



グローバル債券マクロ・アウトック マルチプル・シグマ・イベントの再来

- 新型コロナウイルスの動向によってこれまでコンセンサスだった見方が揺るがされることに
- その結果、長期債利回りは 10 カ月前と同様の水準で推移
- 一方、中国関連の問題が重しとなってクレジット市場には割高感が台頭

概要

2022 年を目前に控え、グローバルな債券市場ではボラティリティが上昇傾向にあります。短期年限のユーロドル先物価格は 1 日で 25bps 変動し、米ドルは対トルコ・リラで急激かつ無秩序な状態で上昇し、中国のハイイールド債の спреッドは 2008 年における米国のハイイールド債の水準を既に上回っています。10 年債利回りは 10 カ月前と同様の水準で推移しているものの、世界の債券市場全体を見渡すと、マルチプル・シグマ・イベント(複数の標準偏差(σ :シグマ)で表されるような極端に発生確率の低いイベント)の再来が確認されません。

Outlook
機関投資家向け
2021 年 12 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

9月に公表したグローバル債券マクロ・アウトルック「[トンネル・ビジョン\(視野狭窄\)](#)」において、債券市場がインフレ動向にとらわれていること、米国債のベア・スティーピングのポジションが選好されていること、クレジットのオーバーウエイトがコンセンサスとなっていることについて議論しました。また、心理学者のクリストファー・チャプリス氏(ハーバード大学)とダニエル・シモンズ氏(コーネル大学)が「見えないゴリラの実験」において、選択的注意の役割を示したことについて指摘しました。人間は認知的に1つの対象にのみ集中し、他の対象への気づきや考慮を犠牲にしてしまう場合があることを意味する概念です。

その後、債券市場は視野を広げるようになったようです。11月半ばに中欧、北欧諸国において初めてロックダウン措置が適用されたこと、米国債のイールドカーブが大幅にフラットニングしていること、長期年限にショートカバー(売りポジションの解消)の動きが確認されることを踏まえると、異論の余地はあるにしても、ステープナーはペイン・トレードとして主流ではなくなりました。長期年限の米国債は、今年1月時点のフォワードの水準近辺で取引されています。もっとも、短期的には、変化のプロセスは完了していないように思われます。足元におけるオミクロン株の感染拡大を受けて各国の債券利回りが急低下した状況を見る限り、債券投資家は負債対比で必要な規模の債券を積み上げていないように思われます。

2022年に向けて、市場は何かを見逃しているのでしょうか。ここでは3つのテーマを指摘します。1つ目のテーマは、中国のクレジット市場における次の動きです。9月には、中国において不動産セクターのハイイールド債のボラティリティが上昇するリスクを指摘しました。幅広い不動産関連のデフォルトが織り込まれ、景気の減速が続く中で、中小の銀行や地方政府に対して影響がどのように波及するのかが注目されています。結局のところ、銀行業務においては、どの債務者にも対応する債権者が必ず存在します。一方、地方政府の状況を見ると、国有地使用権の販売は半減しています。2つ目のテーマとして、ほとんどの市場参加者は、新型コロナウイルスに対する想定を見直す必要があると考えます。3つ目のテーマとして、(繰り返しとなる)米国の債務上限問題、英領北アイルランドとの貿易を巡る英国と欧州間の対立(北アイルランド議定書第16条発動の有無)、そして、ポーランドの主権問題、ベラルーシの地政学リスク、ロシアとウクライナの緊張関係、トルコにおける金融政策と政治の対立といったEU東部に存

在する幅広い火種など、数多くの政治的、地政学的なリスクが見受けられます。3つ目のテーマに関しては、真の意味で世界的規模のサプライズに発展しうるのは米国の債務上限問題に限られますが、局地的にボラティリティが高まる可能性は否定できず、多くの状況が同時に悪化すれば、リスクオフの傾向が強まるおそれがあります。

この3つの要因は、引き続き活発なインフレを巡る議論の代わりとしてではなく、並行して考慮するべきでしょう。9月にアウトルックを公表して以来、米国の中古車価格は上昇傾向にあり、欧州の天然ガス価格は、地政学関連の不測の事態を十分に想定していなかった可能性のある炭化水素の移行期にあつて、高止まりしています。また、サプライチェーンの混乱が続く一方で、労働市場における需給のミスマッチが解消されない米国では、所得水準が最も低い層の賃金が引き続き急速に上昇しています。さらに、賃料のインフレにも上昇傾向が見られます。2022年には、これらの不確定要素の動向が、パンデミックの危機対応である緩和策の巻き戻しを図る中央銀行の政策に、影響を与える見通しです。総じて言えば、足元でユーロ圏のインフレ率がピークに達したのに対して、米国のインフレ率は2022年上期においても高止まりすると予想しています。2022年下期に入ると、ベース効果やサプライチェーン混乱の影響が和らぐ結果、インフレは世界的に落ち着きを見せるものの、過去10年間の平均的な水準を上回ると予想しています。もっとも、インフレ期待に関しては、実態よりも速いペースで織り込む作業が進んでいるように思われます。

新型コロナウイルス関連では、南アフリカの科学者が最新の変異株を発見して以来、事態は急速に進展しています。変異株の名称は、11月26日には「ニュー(Nu)」株に決定されたものの、その後24時間以内に「オミクロン(omicron)」株に変更されました(世界保健機関(WHO)はギリシャ文字のアルファベットの14番目をスキップしています)。命名法はさておき、足元の展開は、よりダイナミックなスタンスをとることの重要性を示していると考えられます。結局のところ、オミクロンは最後の変異株ではなく、最後の懸念すべき変異株になる可能性は低いとみられます。「パイ(pi)」、「ロー(rho)」、「シグマ(sigma)」というように変異が進む可能性を否定するのは過度に楽観的であり、「オメガ(omega)」まで達して(スキップされた文字を除く)アルファベット24文字全てが使われた後に、「ニュー・アルファ(あるいはそれに相当する名称)」に戻ることも十分

考えられます。(未発生ではあるものの、発生することが合理的に予想可能な)将来の新変異株がワクチンの有効性に打撃を与えるかどうか、感染性の前提を変えるかどうかはわかりません。しかしながら、市場において、今後シナリオの展開を想定した上で、各シナリオに付与されたリスク・プレミアムを織り込む作業が進まなければ、(11月下旬に発生したような)マルチプル・シグマ・イベントは再発することになるでしょう。ロベコでは、3カ月ほど前に引用したテルアビブ大学の論文のアプローチに基づき、基本シナリオとして、市場においてウイルスの重要性が減少するには、世界の人口が十分な水準の粘膜免疫を獲得する必要が生じると予想しています。これは単純な推定ではなく、科学的知見を反映させた予測です。

