在よりも整合的であることが一般的です。最近の事例では、株式のベア・マーケットが6～8四半期続いた後に、新たな景気拡大局面が始まっています。株式のベア・マーケットを契機に、ポジショニングとバリュエーションに変化が生じる結果、市場心理は根本的に転換します。一方、ここ数四半期に関しては、グロース株が高値を更新し続けるなど、従来の傾向は影を潜めています。

足元の状況は、去年は事態がいかに目まぐるしく展開したかを物語っています。振り返ると、ハイイールド債市場の下落が続いたのはわずか5週間であ

り、その後は米国を中心に、金融政策、財政政策の両サイドから緊急流動性が注入されることになりました。クレジット市場では、昨年の大規模なラリーを受けてバリュエーションの魅力が後退し、注目が薄れています。

クレジット市場の軟調な見通しは一時的なもの

債券市場の軟調な見通しが概して景気循環的なものであるのに対して、クレジット市場の軟調な見通しが一時的なものであることは、好材料と言えるでしょう。イーロードカーブは年末にかけてスティーピングする可能性もありますが、特に投資適格債の場合、ファンダメンタルズ要因よりも市場要因のリスクが中心であり、弱含む期間はさらに短く考えられます。クレジット市場では、デフォルト・リスクと格下げリスクに対して要求されるクレジット・スプレッドは、経済成長の幅広いコンセンサス予想が実現した場合、縮小に向かうとみられます。一方、悪材料としては、金利、クレジットとも下落局面が一巡したわけではなく、特にクレジット市場ではこれから下落局面にさしかかろうという段階であり、さらに、その先にはFRBによるテーパリングが待ち受けていることが挙げられます。総じて言えば、クレジット市場においてこの先数カ月間に注目されるのは、金利や株式などの市場から受ける外的なショックであり、具体的には、実質利回りの上昇やグロース株の急落が考えられます。

堅調な雇用統計の発表が何回か続けば、FRBは対応を迫られることになり、この夏にも将来的なテーパリングについて言及される可能性があります

実質利回りの上昇リスクは、より差し迫ったものです。堅調な雇用統計の発表が何回か続けば、FRBは対応を迫られることになり、この夏にも将来的なテーパリングについて言及される可能性があります。したがって、年内にクレジット・スプレッドが一時的に拡大するシナリオも想定され、拡大幅は全般に小幅にとどまるものの、数週間にわたって急拡大することも考え

られます。投資適格債に関しては、デフレーションがトータルリターンに与える影響を考えると、資金の流出が数カ月間続く展開も想定されます。米国の投資適格債の場合、2000年以降にデフレーションが2.5年ほど長期化していることに加えて、ユーロの投資適格債とは異なりデフレーションの短さ、ドイツ国債のボラティリティの低さ、社債買い入れプログラム(CSPP)による下支えといった支援材料も存在しないため、FRBや米国債市場の動きに左右されやすいことは明らかです。同じように、新興国市場では、経常収支が2013年から改善したとはいえ、他地域の市場と比べて実質利回りの変動や国際的な資金調達環境の変化に影響されやすいと言えるでしょう。長期的かつ戦略的な観点から言うと、重要なのは経済成長見通しであり、見通しの大幅な逸脱がなければ、ボラティリティの上昇は一時的なものにとどまるでしょう。そうでなければ、FRBが最終的に圧力をかける、あるいは返済期間を繰り延べするなどして、住宅ローン金利に何らかの上限を設ける措置が必要になるかもしれません。

株式バブル発生のタイミングは不透明

一方、グロース株の下落という2つ目のショックに関しては、タイミングの見極めがより一層困難と言えます。1920年代には最高値の更新期間は5年間続きましたが、今回は9年目に突入しています。1990年代には12年間続いた事例もあります。ロベコの分析においては、クレジット市場はグロース株よりもバリュー株の下落に影響されやすい傾向が確認されますが、意外なことに、実質ベースあるいは短期国債対比で、グロース株の暴落時にバリュー株が持ちこたえるケースは比較的少ないようです(この100年間に数例あるのみ)。2月のナスダックの下落は、年内に転換期を迎える予兆であるのかもしれませんが、1990年代後半の事例のように、不合理な熱狂が長期間続く可能性についても、同じように考慮すべきでしょう。タイミングの不確実性に鑑みると、クレジット・スプレッドに割高感が存在する限りは、保守的なスタンスが肝要であると考えています。

