



グローバル債券マクロ・アウトルック インフレ・ゲーム

- 中央銀行はインフレ抑制を優先する方向に傾斜
- 第1四半期における食品・エネルギー価格の急騰は金利ショックとVaRショックに発展
- その結果、下期を前にクレジット市場および債券市場では割安な投資機会が到来

概要

「厄介な」から…

前回の四半期アウトルック「[チェックメイト\(Czech mate\)](#)[に陥る](#)」において、ロシアによるウクライナ侵攻に伴い、インフレがより高い水準で持続的に推移する中で、中央銀行は厄介なジレンマに直面していると指摘しました。苦境にある金融政策対応について表現する際に、「ツークツワンク(zugzwang)」というチェスの用語を用いました。この用語は、パスができないルールから生じる、自らにとって深刻な手、場合によって決定的な不利益となる手を指さざるをえない状況を意味します。チェコを始めとして、中央銀行がインフレの問題を早期に認識した国からイールドカーブは逆イールド化するようになり、その流れは中東欧(CEE)の債券市場、英国市場、韓国のスワップ市場にも波及しています。その後、米国債も、“逆イールド・グループ”に仲間入りするようになりました(既に逆イールド化していたユーロドル金利

先物と金利スワップのイールドカーブに追従するようにして、米国債の2年/10年のスポット・カーブも逆イールド化)。米国債の2年/10年のイールドカーブは、5月には一時的に順イールド化したものの、6月に入って債券市場のボラティリティが高まる中で、再び逆イールド化しています。

Outlook
機関投資家向け
2022年6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, Philip McNicholas

…「避け難いもの」へ

チェスの用語で例えたように、多くの中央銀行は経済成長の問題を脇に置いて、インフレ率を政策目標の水準まで引き下げの方針を優先しているように思われます。需要破壊のプロセスは、避け難い景気後退リスクを伴いますが、消費者物価を押し下げのために支払うべき代償であることを、ますます多くの中央銀行が受け入れています。「インフレ・ゲーム」に勝利する覚悟を固めているようです。

3D ゲーム

もっとも、ゲームの難易度はそれぞれ異なります。FRB が、インフレ抑制というボルカー主義的な教条の下で経済成長を犠牲にするという、二次元的な課題と対峙しているのに対して、他の中央銀行にとって、問題は三次元的であるように思われます。例えば ECB の場合、金融引き締めストレスによって周縁国の債務の持続性に関する懸念が再燃して、2011~12 年、2018 年、2020 年のような危機に陥ることがないように、金融市場の分断(fragmentation)を避けるゲームにも対応しなければなりません。

ECB は今後 5 週間かけて、これまで以上に債務残高の膨らんだ周縁国を再び救済するために、市場において高い効果が期待される、合法的な分断化防止ツールの策定を進めることとなります。また、中国人民銀行にとっては、長引くパンデミックの問題に加えて、企業部門の債務残高が極端に膨れ上がり、この 1 年間で不動産市場に内在する大規模な亀裂がさらに拡大したことを受けて、(金融システム安定のために市場全体を監視する)マクロ・プルーデンスというゲームへの対応も課題となっています。一方、日本銀行は、マクロ・プルーデンス的なリスクと国債市場の流動性という、ユニークな組み合わせの問題に直面しています。現行の政策が公然と疑問視されるなど、中央銀行による市場固定化政策(今回の場合はイールドカーブ・コントロール(YCC)に基づく固定化)と市場原理の間で、伝統的なあつれきが生じています。

**わずか 1 週間の間に、FRB は 1994 年以來最大となる利上げを
実行し、スイス国立銀行は政策金利を 50bp 引き上げ、ECB は 11 年
ぶりの利上げを実行するための**

地ならしとして、臨時理事会の開催を余儀なくされることになりました

テーパリング(量的緩和の縮小)期間の長期化

インフレの高進は消費者物価指数(CPI)バスケット(消費者が購入する代表的な財・サービスの組み合わせ)のさまざまな品目に広がり、広範な国において確認されています。また、ベース効果という追い風を受けながらも、前年同月比ベースでのピーク水準が依然として不透明であることから、金利の急上昇やそれに伴う市場のボラティリティが落ち着きを見せるのは、まだ先のことになりそうです。わずか 1 週間の間に、FRB は 1994 年以來最大となる利上げを実行し、スイス国立銀行は政策金利を 50bp 引き上げ、ECB は 11 年ぶりの利上げを実行するための地ならしとして、臨時理事会の開催を余儀なくされることになりました。