要約すると、債券市場全体にはいくつかのマルチプル・シグマ・イベントが見受けられます。このような環境においては、視野を広げた上で、不均衡な状態を模索するアプローチを採用すべきでしょう。大規模な緩和策が必要になる可能性を踏まえて、中国国債のデュレーションをロングする戦略などが考えられます。反対に、日本国債の長期ゾーンは極めて不均衡な状態にあり、インフレ上昇局面が長期化した場合には、金利上昇リスクにさらされているとみています。一方、欧州国債間の比較では、ECBの資産買い入れプログラムは継続中であるものの、2022年上期に、まずイタリアで、続いてフランスで政治イベントが待ち受けているため、両国の国債をアンダーウエイトとするポジションが考えられます。米国債とドイツ国債に関しては、引き続きフラットナーのポジションを選好しています。ただし、米国債については、バリュースhiftは2年/5年にシフトしたとみています。

クレジット市場では、ユーロと米ドルの投資適格債およびハイイールド債の спреッドは拡大に転じたようであり、多くのセルサイド・ストラテジストはより慎重な見方にシフトし始めています。バイサイドは依然としてクレジットを総じてオーバーウエイトとしているため、市場の見方が変化する可能性は高いとみられます。リアルマネー投資家の大規模なポートフォリオの変化は、ストラテジストが何か執筆するよりも大きな影響を市場に与える傾向があるため、ここでも市場への影響が想定されます。

アジアのクレジット市場では、地方債や中小規模の銀行に影響が波及するかどうか、重要な問題となります。中国の投資適格金融債の спреッドは極めて不均衡な状態にあり、セクターの深刻な景気後退や広範

なデフォルト発生を既に織り込んだハイイールド債の спреッドとは、前提条件が大きく異なります。このように、足元の市場では、プライシングが不思議なほど分けられているため、中国の投資適格金融債の見通しは極めて不均衡な状態であり、ポートフォリオに弱気見通しを反映させるには適したタイミングと言えます。一方、新興国市場は、インフレ懸念が再燃した場合の米ドル高シナリオに対して、あるいは中国のハードランディング・シナリオに対して、脆弱な状態にあるようです。

目次

マクロ経済と政策の見通し.....	5
金利戦略.....	9
債券のアセットアロケーション	11

マクロ経済と政策の見通し

成長見通し: 三番底リスクを見極める

北半球が冬を迎えようとする中で、新型コロナウイルスの感染者数は増加傾向にあり、何らかの経済的影響はほぼ不可避とみられます。仔細に見ると、製造業と(人との接触機会が多い)サービス業では、状況がいくぶん異なります。

製造業においては、中間財、コモディティ、貨物輸送の供給におけるボトルネックが解消されずに、鉱工業生産の伸びを引き続き抑制していることは明らかです。この点において、自動車や電子機器セクターが引き続き打撃を受けています。もっとも、好材料として、アジアでは電子機器関連のボトルネックに初めて解消の兆しが見られるほか、貨物輸送料金の上昇には世界中で歯止めがかかっています。中国では「ゼロ・コロナ」政策の下での港湾閉鎖リスクが想定されますが、2022年に向けて前向きな要因に転じる可能性があります。

サプライチェーンにボトルネックを生じさせた要因としては、昨年はパンデミック関連の混乱が中心的でしたが、今年1年間に関しては、消費財に対する堅調な需要が要因として重みを増しています

サプライチェーンにボトルネックを生じさせた要因としては、昨年はパンデミック関連の混乱が中心的でしたが、今年1年間に関しては、特に米国と英国においては、消費財に対する堅調な需要が要因として重みを増しています。2022年には、ボトルネックの問題が緩和した場合、依然として高水準の受注残と低水準の在庫を補充する動きが、製造業の生産の伸びを下支えするとみられます。また、在庫不足に起因する将来の販売機会の喪失を避けるために、在庫補充の動きが加速することも考えられます。

しかし同時に、製品に対する最終需要には減速の兆しが見受けられます。その要因は、ロベコが指摘してきたように、米国とユーロ圏における財政推進力と

民間セクターの与信推進力の勢いが弱まったことだけではなく、中国における内需の減速とも関連します。中国では、与信推進力は6カ月以上前からマイナスに転じており、不動産セクターが下降局面に入ったことは間違いありません。インフラ投資が低調で、個人消費も脆弱な状況において、製造業関連の投資と既に堅調な輸出によって十分にカバーできるとは思えません。サービス業関連の消費に対して新たに制約がかかる結果、中国国外からの財に対する需要が一時的に押し上げられる可能性はあります。このことから、(人との接触機会が多い)サービス業における支出の見通しは、引き続きウイルスの動向に左右されると考えられます。

北欧諸国における最近の感染者数の急増と、より重要な点として、入院率の急速な上昇は、7~9月のイスラエルの状況と一致します。移動制限が再び課される結果、サービス業に影響が生じるというのが、今冬に関するロベコの基本シナリオになります。

ワクチンのブースター接種の普及、実際の感染を通じた(粘膜)免疫獲得者の増加(将来の感染に対してワクチンよりも強力な予防効果を提供すると考えられます)、行動制限に伴う社会活動の不活性化について考えると、移動やサービス活動への打撃が昨冬ほど深刻にならない可能性がうかがわれます。とは言え、一部の欧州諸国において四半期のGDP成長率が伸び悩み、緩やかな景気後退の三番底が形成される可能性も否定できません。また、最近、変異株であるオミクロン株が発見されたことによって、免疫回避型の新変異株の出現というダウンサイド・リスクも想定されます。

3カ月前に指摘したように、新興国市場にとっての潜在的な安心材料として、一部の国ではこれまでの感染によって、(相対的に)高いレベルの社会的免疫が形成されたように思われます。また、ここ数カ月の間に、ワクチンの普及も進んでいます。反面、新興国市場では、全般に中国の経済成長の道筋に左右されやすい国が多く、また、それ以外の国でも、インフレが上昇する中で金融政策の引き締めが進んでいます。

以上を踏まえて、2022年は世界経済の成長率がコンセンサス予想に達することは一段と困難になると予想しています。好材料に注目すると、住宅市場が底堅

さを維持していることや、(所得階層や地域によりばらつきは見られるものの)余剰な貯蓄が存在していること
によって、米国を含む多くの先進国では、引き続き内
需が下支えされる可能性があります。悪材料に注目す
ると、ウイルスの動向に加えて、期限の迫る米国の債
務上限問題、地政学の状況(ウクライナ国境周辺など)、
一部欧州諸国において予定される大統領選挙などが、
潜在的な波乱要因として挙げられます。

