



グローバル債券マクロ・アウトルック トンネル・ビジョン(視野狭窄)

- 債券市場は底堅さを維持しているが、コンセンサスは依然としてショート・ポジション
- ポジショニングが変わらない中で、ペイン・トレードが引き続き波乱要因に
- 米国の債務上限問題、冬場のウイルス感染拡大、中国経済の減速が注目される見通し

概要

前回のグローバル債券マクロ・アウトルック「[インフレに対する過剰反応](#)」において、パンデミック危機が終盤を迎える中、債券利回りの上昇、イールドカーブのベア・スティーピング、長期的なインフレ上昇、持続的な経済成長という見方が広がっていることに対して、疑問を投げかけました。その後、10年物米国債利回りは25bp低下し(フォワード対比ではそれ以上)、5年/30年のカーブは35bpフラットニングしています。また、昨年末には、「[レンジ相場の再来](#)」の中で、セルサイドとバイサイドのコンセンサス予想がこれまで以上に

Outlook
機関投資家向け
2021年9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, Rogier Hoogeveen

一致していると指摘しました。この3カ月間にベア・スティーブニング派に打撃を与えたペイン・トレードの需要が引き続き残存しているとみられるため、このコンセンサス予想がさらに揺らぐ展開も考えられます。

有名な話ですが、心理学者のクリストファー・チャブリス氏（ハーバード大学）とダニエル・シモンズ氏（コーネル大学）は著書「見えないゴリラ（The Invisible Gorilla）」の中で、認知的な情報フィルタリングにおける選択的注意（トンネル・ビジョン（視野狭窄））の役割を示しました。現在の債券市場ではトンネル・ビジョンが広がり、多くの市場参加者は自ら優先するテーマに過度に注目してしまい、他のテーマが優勢になる可能性を考慮していないようです。

一例を挙げると、多くの金融スペシャリストは、自らが上位1%の所得層に属しているにもかかわらず、個人的な消費体験を根拠に経済全体においてインフレが上昇すると予想しています。また、多くの国では、立地条件の良い住宅の価格が10~20%上昇する一方で、賃料の伸びは2~3%にとどまっています。米国では新車の3倍の販売台数を誇る中古車についても、最近3カ月間は価格が下落傾向にあります。中古車価格は、春先において前年比のCPI（消費者物価指数）に対する寄与度が大きいと、重要な指標となっています。市場のプロフェッショナルの個人的体験に基づく発見が、経済全体に意味を持つとは限りません。

2点目に、最近、HSBCのステューブ・キング氏やモルガンスタンレーのセス・カーペンター氏のような長期志向のエコノミストは、インフレには双方向のリスクが存在すると指摘していますが、多くの投資家は短期的な見方に傾斜しています。

3点目に、バリュエーションに関連して、一部の投資家は名目GDPと債券利回りの関係性にとらわれていますが、両者の関係性に注目する必要性は推測に基づくもの以外に見当たりません。先進国市場では、1980年代から1990年代にかけては密接な関係が存在していたかもしれませんが、2011年以降、市場の国際化が進む中で、この関係性は大きく損なわれ、直近の3カ月間においても損なわれた状態にあります。さらに驚くべきことに、多くの人々は2021~2022年の名目GDPの見通しと30年債（2051年下期償還）の利回りの間に何らかの関係があると見て、両者を比較しています。しかしながら、FRBが2022年第4四半期まで

（0.25%から0.50%へと）利上げを実行しなければ、債券利回りをブートストラップ法で算術的に求める際に、この先1年間の名目GDPは直接的には全く意味を持たなくなります。また、実質利回りの低さを指摘する向きもありますが、HSBCのステューブ・メイジャー氏が指摘したように、実質利回りとは、金融政策の影響が及ぶ名目利回りと市場に織り込まれたインフレ期待の残余部分に過ぎません。イールドカーブに大きな動きが生じた場合、コメンテーターは「利回りの方向性」に注目するようになります（2005年のコナンドラム（景気拡大局面初期におけるイールドカーブの変動に関する謎）の教訓は忘れ去られたようです）。年限に関しては、5年/30年に顕著なフラットニングの動きが見られ、2年ゾーンのショート・ポジションには非対称性が存在する中で、市場の注目は10年ゾーンに集まっています。また、中国市場の方がキャピタルゲインの魅力は大きいようですが、多くの市場参加者は米金利にフォーカスしています。さらに、ドイツ国債の方がショート・ポジションの非対称性は大きいとも考えられます。この先、債券市場では、米国以外のクロスマーケットに最大の投資機会が存在するように思われます。

債券市場は注目するテーマを限定するようになったように思われます。自ら優先するテーマに固執しつつ、投資機会の地域的広がりからは目をそらし、政策にフォーカスすることを忘れていきます

4点目に、政策面では、テーパリング（量的緩和の縮小）に関してトンネル・ビジョンが存在しています。実質利回りやブレイクイーブン・インフレ率に多様な影響が生じる見通しをロベコ分析の結果は示唆していますが、コンセンサスは名目利回りに集中しています。テーパリングの問題は3月頃には本格的に議論されましたが、既に過去の話になったように感じられます。2013年当時よりも広範に注意喚起がなされているため、果たしてサプライズが生じることはあるのでしょうか。市場は政策に対する監視の幅を広げるべきでしょう。債務上限問題を巡る綱渡り的な対応、ドイツの総選挙、中国不動産市場における規制強化などの影響の方が、強まるかもしれません。