債券市場の観点からは、上期の中心的なテーマであった「テーパリング期間」の継続を意味します。実質利回りが上昇すると同時に、クレジット・スプレッドが拡大し、米ドル高が進行するという状況です。近年の事例では、国債利回りとクレジット・スプレッドの間で正の相関関係(前者の上昇と後者の拡大)が続くのは、1~2 カ月間に限定されていました(2013 年 5~6 月のテーパー・タントラム、2015 年 4 月のドイツ国債タントラム、2018 年第 4 四半期の米国市場におけるクレジット・スプレッドの一時的ながら急激な拡大)。

今回のテーパリング期間は、1970 年代以降に経験がないほど長い期間にわたって続いています。ロベコは 2022 年 3 月に公表した四半期アウトルック「[チェックメイト\(Czech mate\)に陥る](#)」の中で、「債券市場では、割高で全般に単調な地合いが 1 年半あまりにわたって継続し、投資機会は主にショート・サイドに限定されましたが、ボラティリティは上昇基調にある」ことを指摘しました。ここでも、同じことが言えるでしょう。つまり、債券市場においては、ベンチマーク、パッシブ戦略、ETF のリターンが大幅なマイナスに落ち込む中で、ロング・サイドで逃避できる分野は、おそらく中国国債を除いて、ほとんど存在しないこととなります。また、ロベコの見解では、国債とクレジットをロングするタイミングについて、引き続き忍耐強く慎重に判断する必要があることを意味しています。一方、明るい材料としては、国債の表面利率は年内にも過去 10 年以上で最も高い水

準に達する見通しであり、また、毎週のように大きな価格変動が繰り返される中で、必要な価格水準の調整(リプライシング)が進んでいるとみられます。

FRBの標準利上げ幅が25bpから75bpに拡大

年初の段階では、FRBのドット・プロット(金利予測分布図)には、年末までに合計100bpの利上げ(25bp x 4回)しか織り込まれていませんでしたが、6月20日時点で既に150bpの利上げが実施済みであり、次回と次々回のFOMCにおいて75bpと50bpの利上げが予想される中で、9月末までにFF金利が3%に達するシナリオも十分想定されます。FF金利が2年国債利回りを上回るようになると、デュレーション・オーバーウェイトのポジションに対する現在の赤信号は、黄信号から青信号に変わる可能性があります。

景気後退入りのリスクが高まる

ロベコは3カ月前の段階で、景気後退入りの確率が上昇していると既に主張していました。その際、元財務長官のラリー・サマーズ氏(ハーバード大学名誉学長)とハーバード大学ケネディスクール大学院のアレックス・ドマッシュ氏による**時勢に即した論評**を引用しました。この論評は、インフレ率が政策目標を大幅に上回ると同時に、失業率がNAIRU(インフレを上昇させない失業率)を下回る状況において、景気後退入りの確率が高くなることを指摘した、(ロベコが認識する限り)今次サイクルにおいて初めてのものになります。今回の四半期アウトルックのセッションでは、主にドイツ銀行のピーター・フーパー氏とHSBCのステイブ・キング氏からご意見をうかがいましたが、特にフーパー氏は、FRBがソフトランディングに成功する可能性は極めて低いという、サマーズ氏の歴史的根拠に基づく主張に賛同していました(余談になりますが、今回のセッションに参加されたゲスト・スピーカーの方々には揃って経験豊富であり、1970年代初頭に当時のアーサー・バーンズ議長の下でFRBに勤務していた方のお話は、とりわけ興味深いものでした)。

踊り続けられるのは誰か

現在、市場では、景気後退入りのタイミングは数年先になるとの見方が広がっているようです。時間差を伴って顕在化する金融政策の効果、経済成長の堅調さ、高水準の家計貯蓄、失業率の低さ、歴史的に確認されているイールドカーブが逆イールド化してから(NBER(全米経済研究所)の決定による)景気後退に至

るまでのタイムラグの存在がその根拠であり、チャック・プリンス氏(シティグループ元CEO)の言葉を引用すると、音楽が鳴っている間は、リスク・テイカーは踊り続けるべきであるということになります。様々なシナリオ考慮しつつ、ここでは11のポイントを指摘しておきます。