通常と異なるデフォルト・サイクル – 2022年以降のリスク要因

ハイイーロード債の場合、その性質上、リスクはファンダメンタルズ・サイドにいくぶん傾斜しています。実

際、米国ハイイールド債券市場では、2000年以降にデュレーションは0.5年ほど短期化しています。2013年の事例の分析結果においては、ハイベータ性の強さに起因して、実質利回りや金利のボラティリティの上昇局面における全般的なリスク回避姿勢の高まりに影響されやすいことが確認されていますが、デフォルト・リスクについても点検する必要があります。2020年はスプレッド・サイクルと同じように、デフォルト・サイクルも短期間で終了しました。デフォルト率が上昇後わずか9カ月でピークに達するなど、1998～2002年や2008～2009年の累積的なデフォルトの事例と比べて、パンデミック危機下のストレスは非常に短い期間に限定されました。2020年も、デフォルト率は数パーセンテージ・ポイント上昇して二桁台に接近したものの、より細かく分析すると、B格とBB格のデフォルト率は過去の景気後退期よりもはるかに低いことが確認されます。

昨年は、信用力の高低を問わず、デフォルト・ストレスが軽微で短期間にとどまったことは、スプレッドの回復を後押しする要因になりましたが、2009～2019年の景気拡大局面が米国経済史上で最大規模のものだったことを踏まえると、問題が先送りされただけでも考えられます。企業が年々財務レバレッジを拡大する動きは、1980年代末、1990年代末、2000年代半ばほどには過熱していませんが、信用創出のサイクルは一巡しませんでした。コベナンツ(財務制限条項)はかつてなく緩和され、シェールガスなどの複数のセクターに対する資本の配分には、明白な失敗が見受けられました。過剰債務を抱えるセクター(テレコムやエネルギー)や、トレンドの変化によって、あるいはパンデミック危機に伴う不透明感のなかで、劇的な変動に見舞われたセクター(店舗型小売り、航空、海外旅行、オフィス用不動産など)がその代表です。このように、過去の行き過ぎた行動に起因する企業破綻を処理する作業が、大量に先送りされている様子がうかがえます。好材料として、この作業は堅調な経済成長の下で2022年以降に持ち越される可能性があります。したがって、一部のハイイールド債のデフォルト率の市場予想は数パーセンテージ・ポイント高すぎるように思われます(S&Pによる2021年末までの投機的階級のデフォルト率予想は基本シナリオにおいて7%)。一方、悪材料としては、足元の400bpを下回るスプレッド水準はいずれにしても樂觀

的なデフォルト・シナリオに傾斜しているため、市場にとっては経済成長の下振れが何よりもサプライズとなるでしょう。

とはいえ、投資適格債のケースと同様に、実質利回りやグロース株のボラティリティが高まるなかでスプレッドが拡大した場合、今夏の後半にバリュエーションが割安となって、投資機会が生じるシナリオを想定しています。米国の政策当局が失策を犯したり、米中関係がさらに劇的に悪化したりしない限り、この先5年間は経済成長が続くことも考えられるため、クレジットのショート・ポジションには困難が伴うでしょう。ロベコの分析では、クレジット市場が短期的にアンダーパフォームする確率を40%程度とみていますが、より長期的な時間軸では、確率は30%以下に低下すると想定しています。