最後に、新型コロナウイルスの問題に関連して、とりわけイスラエル、スコットランド、フロリダなどの事例を見る限り全く保証はないのですが、市場では数カ月以内の「正常化」シナリオが前提とされています。状況は国レベルで把握されることが多いのですが、特に新学期の日程にばらつきが存在することを踏まえると、正常化の兆候は地域によって異なります。直近3回の新学期開始のタイミングにおいて、ウイルスの感染は再燃しましたが、今回、先進諸国では、数週間以内に収束するかもしれません。あるいは、厳しい冬になるかもしれません。いずれかの結果に対して、断言することなど可能でしょうか。インペリアル・カレッジ・ロンドンが労力を費やして行った最近の予測は、プロの疫学者ですら非常に慎重に可能性と確率を区別する必要があることを示しています。もっとも、コンセンサスのアプローチには、明確なバイアスが存在しています。ここまでの18カ月間に、「正常化」の前提が支配的だった12回のケースではいずれも、期待が裏切られる結果となっています。

総じて言えば、債券市場は注目するテーマを限定するようになったように思われます。自ら優先するテーマに固執しつつ、投資機会の地域的広がりからは目をそらし、政策にフォーカスする作業を怠り、家計のバランスシート分析に際してはコホート・ベースのアプローチを見落としています。キンドルバーガー氏から学んだと思われる教訓はほとんどなく、群集心理的なポジショニングを示す証拠は溢れています。

リスクが一方でないことは明らかであり、幅広いシナリオを描くことが望ましいと考えています。ドイツでは総選挙を目前に控えて、国債の名目利回りは上昇する可能性があります。グローバルに見ると、製品のパイプライン拡充と在庫補充の動きは、強力な影響を及ぼすかもしれません。また、レジャーやホスピタリティなどのセクターでは、賃金が急速に上昇しています。

ロベコでは、逆張りのバリュー主導の運用哲学を維持する方針です。つまり、バリュエーションとポジショニングを重視するということです。米国債市場では、ベア・スティーピングの相場観は陳腐化したとみています。ドイツ国債市場では、少なくとも10年債利回りが預金金利に接近する局面では、ショート・ポジションを正当化するようなバリュエーションの非対称性は残されています。もっとも、単純にドイツ国債先物をショートする

よりも、リスク・リターン特性に妙味があるトレードもあると考えています。

クレジット市場では、ハイイールド債の多くは初回コール日を満期として取引されるため、価格の上昇余地はほとんどないようです。その一方で、ECBによる債券の買い入れが続く中で、最も安定性が高いのはユーロ建ての投資適格債であると考えています。また、スワップ・スプレッドには縮小の余地が存在します。最大の波乱要因は、4月以降、投資適格の金融債と不動産銘柄のハイイールド債のボラティリティが顕著に高まった、中国のクレジット市場と言えるでしょう。

目次

マクロ経済と政策の見通し.....	5
金利戦略.....	10
債券のアセットアロケーション ...	12

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。

マクロ経済と政策の見通し

ピークに達した経済成長率はどの程度のペースで減速するのでしょうか。

経済成長見通し: ピークは過ぎた

債券市場では、2021年5月まではサービス・セクター主導の「リオープニング(経済活動再開)

・トレード」のパフォーマンスが堅調でしたが、第3四半期に入って疑問が浮上しています。一部の高頻度で公表される指標が堅調な一方で、デルタ株の感染拡大を受けて景況感調査における先行き見通しの項目が急速に悪化するなど、経済指標にはばらつきが見られます。アジア太平洋地域の一部では、「ゼロ・トランス」政策の影響によって、景気の減速傾向が鮮明になっています(中国、オーストラリア、ニュージーランドなど)。中国では、規制の強化が景気減速の流れを増幅させています。世界経済の成長はピークを過ぎたようですが、今後の減速はどの程度深刻になるのでしょうか。

プラス面に注目すると、乗数効果の作用もあって、これまでの金融、財政支援策は成果を発揮する見通しです。大量の未消化の注文によって、製造業は下支えされる見通しです。自動車セクターに代表されるように、サプライチェーンの寸断によって足元の生産量は減少していますが、バックログが高水準、在庫が低水準という環境において、納品は今後の数四半期に先送りされるため、経済成長をなだらかにする効果が期待されます。また、企業は在庫不足によって売上を失うリスクを避けるため、在庫補充の動きを加速させる可能性があります。

消費者のバランスシートを俯瞰すると、大方の先進国では、大多数の家計において退職後の備えが大幅に不足しています(余剰ではありません)

次に、消費者のバランスシートに関する議論に移ります。パンデミック関連の貯蓄を「余剰」貯蓄と分類するかどうかは、議論の余地があります。余剰と言っても、コロナ前の水準に対して余剰である、ということに過ぎませんが、今後の経済に対する考え方や予測に

影響するため、言葉の選択は重要になります。消費者のバランスシートを俯瞰すると、大方の先進国では、大多数の家計において退職後の備えが大幅に不足しています(余剰ではありません)。2021年の消費者信用のデータは、債務の削減が大きく進んでいることを示しています。近年、多くの先進国では、住宅の初回購入時の年齢が顕著に上昇しています(一部の国では40代)。このことは、多くの労働者がキャリアの当初20年間に貯蓄を積み立てる必要に迫られていることを意味します。コロナ禍において貯蓄を増やしたのは、消費性向の低い世代に偏っています(裕福であることに加え年齢層が高い)。

このように、所得格差の問題も関連しています。大方の先進国では、人口の半分近くがコロナ禍において貯蓄をほとんど増やしていないという事実(そして貯蓄を減らす人も少なくないという事実)を、金融関係者の多くは認識していません。所得格差を背景にバランスシートに顕著な違いが存在する状況において、家計のマクロ統計に基づく将来の支出傾向の予測は、異論の余地はあるにせよ、幻想に過ぎません。今年のジャクソンホール会合で選ばれたテーマにも反映されているように、FRBもリアルポリティーク(現実政治)の下でこの点を認識しているように思われます。総じて言えば、オランダ中銀が最近実施した調査において確認されたように、多くの消費者(および企業)は予防的な貯蓄のスタンスを維持する公算が大きいです。もっとも、この議論は新しいものではありません。世界金融危機後に、セルサイドとバイサイドが「山積みの現金」という評価に基づいて行った予測は、過去の日本の事例を考慮しないものであり、過度に楽観的な結果に終わりました。当時、この予測は過度に楽観的に捉えられていました。長期的展望よりも短期的展望を過度に重視する結果としての予測の失敗は、今回で3回目になるのでしょうか。