1. 金融政策には実際にタイムラグが付随するものの、市場金利に対する感応度の高い米国の住宅市場では、住宅ローン金利の上昇は限界的な新規購入者に対して直ちに影響を与えるため、既に軟化傾向にある(住宅ローン金利は市場性金利であり、中央銀行の動きに先行して変動する)。
2. 年初来の食品・エネルギー価格ショックは歴史的に見ても深刻なものであり、既に消費者の財布を直撃している。記録的水準のクラックスプレッド(原油価格と石油製品価格の差)、欧州における留出油不足、新興諸国、極東諸国、欧州の多くの国における交易条件の悪化について考慮すると、ブルームバーグのWTI原油価格チャートが示すよりも、現実にははるかに深刻である。
3. パンデミック危機下での2年余りの混乱を経て、今年に入って新規受注は堅調に推移していたものの、企業景況感が悪化に転じれば、急減するおそれがある。
4. ロベコの見解によると、家計の貯蓄水準の高さがプラスに作用するという議論は、FRBの資金循環統計が示す幻想であり、所得のコホート分析の方が真の姿を適切に反映する。比較的少数の家計が莫大な現金貯蓄を保有する一方で、多くの家計は多額の債務を抱えている。したがって、米国の調査会社であるピュー・リサーチ・センターの研究が示すように、大多数の家計は貯蓄水準の高さに伴う恩恵を享受していない。
5. クレジット戦略の観点からは、NAIRUを下回るような低い水準の失業率はサイクル末期の指標であり、スプレッド拡大を見越したアンダーウェイト・ポジションの検討を示唆するものである。
6. タイミングには注意するべきである。NBERは景気循環日付認定委員会の決定に基づいて、実際に景気後退入りしてから長期間経過した後に(数四半期あるいは1年以上経過した後に)、景気後退を判定する。判定の前段階から、事態は進行している。
7. 株価は景気後退に突入する前に下落する。GDPではなく市場価格が変化する前にポジションを構築することが、ロベコの仕事である。
8. クレジット・スプレッドは往々にして、株価が下落する前に拡大する。

9. 2007年7月にチャック・プリンス氏が発言したように、踊り続けている者は、音楽が止まると流動性も同時に止まることに、気がつくかもしれない。しかも、突然にである。大方の顧客、運用会社、ビジネス・モデルには、クレジットとリスクのポジションを構造的にオーバーウェイトとする傾向があるため、事後的に反応するのではなく、コンセンサスが形成される前にポジショニングを構築する必要がある。
10. こうしている間にも、英国は四半期の経済成長がマイナスに陥っている可能性がある。
11. アトランタ連銀の経済予測モデル「GDPNow」がゼロに向けて継続的に低下していることは、米国でさえも年内にテクニカル・リセッション(2 四半期連続のマイナス成長)に陥る可能性を示唆している(但し、在庫関連の一部の不可思議なデータや貿易統計の影響によって、GDPは実際の需要よりも低い水準に抑えられている)。

年初来の、そして6月初旬の市場価格の動きは、市場参加者の見解が揺れ動き始めたことを示唆しているようです。多くの市場参加者は、上記の11のポイントを含むリスク要因と、向き合おうとしています。安価なマネーがあふれる中で、多くの投資家は長きにわたって、暗号通貨やSPAC(特別買収目的会社)、強気相場を象徴するあらゆる種類の最新の合成的商品を対象に、リターンを盲目的に追い求めてきました。そのような動きは、1920年代後半の投資信託、1990年代後半の収益性を失ったドットコム株式、2008年直前のCDO(債務担保証券)を彷彿とさせるものです。歴史を振り返るとお馴染みの光景ですが、収益性のない商品や疑問の余地が残る商品に対して、法外なバリュエーションが付されてきました。状況は変わりつつありますが、だからといって景気後退シナリオが織り込まれたわけではありません。

景気後退に備えた作戦

例えばハイイールド債のスプレッドには、景気後退シナリオはいまだ織り込まれていないと考えられます。米国ハイイールド債のオプション調整後スプレッド(OAS)は、つい最近(昨年12月時点)までは300bp程度でしたが、足元でも500bpをわずかに上回る程度に留まり、過去の景気後退の事例と比較すると、潜在的なデフォルト率および流動性プレミアムが十分に織り込まれたとは言えません。同じように、米国投資適格債のスプレッドは150bpと、サイクル中期の緩やかな下落局面に近い水準であり、空前のペースでの利上げサイクルや、

過去40年間で最大のインフレ・ショックが反映されているとは言えません。

デフレーションに関しては、景気後退に陥った場合、市場からは利上げシナリオが排除され、中央銀行は利下げに転じるため、投資機会が生じる見通しです。もっとも、2023年に予想される展開は、1982年以降の期間とは異なる可能性があります。これまでは、投資家として景気後退局面を経験するたびに、FRBが累計500bp近々の利下げによってFF金利をゼロ近辺まで誘導して、大規模かつ収益性の高いブル・スティープニングという“ホームラン”を、債券市場にプレゼントする展開を期待することが可能でした。今回の場合、中央銀行は歴史的に低い実質金利に直面しているため、政策転換のタイミングにおいて、逆イールドの度合いが比較的強くなるかもしれません。また、経済成長の鈍化に合わせてインフレ率が速やかに低下しなければ(例えば英国の場合、インフレ率が10%を超えるタイミングにおいてマイナス成長に陥る可能性がある)、利回り低下の道筋はより不安定なものとなります。当面は慎重な姿勢が肝要であり、拙速なデフレーションのオーバーウェイトがより、大規模な評価損を招く可能性があります。