インフレ動向 – 大波も波には変わらない

インフレ目標を上回る期間が長期化するリスクが高
まっていることを、多くの中央銀行が認識しています。
これは、サプライチェーンのボトルネックのように、総合
インフレ率を押し上げてきた特定の一過性の(あるい
はその他の性質を有する)要因が再評価された結果、
というわけではありません。むしろ、インフレ上昇の長
期化に伴い、賃金にいわゆる二次的影響が波及する
リスクが高まれば、2022年第1四半期以降にはベース
効果の剥落によるインフレ率の急速な低下が見込まれ
るとはいえ、さらなる物価上昇につながりかねないとい
う懸念が背景にあります。

中央銀行は、パンデミックや人口構成に関連する労
働力不足やインフレ期待の不安定化ではなく、(FRBの
新しいインクルーシブな雇用のマニフェストに基づく)雇
用環境の好転に伴う需給の緩み(スラック)の減少を背
景として、賃金が上昇する姿を理想として描いていま
す。

サプライチェーンのボトルネックは、部分的には米英
における財に対する消費支出の増加に関連するもの
ですが、特定のコモディティ(天然ガス、肥料、マグネシ
ウムなど)に関しては、供給の混乱を強く反映するもの
であり、過剰消費や、まして過剰なマネーの伸びを示
唆するものではありません。中国では生産者物価指数
(PPI)と消費者物価指数(CPI)の間に大きな乖離が存
在しますが、インフレが消費需要よりも供給に左右され
るケースがあることを示す、好例と言えるでしょう。鉄鉱
石や木材の価格が急上昇した後に急落に転じた事例
は、金融市場におけるフロス(バブルより細かい泡)の
役割を示していますが、これは明らかに一過性の要因
と言えます。

この先、北半球における新型コロナウイルスの流行
が、世界の財に対する消費支出を改めて後押しする可

能性があります。もっとも、消費サービスに対する制約
を伴う可能性があり、サービス業のインフレを下押しす
る方向に作用するため、インフレ率の水準よりも予想さ
れていた構成の変化の減速につながる可能性があります。

米国では、高水準の中古車価格 と賃料のインフレ率のさらなる上 昇に起因して、今後数カ月間はコ アインフレ率が高い水準で推移す る可能性が高いようです

米国では、高水準の中古車価格と賃料のインフレ率
のさらなる上昇に起因して、今後数カ月間はコアイン
フレ率が高い水準で推移する可能性が高いようです。所
得水準が最も低い層において賃金が力強く伸びている
状況は、外食や娯楽などのサービス価格にも反映され
ています。もっとも、そのような動きはニュースの見出し
をにぎわすことはあっても(バーガーキングのボーナス、
マクドナルドにおける10%の賃上げなど)、CPI全体に与
える影響は限定的です。来年3月以降、総合インフレ
率は低下傾向に転じて、6月には3.75%、12月には
2.75%まで低下すると予想しています。

ユーロ圏では、11月の総合インフレ率が20年来の
高水準に達したようですが、来年1月以降には、ドイツ
における付加価値税増税に関連するベース効果の剥
落と、エネルギー税の減税開始を受けて、低下傾向に
転じる見通しです。ロベコのモデルによると、当初、急
激に低下した総合インフレ率が2%という穏健な水準に
戻るには、2022年後半までかかる可能性があります。
英国では現在、小売物価指数(RPI)が6.0%に達してい
ますが、エネルギー価格がサービス価格(娯楽、レスト
ラン)と足並みをそろえて上昇し続けているため、来
年上期には30年来の高水準を更新すると予想してい
ます。その後、下期に入ると、ベース効果の影響が顕在
化することによって、RPIは4.0%へと急低下する見通し
です。もっとも、コアインフレ率は来年1年間を通じて政
策目標を上回る水準で推移し、政策目標に戻るには
2023年末までかかると思われます。

ユーロ圏においても米国と同じように、各国の中央
銀行は賃金の動向に注目しています。労働市場には

依然として大きなスラックが存在するため、現時点では、ユーロ圏全体の賃金の伸びは抑制されているように思われます。とは言え、2022年のいずれかの時点では、パンデミックの状況が許容する限り、南欧諸国と比べて労働力不足を指摘する企業が多いドイツを含む欧州北部の国では、賃金の上昇圧力が生じると予想しています。

財政政策と量的緩和政策: それほど速いペースではない

多くの先進国では、引き続き財政政策が回復を下支えています。2022年に入ると、はじめに(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、次に(1兆ドル規模のインフラ投資法案が可決された11月に続いて、上院において1.9兆ドル規模の「より良い復興(Build Back Better)」法案の採決を控える)米国において、財政政策が実行されるものの、支援効果の漸進的変化を測る指標である「財政推進力」は低下に転じる見通しです。

インフレが長期化すると認識が強まったことを受けて、中央銀行のバランスシート政策を通じた支援も徐々に後退しつつあります。年初来、ニュージーランド準備銀行(RBNZ)が債券の買い入れを停止したことに続く形で、カナダ銀行もネットの債券買い入れ停止を発表しています。また、近い将来にイングランド銀行がこれに続く見通しであり、オーストラリア準備銀行(RBA)も2022年5月までに買い入れプログラムを終了する意向を示しています。

一方、FRBは毎月の国債と住宅ローン担保証券(MBS)の買い入れ縮小を、2022年半ばまでに終了するとしています。最近のFRBのコメントが何らかの手掛かりになるのであれば、リスクは「テーパリング(量的緩和の縮小)」を前倒しする方向に偏っているように思われます。とは言え、今年の冬に米国においてウイルス感染の見通しが悪化した場合には特に、何らかの揺り戻しが生じる可能性も否定できません。

ECBもまた、最近までは、「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」に基づくネット買い入れを2022年半ばまでに、可能であれば第1四半期末までに、ゼロに戻す方針のようでした。ただし、「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ペースは据え置かれる見通しです。さらに、量的緩

和の「クリフ(崖)効果」を避ける目的により、APPに基づく買い入れを増額することも十分考えられます。代替案として、量的緩和のバックストップ(場合によっては新規支出機能を有する休眠状態のPEPPなど)が検討される可能性もあります。いずれにしても、ECBは2022年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。さらに、近い将来には、グリーン・ローンか気候関連ローンを対象とする「TLTRO(的を絞った長期資金供給オペ)」プログラムの創設を、場合によっては条件を厳格化した上でTLTRO-IIIの増額を示唆すると予想しています。