マイナス面に注目すると、潜在的な波乱要因としては、目前に控えた米国の債務上限問題や一部の欧州諸国において予定される総選挙が挙げられます。政策関連では、先行して増税に向かう動き(英国)や、規制を強化する動き(中国)が挙げられます。

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。

一方、サービス・セクターにおける支出は、ウイルス関連の動きと連動しているようです。先進諸国ではワクチン接種率が順調に伸びていますが、まだ十分ではないようです(例:イスラエルのケース)。ワクチンの効果が時間と共に低減する中、ブースター接種の是非が議論されていますが、北半球の冬を控えて、入院率が予想より大幅に上昇する結果、人々の移動やサービス・セクターの成長に影響が及ぶ可能性も否定できません。ロベコの見解では、コンセンサス予想にはこのリスクは十分に織り込まれておらず、世界的に全面的なリオープンングへと着実に向かうシナリオが想定されているようです。また、ワクチンの効かない新しい変異株が登場するというテール・リスクも存在します。

2020年の初めから数えて、投資家がウイルスの終息を予想したエピソードが12回は思い当たります。2020年1月には、新型コロナウイルスはSARSに似ているものであると考えられていました。同年3月には、「イースターまでに終息する」との見方がありました。同年夏には、パンデミックが表面的に終息したことを祝う悪名高き「プラハの晩餐会」が開催されました。その後、ワクチンが開発された後には、アルファ株が主なリスクであると想定されました。しかし2021年第3四半期には、デルタ株の影響により、基本再生産数の見直しが必要になりました。2021年7月には、イースト・アングリア大学の学術論文において、サッカーのスコットランド・チームが欧州選手権から脱落すれば、同地域におけるウイルス感染の問題は解決するとの主張が掲載されました。単調なリオープンング・トレードにおいて既にデフレーションをショートしていた債券トレーダーは、このアイデアに飛びつきました。その後、スコットランドにおける新規感染者数は、4週間にわたって減少しました。

これらのエピソードに基づいて、パンデミック危機のさらなる長期化を予想することが正しいとは限りません。例えばスペイン風邪の場合、2年3カ月後に終息を迎えています。反対に、景気が一直線に回復すると見方も、同じように疑わしいと思われれます。ロベコのスペシャリストであるリチャード・パーキスが注目した最近の研究¹では、ウイルス感染により獲得した免疫(粘膜免疫)の方がワクチン接種により獲得した免疫(全身性免疫)よりも、将来の感染に対する防御力ははるかに

強いと結論付けています。これにより、自然消費によるウイルス消滅の時期や国レベルでの進捗についてのコンセンサスが、一変する可能性があります。

新興国市場の特徴として、中国経済の動向や、多くの国におけるインフレ対策としての金融引き締めの影響が及びやすいことが挙げられます。リチャードの分析において指摘されたように、一部の新興国において、これまでの感染を通じて高い水準の免疫が形成されたとみられることは、好材料と言えるでしょう。これにより、新興国市場におけるワクチンの安定的な調達という問題が、相殺、あるいは部分的に解消されるかもしれません。

中国の政策当局は、レバレッジ引き下げという目標と景気の急激な落ち込みを回避する必要性との間で、引き続き綱渡り的な政策運営を続けています

ロベコは3カ月前に、金融、財政政策が将来の経済成長を後押しする勢いを測るために注目している与信推進力がマイナスに転じたことを踏まえ、中国経済は減速する公算が大きいと警鐘を鳴らしました。中国の政策当局は、レバレッジ引き下げという目標と景気の急激な落ち込みを回避する必要性との間で、引き続き綱渡り的な政策運営を続けています。年初来、銀行融資の抑制と住宅ローン金利の引き上げという形で、不動産セクター向けの規制が強化されていますが、その影響は顕在化し始めています。最近の財政緩和と政策、中国人民銀行による的を絞った緩和策、非不動産セクター向けの銀行融資に対する窓口指導には、足元の低水準の経済成長を容認しない姿勢が表れています。しかし、景気の大規模な減速を回避するためには、これらの政策だけでは不十分かもしれません。

中国の建設支出は、世界経済の回復(2009年)、減速(2015年および2018年)、小幅な回復(2016年および2019年)を牽引する役割を果たしてきました。控え

¹「新型コロナウイルスの自然免疫効果とワクチン接種による免疫効果の比較:再感染とブレイクスルー感染(Comparing SARS-CoV-2 natural immunity to

vaccine-induced immunity: reinfections versus breakthrough infections)」、Sivan Gazit, Roi Shlezinger, Galit Perez, Roni Lotan, Asaf Peretz, Amir Ben-Tov, Dani Cohen, Khitam Muhsen, Gabriel Chodick, Tal Patalon

目に言っても、足元の動向は堅調なコモディティ市場の足かせとなっています(わずか 12 週間前には、セルサイドの原油価格予想は 1 バレル=100 ドルでした)。3 カ月前の時点では、楽観論がピークに達し、コモディティ市場に投機的な動きが広がる中で、年初来、2 倍に跳ね上がっていた木材の価格は、年初の水準に逆戻りしました。その後、3 カ月が経過して、年初を 40% 下回る水準まで落ち込んでいます。世界的には双方向のインフレ・リスクが存在するとの主張は、奇をてらった考え方と言えるのでしょうか。