ユーロ圏周縁国: 引き続き前向きなスタンス

ロベコでは、金利のボラティリティ急上昇に合わせて周縁国のスプレッドが拡大した過去の事例を念頭に置き一方で、今回のボラティリティ上昇局面では、周縁国のスプレッドに対して比較的前向きなスタンスを維持しています。イタリア国債を中心に、新興国債券などのスプレッド商品をアウトパフォームする可能性が存在するからです。バリュエーションを詳細に分析すると、イタリア国債の対ドイツ国債スプレッドは、幅広い年限にわたって過去6年間で最もタイトな水準まで縮小していますが、特に長期ゾーンについては、それ以前の記録を更新したわけではありません。このためロベコでは、ステープなカーブの形状を踏まえて、イタリア国債の長期ゾーンを引き続き選好しています。加えて、欧州の経済成長率は、第2四半期のいずれかの時点から大幅に改善する見通しです。また、下期以降には、欧州復興基金の稼働に伴い、北側諸国から南側諸国に資金が流れるようになること、周縁諸国の経済成長は追加的に押し上げられるとみられます。ドラギ新首相の下で、イタリアでは復興資金が効果的に活用されることでしょう。さらに、ECBは良好な金融環境の維持にコミットしており、第2四半期にはPEPPに基づく買い入れを「大幅に」増やす方針を掲げています。買い入れの増加と予想される新発債の発行減少を受けて、少なくとも4月についてはネットの供給のダイナミクスが大幅に改善し、当初はユーロ金利のボラティリティを抑制する方

向に作用するでしょう。もっとも、第3四半期以降については、ラガルド ECB 総裁は PEPP の増枠について何ら言及していないことから、見通しは不透明です。

昨年来の最悪のシナリオに照らすと、新興諸国によるパンデミック危機対応は比較的順調なようですが、感染拡大の波が再来すれば短期的な見通しは下押しされるでしょう

新興国債券: 依然として割高

ロベコでは引き続き、新興国のソブリン債と社債をアンダーウエイトとしています。昨年来の最悪のシナリオに照らすと、新興諸国によるパンデミック危機対応は比較的順調なようですが、感染拡大の波が再来すれば、短期的な見通しは下押しされるでしょう。長期的にみると、ワクチン接種や経済活動の再開に関する楽観論がこれを相殺する方向に作用します。一方、パンデミック危機対応において優れた実績を残すアジア諸国の状況は、引き続き例外的と言えるでしょう。また、コモディティ価格の上昇によって、新興国市場における輸出国のリスク・センチメントは当然ながら下支えされています。ブラジルなど一部の中南米諸国では、政治情勢の不安定さが増したことによって、内需や外国投資が下押しされる見通しですが、チリなどの状況が比較的良好であるように、域内格差は拡大する可能性があります。一方、中東欧諸国では、新型コロナウイルス関連の動向は芳しいものではなく、経済活動の再開時期にも遅れが予想されますが、少なくとも製造業のサプライチェーンには、EU 内部における混乱継続の影響は及んでいません。年初来、市場のテクニカルは堅調に推移してきましたが、米国における実質利回りの上昇や米ドル高傾向を背景に、ここ数週間は底堅さが後退しつつあります。

FRB がこの夏にもテーパリングの議論を開始するとの見方から、新興国市場の脆弱性に対する注目は当然のように高まっています。もっとも、現在の経常

収支のダイナミクスは、2013 年時点とは大きく異なります。ほとんどの国では、貿易収支の改善が牽引する形で経常収支が大幅に改善されたため、対外的な資金調達の脆弱性は限定的となっています。ただし、これは全ての新興国に当てはまるわけではありません。一部の国では、経済成長に遅れがみられるにもかかわらず、巨額の政府債務が積み上がっています。南アフリカとブラジルの状況はさらに脆弱です。新興国のソブリン債と社債のスプレッドはいずれも堅調に推移してきたため、引き続きバリュエーションに割安感はありません。インドネシアやメキシコなどでは実質利回りがプラス圏内にあるものの、通貨の下落やボラティリティの上昇などのリスクに十分見合うものではありません。一方、中国国債のデュレーション(為替ヘッジ付き)のオーバーウエイトを維持しています。