一方、中国では、これまではバランスシートの拡大は小幅にとどまってきましたが、中国人民銀行は不動産セクターと経済全体の減速を踏まえて、緩和スタンスに転じています。ここ数カ月間は、広範な緩和に踏み切ることは消極的であり、グリーン・プロジェクトや気候関連プロジェクトに対する資金支援を中心とする、的を絞った流動性支援に重点を置いてきました。もっとも、長期的にみると、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: 次はどの中央銀行か

ロベコでは引き続き、ほとんどの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、ネットの資産買い入れを終了した後に利上げを開始する方針、に従うとみています(直近の[セントラル・バンク・ウォッチャー](#)参照)。したがって、G10諸国の中央銀行の中でこの先3カ月間に利上げに踏み切るのは、ノルウェー中央銀行やRBNZ(11月末に続いて追加利上げを実施する意向の場合)、場合によってはイングランド銀行に限定されるようです。ただし、イングランド銀行の論調は、足元の新型コロナウイルスの動向を受けて慎重さを増しています。

FRB がテーパリングを加速させ、実際に 2022 年第 2 四半期に完了した場合、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 2022 年半ばごろになるとみられます

FRB がテーパリングを加速させ、実際に 2022 年第 2 四半期に完了した場合、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 2022 年半ばごろになるとみられます。FF 金利先物のカーブの形状と、(ユーロドル先物価格が高値を付けた直近のタイミングにおいて) 2023 年年初までに 25bp の利上げが 3 回分織り込まれている状況から判断すると、このようなテーパリングの加速と早期の利上げ開始シナリオに対して、市場の備えは整ったようです。もっとも、2014 年の事例では、テーパリングが完了してから利上げを開始するまでに 1 年以上かかったことを、忘れるべきではありません。2014~15 年の利上げ開始前の期間には、大規模な利上げが織り込まれた後に短い期間でポジションが解消されるという流れが、何回か繰り返されています。FRB によるコミュニケーションの失敗とセンチメントの転換という流れが起きやすい状況が再び整いつつあり、バリュエーションに基づく短期年限のレンジ取引に好機が生じています。

ECB の政策金利に関するフォワード・ガイダンスは、7 月に発表された新しい 2% のインフレ目標と整合的な内容ですが、これには利下げの可能性が依然として示唆されています。これに対して市場では、1 年先と 2 年先にそれぞれ 10bp、30bp 程度の利上げが織り込まれています。ロベコでは、利上げの条件が「近い将来に」整う可能性は低い、というラガルド総裁の見解に同意しています。ここでは、基調的なインフレ率の十分な上昇が条件の 1 つになりますが、ユーロ圏において賃金が顕著に上昇することが、そのための前提になると考えています。このため、ECB が 1 年以内に初回の利上げに踏み切る確率を、市場よりも低く設定しています。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(あるいは、一過性の現象ではなかった場合に備えて)、この先、さらなる利上げが市場価格に反映されることも想定されます。欧州においてウイルスの感染状況の見通しが好転するまでは、そのようなシナリオが実現しないことは明白なようです。

中国の政策当局は、おそらく不動産バブルの拡大を懸念して、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、的を絞った金融緩和と財政支援によって経済成長の下方トレンドに対応することは可能であると、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。

金利戦略

FRB の利上げ見通しを受けて、フラットナーの魅力はより短い年限にシフト

インフレの動向、新型コロナウイルスの感染状況、債券市場の流動性に関して不確実性が存在していますが、最近数十年間にわたって定着してきた債券市場の構図に、変化は生じないと予想しています。具体的には、主要先進国において観察される自然利子率(r^*)の低下ペースは緩やかになったものの、方向性に変化はないとみています。また、中立的な金利の水準は、前回の利上げサイクルにおいて経験したよりもいくぶん低い水準にとどまると予想しています。利回りの水準、イールドカーブ、スプレッドに関する見解を形成する際に、この前提が出発点になります。

現在、インフレに関する不確実性が高まっているものの、中立的な金利の水準は、前回の利上げサイクルにおいて経験したよりもいくぶん低い水準にとどまると予想しています

米国では、5 年間の見通しを提示したスペシャル・レポート「[Central banks' post-pandemic playbook](#)」において示したように、中立的な名目金利は 1.7~2.5%で推移すると予想しています。引き締めサイクルにおいて、金利が中立的な水準を超過することは想定されますが、この 10 年間に超過幅は大きく縮小しています。実際、2006 年および 2018 年に終了した FRB の引き締めサイクルにおいては、超過した局面はほとんど見られませんでした。

この先は、初回の利上げタイミングが重要な意味を持ちます。過去の利上げサイクルにおいては、利上げが近づいた際に、10 年債利回りと 2 年先までの短期金利の関係が強まる傾向が観察されているからです。11 月半ばには、ユーロドル先物価格(10 番目の限月)のインプライド利回りは、1.85%のピークに達しました。新型コロナウイルスのオミクロン株に関する不確実性によって、短期的には両者の関係は弱まる可能性があります。「質への逃避(FTQ)」の動き、短期年限のレバレッジ・ショート・ポジションの損切り、ウイルスの動向とこの冬に生じる経済的影響に関するメンタリティの変化

が、短期的には利回りを押し下げるからです。とはいえ、FTQ の動きが一巡すれば、インフレ懸念が続く中で、2022 年第 1 四半期に短期年限の利回りが上昇する可能性はあるとみています。その場合、10 年債利回りは近い将来に 1.85%の水準に戻る可能性があります。このように、短中期の見通しには 2 つの展開が想定されています。

イールドカーブ戦略としては、カーブの形状、金融政策のサイクルにおける位置付け、コンセンサスのステイプニング・ポジションが過密状態にあることを踏まえて、ロベコではここ数四半期にわたって 5 年/30 年のフラットナー・ポジションを推奨してきました。これまで想定通りに進み、コンセンサスのポジションは概ね解消されています。5 年/30 年にはさらなるフラットニングの余地があるとみていますが、足元のスプレッドの水準とポジショニングを見る限り、リスク・リターン特性は第 2、第 3 四半期ほど魅力的ではありません。今後については、2 年/5 年のフラットナーの魅力が増していると考えています。このゾーンでは魅力的な水準に向けてステイプニングが進んでいますが、6~12 カ月以内に利上げが予想される中で、フラットニングしやすい状況にあります。このように、フラットナーの魅力はより短い年限にシフトしています。