ロベコでは引き続き、中国と同じように米国とユーロ圏においても、財政政策と民間セクターを合わせた推進力は、2022 年上期にはマイナスに転じる可能性が高いと考えています。総合的に判断して、2022 年に向けて、経済成長がコンセンサス通りの水準に達するのはますます難しくなるとみています。

インフレを巡る議論は続いています、微妙な変化が見受けられます

多くの先進国において、総合インフレ率が上昇した要因は、広く理解されています。観光やレジャーの再開、サプライチェーンの寸断、パンデミック関連の行動様式の変化(第 2 四半期中古車価格の動き)、コモディティ価格の動向、計算上のベース効果の作用などが考えられます。しかし足元では、インフレを巡る情勢変化の主な論点として、サプライチェーンの寸断と労働力不足といった要因が、財政刺激策とマネーサプライの過剰な伸びに置き換わりつつあります。当初の議論が新鮮味を失った際に、既存の主張を補強するために新しい要因を前面に出す、「論点のローテーション」のようなものと言えるでしょう。

米国のコアインフレ率においては、賃料の重要性が高いようであり、住宅価格の上昇と空室率の低下の影響が波及するとの見方が存在します。しかし歴史的には、インフレ環境が変化するのは、インフレ期待と賃金の上昇の間に相互作用が働く場合であり、また、住宅ローン申請件数を見る限り、米国の住宅相場は既に減速しつつあるようです。このため、FRB と同じように、ロベコは賃金の動向を注視しています。例えばホスピタリティ・セクターにおいて、低賃金職種の賃金が目を引くほど上昇した流れが、外食シーズンの終了後も継続するかどうかは、はっきりしません。現在、アトランタ連銀の賃金トラックのような指標は、高止まりする失業率に照らすと高い水準で推移していますが、2016 年以

降、賃金の伸びの中央値に関する指標は、狭いレンジにとどまっています。また、労働市場におけるミスマッチを瞬時に解消して再配分を行うのは不可能であるというイングランド銀行のブロードベント氏の主張には、説得力があります。その一方で、特定のセクターにおける労働力不足の話題が、今後もヘッドラインを独占するとみられます。

ユーロ圏でも、総合インフレ率が 10 年来の高水準に達し、第 4 四半期も小幅な上昇が続くとみられています。インフレ率のデータは、消費者物価指数(HICP)の構成比率変更や、ドイツにおける付加価値税増税に関連するベース効果など、来年には消滅するテクニカルな要因の影響を受けています。また、米国と同じように、賃金の動向がカギを握っています。(短時間労働制度という形での隠れた失業を含めて)失業率は依然として高い水準にあり、足元で賃金の上昇圧力は抑制されています。もともと、ドイツを含む欧州北部の一部の国では、欧州南部と比べて多くの企業が労働力不足に言及するなど、賃金の上昇圧力が確認されています。

バランスシート政策: 混乱を伴わないテーパリング

引き続き、財政政策と金融政策の間には密接な関係が存在します。多くの国では、巨額の財政赤字の大部分を中央銀行が支えています。

米国では、提案された 3.5 兆ドルに近い水準で「人的インフラ」計画が最終合意されたものの、財政推進力は鈍化傾向にあります。これまでの財政支援策とは異なり、計画の大部分は多年度にわたり税収によってまかなわれることとなります。欧州復興基金(「次世代の EU」)に基づく南欧、東欧向けの資金支援が始まるユーロ圏においても、米国と同じように推進力が弱まる方向のようです。

そのような中でも、2021 年の景気回復実績を踏まえ、各国の中央銀行は例外的な政策措置の一部を解除する方向にシフトしています。ニュージーランド準備銀行(RBNZ)が債券の買い入れを停止する一方で、イングランド銀行とカナダ銀行はネット買い入れのペースをさらに減速させています。

FRBも、国債と住宅ローン担保証券(MBS)のテーパリングについて(ようやく)議論を始め、社債のポートフォリオについては既に清算作業を開始しています。これまでのところ、緩やかに漸進的なコミュニケーションのアプローチによって、2013年の二の舞を避けることに成功しています。

テーパリングの公式発表は11月、実行開始は12月になる可能性があります。その一方で、2022年の米国債の利払い額は1兆ドル程度減少する見通しであり、ネット供給額の水準を懸念する見方を否定する、重要なポイントになりそうです。この点も選択的注意の一例と考えられます。1兆ドルのテーパリングの意義をことさらに重視する一方で、利払い額が1兆ドル減少する事実をなぜ軽視するのでしょうか。いずれにしても、過去データの分析結果や相対的なバリュエーションを見る限り、実質利回りの方が名目利回りよりもテーパリング拡大圧力の影響を受けやすいようです。

ECBは引き続き、量的緩和からの出口戦略について議論するのは時期尚早であるとの立場です。その一方で、7月に増額された「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」に基づく月間の買い入れペースを、「再調整」しています。パンデミック危機の状況が許せば、2022年半ばまでにPEPPを段階的に終了することについて、年末までに合意が成立するかもしれません。もっとも、量的緩和の崖を回避しつつ、来年も良好な金融環境を持続させるために、“通常の”「資産買い入れプログラム(APP)」に基づく月間200億ユーロの買い入れ額を、一時的に増額することは考えられます。APPに関するフォワード・ガイダンス(初回の利上げの「直前」まで継続するという方針)が据え置かれるかどうか、重要な問題となります。この点は定かではありませんが、いずれにしても、ECBは今後数年間も何らかのプログラムの下で、幅広いユーロ建て債券のユニバースから、債券の買い入れを継続するようです。