為替: 岐路を迎えた米ドル

足元で、米国債の利回りや市場に織り込まれた FRB の政策見通しがファンダメンタルズと整合的ではない、と主張することは難しいでしょう。パウエル議長自身も、最近の講演において、とりわけ最近の財政刺激策の効果を背景に米国経済の見通しが改善したことを認めています。米国民に対するワクチン接種の完了時期の見通しは、前倒しされる一方であり、ほとんどの州では経済活動が再開されつつあります。パウエル議長はハト派的な姿勢を示していますが、FRB にとって、この先数カ月間に、将来的な金融政策の正常化についての市場の思惑を抑制するのは、一段と困難になるとロベコでは考えています。FRB が経済成長とインフレの見通しの上方修正を余儀なくされるシナリオも、十分に想定されます。その結果、米ドルの名目・実質利回りが多通貨対比で上昇する地合いが整うこととなります。そうなれば、米ドル安というコンセンサス予想の維持は困難になるかもしれません。すでに、経済成長格差の観点から米ドル高を予想する見方によって、上記のコンセンサス予想は揺らぎ始めています。米ドルのショート・ポジションの規模を踏まえると、第2四半期に米ドルが上昇する可能性も否定できません。

米ドルの変動見通し以外にも、他の G10 通貨や新興国通貨において、興味深いトレンドが確認されています。英ポンド、ノルウェー・クローネ、カナダ・ドル、

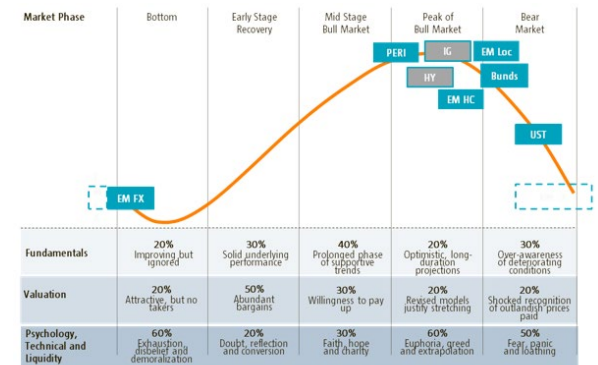
豪ドルは、米ドル高とは無関係に底堅く推移しています。一方で軟調な通貨としては、スイス・フランと日本円が挙げられます。これらの動きは、債券市場におけるボラティリティは世界経済のパンデミック危機から回復という好材料に左右されやすい、というロベコの見方とも一致します。このような好材料は為替市場にも波及しつつあり、市場において金融政策の正常化見通しが織り込まれることの影響を上回っています。引き続き、こうしたセンチメントが上記の堅調な通貨を下支えすると予想しています。

国内の政治的混乱の影響を受けるブラジル・レアルのような顕著な例外を除いて、新興国通貨は通常のトレーディングのレンジで推移しています。ロベコでは基本シナリオとして、世界経済は回復基調にあり、米国経済が目覚ましく回復する一方で、欧州経済の回復には遅れが生じると予想しています。また、日本ではデフレ・リスクが引き続き足かせとなる一方で、新興国市場は経済活動再開の遅れ、ワクチン接種の遅れ、政治的混乱、FRBによるテーパリングのリスクといった数々の悪材料に直面しています。このような環境において、米ドルはユーロ、日本円、新興国通貨全体に対して、底堅く推移すると予想しています。新興国通貨の中では、南アフリカ・ランドとブラジル・レアル、潜在的にはインドネシア・ルピアとマレー

シア・リングットのショートを選好する一方で、メキシコ・ペソについては慎重ながらも楽観的にみえています。

資産クラスのパフォーマンス

図1 | 市場サイクル



Source: Robeco, March 2021, Morgan Stanley cycle characterization

出所:ロベコ、2021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 Michael Feroli 氏 (JP Morgan)、David Lubin 氏 (Citi)、Ben Emons 氏、Daniel Sternoff 氏 (Medley) に対して感謝いたします。

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。