ドイツ国債については、中立的な金利のレンジを 0.05%~1.25%と想定していますが、レンジの下限の方が重要な意味を持つと考えています。最近、市場価格に織り込まれる 2 年後の中銀預金金利の水準は辛うじてゼロ近辺まで上昇したものの、その後低下することになりました。前述のように、ECB が 2022 年に利上げを実行するとの見方は時期尚早であるとみています。(見通しを反映する)短期年限の先物価格とドイツ 10 年国債利回りの間には密接な関係があると考えますが、この点を踏まえると、近い将来にドイツ 10 年国債利回りが 0%を超えて上昇するシナリオを描くのは容易ではありません。現在の水準は、ロベコの想定取引レンジ(-0.65%~0.0%)の中間にあります。最近、年末特有の要因によって短期年限の国債の流動性が逼迫したことを受けて、ユーロの金利市場には大きな影響が及んでいます。スワップ・スプレッドが拡大したため、高格付け債(ソブリン・国際機関・政府機関(SSA)債)市場では相対価値の取引機会が広がっています。ロベコでは、年末以降に短期年限のスワップ・スプレッドが再び縮小

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。

する可能性があるとして、例えば 2 年ユーロ・スワップとドイツ 5 年国債のスティーブナーのポジションを構築する、(より) 有利なタイミングを模索しています。

引き続き、(他の市場対比での) 中国国債のオーバーウエイトが最も高い確信度で推奨されます。ここ最近ではアウトパフォームしているものの、州政府・地方政府による起債の増加や(これまでのところ) 利下げをためらう中国人民銀行のスタンスを背景に、利回りのボトムは更新されていません。ロベコでは、中国人民銀行はいずれバランスシートの拡大や政策金利の引き下げを余儀なくされることになり、国債利回りは単独ベースでも他の国債(日本国債など) 対比でも低下すると予想しています。

ドル圏の市場では、この他にも金利の取引機会が浮上しつつあります。オーストラリア、カナダ、ニュージーランドの国債利回りは、米国債利回りを超えて上昇しています。これらの市場では、利回りの位置関係が一時的に変わることは珍しくありませんが、構造的に変わる展開は想定していません。

物価連動債に関するロベコの見解は変わっていません。金融政策は緩和を縮小する方向に動いているため、この資産クラスの魅力は低下すると予想しています。インフレ指標の上昇を受けて、ブレイクイーブン・インフレ率は極めて高い水準に達しているため、ショート・サイドからポジションを構築する機会が増しているとみています。

債券のアセットアロケーション

クレジット市場 – 全ての注目は中国市場に

2022 年を控えて、グローバル債券市場全体において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・スプレッドはどのような観点から見ても割高であり、タイトニングの動きも停止しています。実際、ユーロの投資適格債とハイイールド債のスプレッドは、わずか 10 営業日の間に、年初を上回る水準まで拡大しています。年間を通して、スプレッドはレンジのタイト・サイドで取引され、縮小の余地が存在しない様子がかげえまです。オミクロン株のニュースが流れる前の段階から、特に米国では新型コロナウイルスの影響が過小評価されていると感じていました。流動性はさらに縮小する方向にあります。FRB がようやくテーパリングに着手する一方で、各国の中央銀行はインフレの動向に対して依然として神経質であり、利上げの流れは新興国の中央銀行と先進国の先行組からイングランド銀行、最終的には FRB に波及しつつあります。しかし、より重要な点として、中国の金融危機が伝播するシナリオはほとんど織り込まれていないように思われます。中国の政策当局が現状を容認したとしても、中国の投資適格債が再びタイトニングする余地は極めて限定的とみられます。一方で、マクロ・ブルーデンスの観点から統制を維持する方針であれば、投資適格の金融債市場では弱気相場が始まったばかりであり、その先の展開が懸念されます。

ファンダメンタルズ – 通常とは異なる

ファンダメンタルズに注目すると、前年同期比ベースで見ると、各種の経済指標は新たな拡大局面が 2 年目に入ったことを示しており、一見すると万事順調なように思われます。しかしながら、製造業の納期、天然ガスやマグネシウムなどのコモディティ、低所得者層の賃金といったデータからは、足元の回復が通常とは異なる様子が明確に確認されます。

2021 年を通じて、デフォルト率は極めて低い水準にとどまり、先進国市場では目先の懸念は存在していません。しかしながら、ウイルスに特有の性質が付随する今回のサイクルは、ここ数十年間の前例とは異なることを示す点が見受けられます。例えば、企業向けの与信創出の動きは、2010～2020 年の「セキュラスタグネーション（長期停滞）」の時期と同じように、実質ベースでは既に縮小傾向にあります。足元の縮小傾向が、バランスシートの余裕度を高める目的による 2020

年の借り入れブームの反動であるとするれば、必ずしも問題含みとは言えませんが、成長のモメンタムが失速している感は否めません。中国のハイイールド債のオフショア発行市場では起債の動きが止まっていますが、これは景気後退期や信用逼迫期に典型的な状態です。自動車セクターでは、サプライチェーンの問題がネックとなっています。また、娯楽や接客に関連するセクターでは、賃金が二桁台のペースで伸びていますが、これは 1970 年代を彷彿とさせる動きと言えます。一方、LBO リスクが再び台頭するようになり、プライベートエクイティ・ファンドのドライパウダー（待機資金）が記録的水準まで積み上がる中で、欧州のテレコム企業や小売り企業を潜在的な買収ターゲットとする報道が見受けられます。これは、1980 年代末のような、サイクルの中盤から終盤にかけてのブームに特徴的な光景と言えます。さらに、トルコの為替・金利市場の激変は、1990 年代の米ドル高局面において新興国市場のボラティリティが高まった状況を連想させるものです。このように、現在の状況は標準的なサイクルの動きではなく、混乱、さらには機能不全、いくつかの異なる長期的な方向性を、同時に示唆する指標が複数見受けられます。

もともと、これらはいずれも、それほど重要な問題には発展しないかもしれませんが、結局のところ、中国におけるイベントが支配的な影響を及ぼす可能性があります。

34 兆ドル規模のクレジット・ブームが無事に収束したとは到底言えません。前回も指摘したように、中国の民間セクターの債務残高は世界最大規模であり、2 位以下とは相応の差があります。これがどのように収束するのかは、20～30 年前の景気サイクルと比べて、世界の経済と市場にはるかに大きな影響を与えることになるでしょう。状況を再確認すると、国際決済銀行のデータによれば、今世紀初頭には中国の民間セクターの債務残高は 1 兆ドル程度でしたが、現在では 35 兆ドルを超えています。このため、鉄鉱石、石油、ドイツの製造業、生産者物価指数など幅広いテーマの進捗状況は、中国政府が採用する政策の選択肢に大きく依存することになります。政策当局は景気を浮揚させることによって、減速を食い止めるべきでしょうか。それとも、痛みを伴うものの必要なレバレッジ削減のプロセスを継続するべきでしょうか。週間の土地取引量が前年比 50% 落ち込み、25 以上の不動産グループの債券がオフショア市場においてデフォルトの危機を迎え、リスク