一方、中国では、パンデミック危機の下でもバランスシートの拡大を小幅にとどめてきた中国人民銀行は、経済成長の減速を踏まえて緩和スタンスに転じたようです。最近実施された政策としては、銀行預金準備率(RRR)の全面的な引き下げや、中小企業の資金支援を目的とする3,000億人民元規模の資金枠設定が挙げられます。中国人民銀行は、広範な政策措置を追加的に講じる可能性は低いとしています、バランスシート

は縮小されるより拡大される可能性の方が高いようです。

金利政策: 先行組が動き始めた

ロベコでは引き続き、G10諸国の中央銀行は、FRBが2013~15年に描いた正常化の青写真、すなわち、バランスシート拡大政策を終了した後に利上げを開始する方針に、従う構えであるとみています([セントラル・バンク・ウォッチャー](#)参照)。

したがって、この先6~9カ月間に利上げに踏み切るのは、国債の買い入れを実施していないノルウェー中央銀行や、利上げの開始に前向きとみられるRBNZのような先行組に限定されるようです。

FRBが12月にテーパリングを開始した場合、プロセスは2022年秋まで継続し、初回の利上げの現実的なタイミングは、最速のシナリオで2023年上期になるとみられます。

ECBは7月に、新しい2%のインフレ目標を公表しました。これと整合的なフォワード・ガイダンスには、利下げの可能性が依然として示唆されています。ロベコでは、政策金利の据え置き期間は長期化する可能性の方が高いとみていますが、インフレの上昇が一過性の現象であることが明確になるまでに、時間がかかるとみられることから、今後数カ月間は、(一過性の現象ではなかった場合に備えて)引き締めの方針が市場価格に反映されることも想定されます。いずれにしても、小幅な変動にとどまるでしょう。

注目すべき点として、イングランド銀行は8月の金融政策委員会において、政策金利が少なくとも0.5%まで上昇した場合には保有債券の償還元本全額の再投資を停止することを検討し、1.0%に達した場合には英国債を積極的に売却することを検討する、というメッセージを発しました。これは、前述したFRBの青写真からわずかに逸脱したものです。量的引き締め(QT)や将来的なマイナス金利政策(NIRP)採用の可能性が示唆されたことが、英国債のイールドカーブの形状が比較的フラットであることの一因となっています。

中国では、政策金利の引き下げは当面不要であり、基調的なインフレ圧力が緩やかな状況において、中小企業に的を絞った政策支援によって経済成長の下方向

レンドを反転させることは可能であると、中国人民銀行は考えているようです。ロベコはこの見方に懐疑的であり、この先1年間については、リスクは利上げ方向よりも利下げ方向に傾斜しているとみています。

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。

金利戦略

金利上昇の流れを抑制する要因が存在します

金利の押し上げ要因は想定しづらい

金利は8月初旬のボトムからは上昇傾向にありますが、マクロ経済や政策の見通しが上昇の阻害要因となりうるため、その持続性には疑問が残ります。例えば、米国の債務上限問題に注目すると、債券市場ではこれを短期国債利回りの上昇要因と捉える向きが見受けられますが、ロベコでは、この問題は結果と言うよりも症状であると考え、2011年(そして限定的ながら2013年)に見られたような長期債利回りを強く押し下げる側面を重視しています。これが重要な問題に発展しないシナリオも考えられますが、問題化した場合には、2011年と同じように質への逃避を背景とする買いが急速に優勢になる可能性が高いでしょう。市場のポジショニングには、綱渡り状態が長期化するリスクが全く織り込まれていません。

FRBによるテーパリングについては、食傷気味になるほど注意喚起されているため、実際に発表された際に大きな弱気な反応が生じるシナリオを想定することは、困難なようです。これに対してECBの場合は、理論上、タカ派的なサプライズを生じさせることは比較的容易ですが、実際にショックが生じる可能性は低いとみています。

政策金利がELBに近い水準にあるため、リスク回避的な動きはブル・フラットニングにつながるでしょう

長期的にみると、金融政策のスタンスの段階的な変化は高い確率で金利水準に影響を与えるものの、どの程度の影響になるかは、想定される自然利子率(r^*)の水準に強く依存します。一部の市場では、長期金利の趨勢的な低下につながる可能性さえあります。中国の場合、全般に高水準の債務残高と人口構成の見通しに鑑みると、政策金利の均衡点の低下が必要になるでしょう。足元の動向は、この流れを加速させる可能性さえあります。

バリュエーションに関しては、政策金利の見通しが重要なアンカーになるとみています。米国市場では、2023年9月時点で約75bpの利上げが織り込まれていますが、これは6月のFOMC前よりも15bp程度高い水準です。ロベコでは、短期年限の先物価格と10年債利回りの間には密接な関係があると考えています。この場合、10年債利回りには1.6%程度まで上昇する余地があります。ポジショニングに関しては、継続中のアンダーウエイトのコンセンサスは、特に長期ゾーンにおいて優勢なようです。その意味で、新たなカタリストが浮上しない限り、1.6%の水準に達することも容易ではないかもしれません。

今後、FRBの政策見通しがさらに織り込まれる可能性はありますが、機は熟していないと考えています。より顕著な水準調整が行われた過去の事例では、2~5年ゾーンの動きが先行する傾向が確認されています。また、6月のレポート「[インフレに対する過剰反応](#)」の中で紹介したイールドカーブの分析結果は、カーブの形状がスティープ化した状況において米国の長期金利がフォワードを上回することは難しい、という見方を裏付けています。このため、米金利が上昇する場合には、短期ゾーンの上昇を伴う形でフラットニングが進む公算が大きいです。別のシナリオとして、政策金利がELB(金利の実効下限)に近い水準にあるため、リスク回避的な動きが長期ゾーンのフラットニングを生じさせることも考えられます。このように、イールドカーブの戦略はわかりやすいように思われます。

現在、中国の債券市場では、この先1年間に政策金利が小幅に上昇するシナリオが織り込まれています。その一方で、市場における政策見通しの再評価を受けて、中国国債利回りは低下傾向にあります。追加利下げを織り込む動きが進まない場合、近い将来に10年債利回りが2.75%を大幅に下回る水準まで低下する展開は、想定しづらくなります。さらに、来年に向けて与信推進力を押し上げる意思が政府サイドにあれば、ネットの供給が増加することも考えられます。最近、国債と地方債の発行は増加傾向にあります。もともと、その先を展望した場合、とりわけ他の市場対比で中国国債がさらにラリーする可能性も否定できません。レフト・テ

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。

ール・リスク(ネガティブ・シナリオ)に対する傾斜がさらに強まる可能性があります。

ロベコでは自らの運用哲学に基づいて、方向感に欠けるディレクショナルなポジションよりも、クロスマーケットやイールドカーブのポジションに、リスク・リターン特性が魅力的な投資機会を見出す傾向があります。米国債とドイツ国債のイールドカーブ上で、利回り上昇の可能性が最も非対称的であるのは短中期ゾーンであると考えています。対照的に、米国債のカーブを中心に、長期ゾーンには安定的な印象を受けます。このため、2~5年ゾーンのショートと組み合わせる形で、米国債のフラットナーのポジションを 선호しています。一方、ドイツ国債のイールドカーブ上では、2/5年のステイプナーのポジションを積み増しています。ロングから入る場合、潜在的な金利低下バイアスを踏まえると、最も投資妙味が高いのは中国国債です。このほか、日本国債についてはアンダーウエイトを据え置きます。

物価連動債市場では、インフレの先行きに関する長引く不透明感を背景に、リスク・プレミアムが下支えされる可能性もありますが、特に英国と米国の市場では、バリュエーションが既に割高な状態にあることから、リプライシングのリスクが生じています。FRBがテーパリングへの歩みを慎重に進めているため、米国市場の水準が特に注目されているようです。ロベコにとって2013年のテーパー・タントラム(量的緩和縮小に伴う混乱)からの重要な教訓は、ブレイクイーブン・インフレ率(BEI)が事前にピークに達したことです。6月以降のFRBからのコミュニケーションは、セルサイドが具体的なコアPCEデフレーター水準や時間軸を念頭にBEIのワイドナー取引に取り組んだ際に想定したよりも、「柔軟な平均インフレ目標(FAIT, Flexible Average Inflation Targeting)」の枠組みが制約的であることを示しました。むしろ、FAITには、トランプ政権による金融政策への好まざる介入に対する好都合な政治的対応という側面すら存在し、既に不要になってしまったのかもしれない。ケインズが指摘したように、物価連動債市場は新たな事実を照らして、考え方を考える必要があるのかもしれない。

債券のアセットアロケーション

先進国のクレジット市場ではスプレッドが横ばいで推移するなど、キャピタルゲインの獲得余地は枯渇しています。全般に投資適格債のスプレッドは横ばいで推移するか、ワイドニングに向かう見通しです。スワップ・スプレッドとユーロの AAA～AA 格銘柄については、一定のタイトニング余地があります。当面は、中国のクレジット市場が主戦場になります。

クレジット市場 – 全ての注目は中国市場に

第 2 四半期が始まって以来、ICE BofA インデックスにおける投資適格金融銘柄のスプレッド・レンジは、米ドル建てが 12bp、ユーロ建てが 7bp、アジア通貨建てが 105bp でした。ハイイールド金融銘柄については、それぞれ 42bp、26bp、404bp となっています。これに対して、中国のハイイールド・コーポレート・インデックスのレンジは 652bp であり、この四半期にどのセクターに注目すべきかは明白なようです。

中国では、過去最大のバブルが弾けようとしているのか、今回も政府主導型信用システムの長い歴史で繰り返された偽りのアラームに終わるのか、という疑問が生じています。

中国では、過去最大のバブルが弾けようとしているのでしょうか、それとも、今回も政府主導型信用システムの長い歴史で繰り返された偽りのアラームに終わるのでしょうか？

まずは背景を確認しましょう。鄧小平氏が登場して以来、外見的には共産主義国家であった中国において、民間セクターの経済と市場活動が活性化するようになりました。(国際決済銀行の優れた債務統計によると)2000 年以降、中国の民間セクターの債務残高は 1.2 兆ドルから 34 兆ドルを超える水準へと急増しています。しかしながら、この数字でさえも、ブームを過小評価している可能性があります。分母に関しては、中国の政策当局は政策目標(すなわち野望)として真の統計指標ではなく GDP に言及しています。一方、分子に関しては、マイケル・ペティス教授が指摘するように、ガルブレイスが提唱した「ベズル(bezzle)」というコ

ンセプトに照らすと、実際の債務残高は先ほどの数字をはるかに上回る可能性があります。中国の GDP が上期に成長したことは明らかですが、2020 年末時点で民間セクターの債務比率(対 GDP)は 200%を超え、2007 年の米国とスペイン、1997 年のタイと韓国、1980 年代の英国と日本を含む、過去 30 年間に全世界で発生した巨大なバブルを軒並み上回っています。これらはいずれも、各地域、各時代において公表された数字です。

次に今後のシナリオを考察してみましょう。長期的な経済の現実が短期的に試練を受けるのはいつになるかと、経験豊富で定評のある中国のマクロブルーデンスのアナリスト達は、以前から思索を重ねてきました。世界金融危機後には、政府債務残高に関する知見が広がったものの、残高が持続不能となる具体的な水準など存在しません。むしろ、現場レベルにおける数多くの信用の問題とトップダウンの懸念が相まって、市場のセンチメントが蓄積、貪欲、借り入れ(すなわち信用の創出)といったものから、リスク回避、銀行貸し出しの減少、ロールオーバー・リスク、究極的なクレジット・クラッシュへと変化するタイミングが重要になります。