回避姿勢が強まる中で発行市場は閉鎖状態にあり、システム的な悪影響が地方政府や中小規模の銀行に波及しようとする状況において、中国政府の選択は国外にも幅広く影響することになるでしょう。来年 2 月に開催される冬季オリンピック大会と現在のゼロ・コロナ政策が、きわどい政策バランスをより複雑にしています。

このような環境において、ロベコではシステム・リスクのネットワーク分析と相互関係に基づいて、30 年続いたクレジット・ブーム終焉の影響を受けると予想される近隣市場のバスケットをショートする戦略を、引き続き選好しています。具体的には、中国の投資適格金融銘柄の CDS、ソブリン・リスク、アジアに関連性のあるグローバル・バンク、サイクル終盤に中国のクレジット・ブームに参入した金融機関(バブル末期の数年間に実行した融資のリスクが特に高くなりうる)が候補になります。最近のスプレッド拡大局面において、ある程度の利益を確定しましたが、今後スプレッドが縮小すれば、CDS のプロテクションを買い増す好機になるでしょう。

市場要因 – テクノロジー株の動向と金融緩和の縮小

中国情勢が不安定な中でも、高水準のインフレ率と(実質利回りを押し下げる)低水準の名目債券利回りは支援材料であるとの見方に後押しされる形で、米国のテクノロジー株は最高値を更新していますが、少なくとも債券市場の動きを解釈する上では、このようなロジックには疑問を感じています。その一方で、2020 年に実行された異例の政策の影響によって、多額のマネーが積み上がり、その典型的な帰結として、マクロプルーデンス・リスクが存在していることは認識しています。FRB は 11 月に公表した金融安定報告書において、テクノロジー株のバリュエーション・リスク、オプション取引のレバレッジ、モメンタム、リテールマネーの流入に注目しています。これらのテーマにおいて発生したアクシデントが、クレジット市場に悪影響を及ぼすリスクは、なくなったわけではありません。

金融緩和の縮小は、セルサイド・ストラテジストのコンセンサスとして、幅広く評価されるようになってきました。FRB は他の多くの中央銀行に後れをとったものの、テーパリングのプロセスを進めています。米国のクレジット市場に与える影響についてはそれほど懸念していませんが、2010~2020 年の事例(QE(量的緩和)I、II、III の連続的な終了、長期化したテーパリング、当初の利上げとその後の急速な利上げ、2018 年のバランスシート縮小)においては、金融刺激策の縮小は、より脆弱な海外市場に対して一段と大きな影響を及ぼしています。

結局のところ、2010 年のギリシャ危機、2011 年のイタリア危機、2012 年のスペイン危機、2013 年のテーパリング・タントラム(新興国市場のいわゆる「フラジャイル・ファイブ(脆弱な 5 通貨)」の変動)、2015 年の中国のハードランディングとブラジルの経済危機、2018 年のスプレッド商品全般の軟調な動きに代表されるように、この 10 年間のほとんどの期間において、世界中が FRB による金融政策の引き締めに対して神経質になっていました。不均衡がある程度解消されたケースも見受けられますが(例えば、ギリシャの公共部門に対する会計監査は厳格化されています)、債務残高はむしろ増加しています。米国の各種論文においては、多くの場合、自然利子率がどの程度の高さであれば米国の国内経済は対応可能であるのか、という点が注目されていますが、おそらく市場が問うべきことは、米国以外の脆弱な地域において、自然利子率がどの程度の高さであれば許容されるのか、という点になるでしょう。

バリュエーション

年初来、10 カ月間にわたって、クレジット・スプレッドにはほとんど動意が見られませんでした。10 月に入ってタイトニングの流れは止まっています。(ユーロのスワップ・スプレッドのように)特定の分野で生じているスプレッド拡大の動きは、一時的なものに終わる可能性があります。視野を広げると、2021 年のクレジット・ラリーの失速は、社債スプレッドのタイトニングの数学的限界を示唆しているのかもしれませんが。実際、経済成長に対する一致した見方がサイクルにおいて最も楽観的なタイミングであっても、デフォルト・リスク、格下げリスク、流動性リスクに見合う対価は必要になります。また、過去のさまざまな局面におけるクレジット・スプレッド縮小の限界点も、参考材料になります。

詳細に関しては、近日中に公表予定の「2022 年 1-3 月期クレジット四半期アウトトラック」をご参照ください。

2021 年の年末を前にして、新型コロナウイルスが最後のキーワードになりました。クレジットから話題を転じる前に、ウイルスについてさらに掘り下げて考察したいと思います。ロベコは以前に、問題が終わったと判断するのは危険かもしれないと指摘しました。その一方で、コンセンサス的な捉え方にも再考の余地があると考えています。

投資哲学の観点からは、新型コロナウイルスの問題は多くのマクロ経済のテーマと同じように、**スタティック(静的)**にではなく**ダイナミック(動的)**に捉えるべきであ

ると考えています。その意味を説明すると、市場とは相応に効率的な存在ですが、各種のイベントを「スタティック」に捉えて、あらゆる最新情報のスナップショットをプライシングする傾向が見られます。しかし時として、あるテーマの全貌が判明していない場合には、特に確率分布に歪みが存在するケースにおいて、(顕在化はしていないもののリスクの合理的な予測が可能な場合でも) 将来の潜在的なシナリオが明示的な形でほとんど織り込まれないことがあります。クレジット市場はその好例であり、例えばサイクルが一巡したハイイールド市場において、循環的な景気後退は不可避であるにもかかわらず、通常、景気後退入りの確率は手遅れになるまでほとんど織り込まれません。このため、景気後退入りがいよいよ現実味を帯びると、ハイイールド市場ではいつものようにパニック的な調整が急激に発生することになります。