ロベコでは、対外的に閉鎖された金融システム、計画経済、国家主導の政策銀行による貸し出し、技術的強制力を伴う一党独裁に基づく厳格な法の支配によって、信用拡大期が長期化したと考えていますが、長期的にみると、一党独裁に基づく政治の法が経済の法を覆せるかどうかについては懐疑的です。物価は固定化(ソビエトによる共産主義の解釈)されない限り、変動するものです。中国はソビエト型を選択せず、ハイブリッドなシステムを運営していますが、人間の心理、インセンティブ、所有構造、市場価格を際限なく規制できるかどうかは疑問です。

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。

信用の創出状況が長期的に変化するタイミングを見極めることは、常に複雑な作業になります。聡明なアナリストは2004年の段階で米国の債務状況が持続不能であると指摘していましたが、その後3年間は実際の取引において成功することはありませんでした。政策当局の反応に加えて、市場のポジショニングが重要になります。とは言え、信用の蓄積が長年続いた後には、セクター全体の成長が鈍化する中で個別のトラブル(例:クレジット・アンシュタットやIKBの事例)の兆しが見られる傾向があります。この意味において、この夏の金融セクターや不動産セクターにおける個別のイベントは、必ずしも散発的なものではなく、全体的なトレンドに発展する可能性があるかとみています。最近数週間における中国のB格の不動産銘柄のパフォーマンスや、セクター内の格付け格差の広がりを見る限り、ロベコが懸念する対象は広がっているように思われます。今回もまた(2015年や2018年のように)偽りのアラムに終わることも考えられますが、個別の貸し手(中国華融資産管理)、借り手(恒大集団)、投資家のヘッドライン・ニュースには注意しています。

まずは2件の事例が顕在化しました。中国の不動産関連のハイイールド債の спреッドは、足元では景気後退時の水準で推移していますが、市場に痛みをもたらしたことは確実であり、3件目の事例が浮上することも想定されます。CITICによる中国華融資産管理への資本注入によって、システム全体の道筋に大きな影響が生じるとは考えていません。2008年3月にベア・スターンズが救済された際に、市場は一時的に回復しましたが、長年にわたる信用蓄積の解消にはつながりませんでした。短期的にみると、投資家はヘッドライン・ニュースに反応しますが、長期的には全体のテーマが支配することになります。今後も注目する必要があります。

このような状況において、ECBの買い入れが追い風となるユーロ建て投資適格債のオーバーウエイトを据え置きます。その一方で、長期年限と相対的にボラティリティの高い米ドル建て投資適格債を避けるとともに、大多数の銘柄が初回コール日を満期として取引されるハイイールド債のポジションを、グローバル・ベースでネットゼロとしています。その結果、ポートフォリオ全体のスタンスは保守的なものとなります。中国のクレジット市場におけるボラティリティが波及するルートは、数多く存在します。西側先進諸国のスプレッドが世界金融危機後のボトム(一部は2003~2007年のボトム)に

近づく中で、レフト・テール・リスク(米国の債務上限問題などの波乱要因)は全く織り込まれていません。中国の動向によって2009年、2016年、2019年のような安定的な状況が反転するシナリオにおいては、米国とユーロ圏のファンダメンタルズは市場のプライシングとは総じて切り離されるとみています。既に判明済みのマクロ経済情報に関連する米国企業の業績に注目する一方で、短期的な動向における中国の世界的な役割を過小評価することも、トンネル・ビジョンの一例と言えるでしょう。

欧州周縁国では景気が底堅さを示す一方で、政治やテーパリングのリスクが台頭

欧州復興基金からの資金拠出が始まる中で、基金の主要な受益者であり、パンデミック危機下での低迷から脱却した欧州周縁国の経済成長は、底堅く推移する見通しです。ECBはPEPPプログラムの下でイタリア、ポルトガル、スペインの国債を大量に買い入れることによって、大規模な支援を提供しています。このため、イタリア国債は買い入れの規模と構成に関する動向の影響を受けやすく、イタリア国債ほどではないにせよ、スペイン国債とポルトガル国債も同じような状況です。実際、2022年に入ってECBが買い入れを縮小した場合、バリュエーションの魅力は既に後退しているため、周縁国のスプレッドには悪影響が及ぶ公算が大きいようです。特にイタリアでは、ECBの前総裁であるドラギ首相率いる政権が好調な滑り出しを見せていますが、市場では既に認識され、好材料は織り込み済みのようです。今秋の予算を巡る交渉を控えて、政治の不確実性が高まり、連立政権に亀裂が生じる可能性があります。このためロベコでは、慎重なポジショニングを心がけ、イタリア、スペイン、ポルトガルの国債を小幅なアンダーウエイトとしています。

多くの中央銀行が利上げに踏み切りましたが、意味ある形で実行したのはブラジル中銀に限られます

新興国債券: ファンダメンタルズは悪化傾向

新興国市場では、財政政策の刺激効果や主要な中央銀行による金融政策面でのサポートが弱まる中で、PMI がピークの水準から低下するなど、ファンダメンタルズの見通しは悪化傾向にあります。トルコやブラジルでは、インフレ関連のデータが引き続き最も注目されていますが、新興国市場全体では、この先 2 四半期にわたってインフレ率がピークアウトする可能性が高いようです。また、ワクチンの完全接種率が総じて低い中で、マレーシア、タイ、フィリピンをはじめとする一部の新興国では、新型コロナウイルス(デルタ株)の感染者数が依然として高い水準で推移しています。もっとも、この 1 年間はファンダメンタルズ要因よりも市場要因の方が優勢であり、この先数カ月間もそのような地合いが続く可能性があります。米ドルの実質利回りが低い水準で推移する中で、新興国市場には安定的に資金が流入しています。10 年債の実質利回りが⁻1.05%を下回るなど、短期的には追い風が続く見通しです。一方、金融環境の逼迫化に伴い、経済成長見通しは弱含む可能性があります。最近の中国の製造業のデータや、アジア全域において長期化するサプライチェーンの混乱を見る限り、2022 年に向けて見通しが悪化することも考えられます。テーパリングはサプライズにはならないとみられますが、FRB の利上げの織り込み状況は注意深く見守る必要があります。

新興国市場では、多くの中央銀行が FRB に先行して政策金利を引き上げています。ウイルス感染の波が続く中でも、チリ、ブラジル、メキシコ、ハンガリー、ロシアなどでは利上げが実行されました。最も極端なケースはおそらく韓国であり、最近では、デルタ株の感染急増も利上げを見送る要因にはなりません。

パンデミック危機の特徴の 1 つとして、新興国市場では、経常収支をはじめ、一部の重要なファンダメンタルズ指標が表面的には改善しています。対外貿易データの改善と政策金利の上昇が重なる状況は、新興国の資産にとってプラスに作用するとの見方が一般的ですが、この 2 つの動向を過度に重視するべきではないと考えています。第 1 に、ロックダウンの導入に伴い、個人消費の低迷が輸入の減少と交易条件の改善につながったという理由だけで、経常収支は改善しています。このため、経済活動の再開に伴い、改善幅の大部分が巻き戻されるとみられます。第 2 に、多くの中央銀行が利上げに踏み切りましたが、意味ある形で実

行したのはブラジル中銀に限られます。他の国では小幅な利上げにとどまり、意味を成すには追加的な利上げが必要になるでしょう。新興諸国のファンダメンタルズについては、慎重な見方を据え置きます。全般にロベコのマクロ戦略では、新興国のハードカレンシー建て債券のスプレッドを含めて、ベータとしてスプレッド・リスクをアンダーウエイトとしています。

為替: 米ドルを敬遠する動きには追従せず

為替市場では、シクリカル通貨や新興国通貨を用いてリフレ・トレードのポジションを構築する動きには、引き続き懐疑的です。伝統的なリフレ・トレードに適した環境として、現在の経済環境を位置付けるのは極めて難しいと考えています。第 1 に、経済指標は 2020 年初頭以降では最も、ネガティブ・サプライズに振れるようになっています。これと足並みを合わせる形で、大方の国、地域では、経済見通しを下方修正する動きが続いています。

第 2 に、経済の観点からも、新型コロナウイルスは大きな不確実性をもたらしています。第 3 に、供給のボトルネックは、短期的にインフレ圧力をもたらすと同時に、インフレの過度な上昇によって個人消費と生産が下押しされるため、長期的にも経済成長に深刻な打撃を与える可能性があります。最後に、中国経済は顕著に減速しています。グローバルな経済成長の重要な牽引役である中国経済の減速は、移動に関する指標が全般に改善傾向にある中で国際貿易データが悪化しつつある要因であると考えられます。ロベコの見解では、単純にウイルスが拡大した結果としてモメンタムが弱まったと主張するのは困難であり、それ以上の要因が存在するようです。このため、シクリカル通貨と新興国通貨に対する慎重な見方を据え置きます。

為替に対しては保守的なスタンスを据え置き、投資対象通貨の範囲でより個別性の強い戦略を追求しています

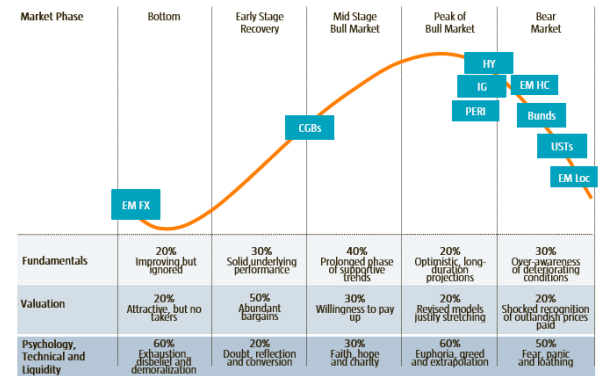
米ドルは引き続き興味深い状況にあります。米ドル安の進行を予想する見方がコンセンサスですが、下落

の度合いについては、年初来、控え目な方向に予想が振れています。予想の典型的な根拠は、インフレ上昇を予想する論客が一般に依拠するものと同じであり、インフレ率の構造的な上昇と金融政策対応の鈍さが重なって、米ドルの実質利回りが他通貨対比で大幅に低下する、というものです。しかしロベコでは、この見方に対して慎重になるべき理由が数多く存在すると考えています。第1に、「**インフレに対する過剰反応**」の中で主張したように、インフレ率の構造的な上昇を予想する議論の多くは論拠に乏しいとみています。第2に、通貨は大きな枠組みの中で取引されるため、さまざまな要因に反応する傾向が見られます。実質利回りの格差は重要ですが、経常収支や、中央銀行のバランスシートのストックとフローの相対関係なども、同じように重要です。第3に、FAITを支持する動きが後退したとみられる中で、FRBが積極的に許容するインフレ目標の上振れ幅は縮小したようです。このことは、実質利回りが低下せず上昇する可能性がコンセンサス予想において過小評価されていることを示しています。

以上の議論を総合して、為替に対しては保守的なスタンスを据え置き、米ドルやシクリカル通貨や新興国通貨に対してディレクショナルなポジションを取るのではなく、投資対象通貨の範囲でより個別性の強い戦略を追求しています。

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、2021年9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 Helen Qiao 氏、Janice Xue 氏 (BAML)、Yi Xiong 氏、Linan Liu 氏 (Deutsche Bank)、Seth Carpenter 氏 (Morgan Stanley)、Richard Perkins 氏 (Robeco) 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。

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
--