このような傾向の一因として、市場参加者によって投資の時間軸とインセンティブが異なり、他人よりも適切なタイミングで出口戦略を実行することによって、短期的な利益を獲得できると思い込む市場参加者が多いことが考えられます。しかし最大の要因は、今後の展開に対する見通しではなく、現在のスナップショット(経済成長の実勢値、金融環境、前四半期の企業利益、前四半期のインタレストカバレッジなど)を重視する姿勢であると考えています。上記のような情報はいずれも既知のものであり、多くの場合、効率的な市場においては先行きに対する意味合いはほとんどなく、したがって見通しにはほとんど関係しないと言えるでしょう。実際、中国のハイイールド市場において、B格の不動産企業が(金融環境が良好だった)上期には1,000bp未満のスプレッド(インタレストカバレッジの観点からは許容範囲)で公開市場から資金を調達できたという事実は、その後の下期に発生したイベントに対して意味を持ちませんでした。スナップショットを重視するアプローチに基づいて幻の安心感を覚えてしまうと、2006年にサブプライムの債務者がLibor+10bpで、2009~10年以前にギリシャ政府がドイツ国債利回り+30bpで、(良好な金融環境と元利金返済カバー率を背景に)資金を調達していた事例の再現を招くこととなります。ファンダメンタルズが悪化する状況において、バリュエーションが割高な水準に達し、ポジショニングが過密状態になると、通常は不都合な結果につながります。このためロベコでは、逆張りのスタンスを志向しつつ、スタティックではなくダイナミックなアプローチを選好しています。

このような視点から市場を俯瞰すると、季節的なトレンド、実勢のトレンド、ウイルス学的、疫学的な知見よりも、足元の感染者数や経済活動に注目が集まり、ウイルスの問題が解決したかのように価格形成が進んでいます(2021年夏の「リオープニング(経済活動再開)トレード」が典型例)。揺り戻しのリスクは、断続的に生じる一過性の現象として評価されています。例えば今年6月の時点では、「正常化」の道筋が米国債利回りに反映されていましたが、8月上旬までにデルタ株の感染拡大が完全に織り込まれるようになり、10年債利回りは1.15%まで低下しました。しかしながら、デルタ株の感染拡大は最後の悪材料として認識されました。一方で、イスラエルからの新たな科学的根拠によると、全人口の5分の4にワクチン接種を行うことのみで依存する解決策では、新型コロナウイルスの時代を安全かつ確実に終わらせることはできないことが判明しています。市場には、ウイルスがさらに変異するリスクが全く織り込まれていませんでした。

早いもので年末が近づいていますが、お馴染みのパターンとして、オーストリアでは全土のロックダウン措置が再び導入され、オランダでは移動制限が課され、欧州全域では感染者数が増加傾向にあります。まずは気温の低い北部から始まり、気温の低下に合わせて徐々に南部に広がっていきます。その結果、ユーロのクレジット市場では、11月の超過リターンがここ18カ月以上の間で初めて、大幅なマイナスになる見通しです。一方、ドイツ国債(Schatz および OBL)の利回りは、ここ数年間のレンジの下限に向けて低下しています。昨年の冬にも景気の縮小を経験していますが、季節性を根拠にユーロ圏経済が三番底に陥るとの見方も、もはや突拍子もないものではないのかもしれませんが。

イタリアにおいても、誰もが政治リスクを意識するようになるでしょう

米国におけるウイルスの状況は、つい最近までは、スタティックに見る限り極めて良好なようでした。OpenTable(レストラン予約サイト)の予約状況と航空機の搭乗者数は、いずれもパンデミック前の水準近くまで回復していました。しかしながら、ロベコのスペシャリストであるリチャード・パーキスの話を参考にしつつ、3カ月ほど前に参照したテルアビブ大学の論文(「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:再感染とブレークスルー感染 ([Comparing SARS-CoV-2 natural immunity to vaccine-induced immunity: re-infections versus breakthrough infections \(medrxiv.org\)](#))) の視点からウイルスを捉えると、北半球全体が今年も厳しい冬を迎える可能性は極めて高いように思われます(今年の冬にウイルスが米国を避けて欧州においてのみ出現する理由はありません)。高頻度で発表される米国の消費者サービス・セクターの指標、12月と1月の経済予測、関連して金融市場におけるプライシングを見ると、今冬の感染拡大シナリオを織り込む形で調整する必要が生じるのではないかと感じられます。その結果、金利のコンセンサス予想に反する形で、債券利回りは季節的に低下してプラスのリターンを生み出し、クレジット市場でも、パイサイドのコンセンサス・ポジションに反する形で、厳しい局面が到来する可能性があります。

欧州周縁国債券にとっては ECB のコミュニケーション・エラーがリスク要因

ここ最近、欧州周縁国債券のспレッドは(ECB 関連のニュースを受けて)拡大していますが、イタリア国債、スペイン国債、そして特にポルトガル国債のバリュエーションには、引き続き割高感が存在すると考えています。ECB が各国のспレッドを大きく左右する存在になったため、欧州周縁国債券は ECB が金融刺激策を縮小する動きに対して脆弱であり、ECB はまさに身動きがとれない状況に置かれています。政策支援が継続しないのであれば、誰がこれらの債券を現在の水準で買うことに前向きになるのでしょうか。また、ECB が徐々に政策支援を後退させる過程で、欧州周縁国債券の利回りが上昇した場合、市場が債務持続性の問題に再び注目ようになるまでに、どの程度の時間がかかるのでしょうか。現在予定されている欧州復興基金からの資金拠出を勧奨しても、イタリアの GDP 成長率は危機前の水準を回復する程度にとどまる見通しであり、それ以上の効果は期待するべきではありません。

言うまでもなく、ECB は PEPP が終了した後に、中核となる APP に基づく毎月の買い入れ額を一時的に柔軟に引き上げるか、新しい量的緩和のバックストップを導入するなどして、量的緩和のクリフ効果を回避しようと試みてみましょう。いずれにしても、買い入れの縮小に伴い、спレッドのボラティリティは上昇する公算が大きいとみています。ECB が PEPP や APP について将来的な計画を発表する際に、コミュニケーション・エラーが生じれば、

спレッドには極めて強い圧力がかかる可能性があります。

政治リスクも差し迫っています。来年 4 月に大統領選挙を控えるフランスでは、政府の新型コロナウイルス対応に対する不満が、非中道系の候補者であるルペン氏とゼムール氏にとって追い風となる可能性があります。この先数カ月間において、ロックダウン措置を再び導入する必要が生じれば、少なくとも初回の投票においては、「抗議票」はマクロン大統領再選の支援材料にはならないでしょう。

また、来年 1 月の大統領選挙において、マッタレラ大統領の後任にドラギ首相が選任されることになれば、現在の挙国一致政権とその下での安定が失われかねないイタリアにおいても、誰もが政治リスクを意識するようになるでしょう。その結果、議会選挙が前倒しで行われる可能性があり、また、欧州委員会が条件として要求する構造改革が実現しないリスクが高まることにより、欧州復興基金からの資金拠出が遅れるシナリオすら想定されます。このためロベコでは、フランス、ポルトガル、スペイン、イタリアなど、非中核国の国債のポジショニングを慎重に進めています。

新興国債券: ファンダメンタルズは悪化傾向

新興国市場のファンダメンタルズの見通しは、さらに悪化しています。中国経済の成長鈍化、一部の国におけるインフレの高止まり、為替レートのボラティリティ上昇、財政刺激策と主要な中央銀行による金融支援策の縮小などを背景に、経済成長見通しは下方修正されています。新興諸国の多くの中央銀行が、先進諸国の中央銀行に先駆けて政策金利を引き上げ、なかでもポーランドとハンガリーでは予想を上回る規模の利上げが実行されました。一方、新興諸国の間でも、国によって状況は大きく異なります。中東欧諸国においては、インフレの高止まりが政策当局にとっての懸念材料であり、引き締めサイクルを後押しする形となっています。このほか、一部の新興諸国では、新型コロナウイルス(デルタ株)の感染者数が高い水準で推移する中で、感染力の強いオミクロン株に対する懸念がアフリカ南部を中心に広がっています。また、一部の国ではゼロ・コロナ政策が採用されていますが、今後、そのようなアプローチは試練に直面する見通しです。

過去を振り返ると、米ドルの実質利回りが低い水準

で推移する状況においては、新興国市場への資金フローは下支えされてきました。現在、米国 10 年国債の実質利回りは-1%を下回る水準にとどまり、短期的な追い風となっています。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と、海外需要の縮小を踏まえると、ウイルスの感染拡大に伴う新たな行動制限の影響も相まって、2022 年上期を通して見通しは悪化する方向です。一方、トルコやメキシコなどの国では、政治リスクや金融政策に対する政治介入を背景に、為替レートの変動性が上昇傾向にあります。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中心に、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。これに対して、不動産市場のリストラの影響を相殺するために金融政策が追加的に緩和されるという見方と、ハードランディングのリスクを踏まえて、中国国債のロングを据え置きます。

為替: 米ドルはコンセンサスより堅調

2021 年のコンセンサス予想では、米ドル安が進むとの見方が目立ちましたが、この予想は結果的に非常に誇張されていたこととなります。実際、今年に入って、世界的に不安定なウイルスの状況、米国経済の上振れ、FRB の「柔軟な平均インフレ目標 (FAIT, Flexible Average Inflation Targeting)」政策からの方針転換は、いずれも米ドル高を後押しする要因となりました。年初来、米ドル指数 (DXY) は 7% 近く上昇し、ほぼ全ての取引可能通貨に対して上昇しています。パンデミック危機からの回復は複雑な性質を有するため、2021 年の状況を踏まえると、2022 年のマクロやマネーの環境は、為替市場にとって不安定なものになるでしょう。第 1 に、デルタ株の感染拡大はさまざまな形で世界経済の活動再開を遅らせただけでなく、北欧と中欧の状況が示すように、新型コロナウイルスが市場にとって構造的なヘルス・リスクであるとの考え方を定着させる結果になりました。第 2 に、より重要な点として、2021 年の夏以降、幅広く根深いサプライサイドの問題は、インフレと経済活動の状況を分断させることになりました。ロベコの見解では、経済成長は絶対的には引き続き相応に高い水準にあるため、スタグフレーションには該当しないものの、この先予想される世界経済の成長鈍化は、過去 20 年間で最も高い水準のインフレ率に向かい合う中央銀行と市場が直面する問題を、複雑なものにしています。

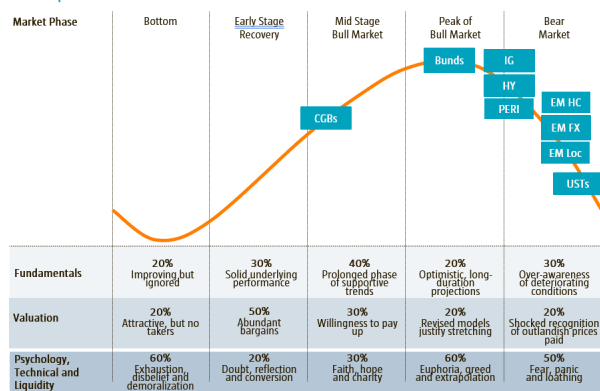
ロベコの新興国市場と FRB の金融政策に対する見通しと、米ドルに対する見通しを合わせて考えると、新興国通貨とシクリカル通貨は困難な局面を迎えると予想されます

経済成長の減速とインフレの上昇という足元の奇妙な経済情勢は、2022 年には 2 つの点で為替市場に影響を与えると予想しています。第 1 に、今後のインフレと経済成長の関係性の分断と、それに対する中央銀行の対応によって、為替市場を取り巻くマクロ環境は、長年の間で最も非整合的でありながら興味深いものになると考えています。第 2 に、中央銀行が経済成長の減速や景況感の悪化とバランスを取りつつ、どの程度インフレの抑制に向かわざるをえなくなるかによって、全般的な米ドル高のトレンドは変化すると予想しています。米ドル高進行のペースは、金融政策の引き締め具合に連動する可能性が高いとみられます。実際、来年には FRB の利上げサイクルが始まろうとしていますが、このことは今回の景気サイクルの進行がいかに速いかを物語っています。米ドルはサイクル中期に特有のフェーズに早くも移行していますが、このフェーズでは、中程度の米ドル高の勢いがさらに強まることとなります。この傾向は、米国における景気後退の終了時から FRB による利上げ開始時までの、過去のサイクルの事例からも確認することが可能です。この枠組みに基づくと、足元のサイクルは過去 50 年間で最も速いペースで成熟したことになります。

ロベコの新興国市場と FRB の金融政策に対する見通しと、米ドルに対する見通しを合わせて考えると、新興国通貨とシクリカル通貨は困難な局面を迎えると予想されます。米ドルの名目金利の上昇見通し、中国経済の成長鈍化見通し、新型コロナウイルスを巡る不確実性を踏まえると、新興国通貨の対米ドルのポジショニングは、慎重に進める必要があるでしょう。ロベコでは、対米ドルで南アフリカ・ランドとインドネシア・ルピアをアンダーウエイトとしています。

資産クラスのポジショニング

図1 | 市場サイクル



Source: Robeco, November 2021, Morgan Stanley cycle characterization

出所:ロベコ、2021年12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 Wei Yao 氏、Michelle Lam 氏 (Soc Gen)、Lorenzo Codogno 氏 (LC Macro Advisors)、Ellen Zentner 氏 (Morgan Stanley)、Richard Purkiss 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
--