ツークツワンクからインフレ・ゲームへ

3月の四半期アウトルックでは、次のように指摘しました。「重要な点として、FRBには、足元のインフレ率の水準から、景気後退を生じさせることなく、適切な引き締め政策を用いて、政策目標の水準まで押し下げること成功した実績がありません。コモディティのストラテジストは、小麦やエネルギーの価格がこの先低下する際の基本シナリオとして、既に『需要の破壊』にも言及しています。望ましくない政策版の『ツークツワンク』、すなわち、中東欧におけるイールドカーブの形状の変化や、景気後退を生じさせずにインフレを抑制する、という歴史的に難易度の高い離れ業を行う必要性に直面する、FRBのパウエル議長やイングランド銀行のベイリー総裁は、チェクメイト(Czech mate)の状態、すなわち万策尽きた状態に陥ったのかもしれない。」

そして6月に入って、ロベコの主張は証明されました。FRBやイングランド銀行を始めとして、経済成長を死守するゲームにおいて負けを認めた中央銀行は、増加傾向にあります。経済成長を犠牲にする一方で、副次的な影響やインフレ期待をコントロールすることが、現在の優先課題となっています。2022年における次の展開はインフレ・ゲームになるでしょう。

目次

マクロ経済と政策の見通し.....	6
金利戦略.....	9
債券の資産アロケーション	11

マクロ経済と政策の見通し

- この先1年間にソフトランディングに成功するというコンセンサスの見方は過度に楽観的な印象
- G3 諸国では今夏後半にもインフレがピークアウトする見通しながら、着地点は不透明
- 景気後退入りするまで、あるいはインフレが低下するまでの間、当面は金融引き締めスタンスが支配的に

成長見通し: 景気後退への備えは十分か

ウクライナにおける悲劇的な軍事衝突がサプライチェーン、コモディティ市場、インフレ動向に与える悪影響が、引き続き世界経済を下押ししています。最近、世界銀行が警鐘を鳴らしたように、家計の支出全体に占める食品・エネルギー向け支出の割合が大きい低所得国が、特に大きな打撃を受けています。さらに、先進諸国においても、1970年代初頭の事例に(ほぼ)匹敵する影響が、実質所得に及んでいます。インフレ圧力に直面した中央銀行による追加的な引き締め見通しを背景に金融環境が急激に逼迫していることと、中国のマクロ経済の脆弱性を合わせて考えると、景気後退リスクはリアルなものであるとロベコでは捉えています。

多くの国では、パンデミック危機後のさまざまな活動の再開がサービス業を中心とした経済活動の下支えとなっています。また、欧州の製造業の一部セグメントにおいて、低水準の在庫の補充が進むようになれば、供給サイドにはボトルネックが存在するものの、鉱工業生産は短期的に押し上げられる可能性があります。加えて、中国では新たに財政刺激策が導入され、欧州においても、家計のエネルギー関連支出を削減するための追加的な財政措置に関する議論が勢いを増しています。一方、英国では、今年度に国民保険料の引き上げによって歳入を補充しようとする試みは、エネルギー補助金による貧困世帯向けの支援が進む中で、頓挫することになりました。米国においても、地方自治体や州政府の財政スタンスは、幾分緩む方向にあると理解しています。

この先1年間に景気後退入りする確率は低いというコンセンサスの見方は、過度に楽観的であると感じざるをえません

しかしながら、この先1年間に景気後退入りする確率は低いというコンセンサスの見方は、過度に楽観的であると感じざるをえません。サイクル初期の典型的な傾向として、米国の住宅市場は顕著に減速しています。ロシア産のガス輸入が(さらに)縮小するというテールリスクが払拭されない一部の欧州諸国では、景気後退入りのリスクはさらに大きいとみています。中国においては、概ね生産拡大に的を絞った財政刺激策が導入されていますが、新型コロナウイルスに関連する不透明感が長引く中で、個人消費や住宅需要には改善の兆しがほとんど見受けられません。このため、中国以外の国々は、2009年以降と同じような感覚で、中国経済の成長に依存することはできないとみられます。

言うまでもなく、景気後退に陥る確率に加えて、景気悪化の深刻度と期間についても考慮が必要です。2007年ほどには不安を感じない理由も存在しますが(銀行システムや(低所得層以外の)家計の資金繰りが当時ほど脆弱ではないことなど)、景気後退局面において金融緩和の余地は小さく、インフレが十分に抑

制されない限り、金融政策が全面的に発動されない可能性もあります。また、長年にわたって量的緩和(QE)が実行されたことによって、金融市場のリプライシング(価格調整)に伴う影響は、「平時」より大きくなることも考えられますが、インフレ率と金利のボラティリティが高い水準にあるため、市場にとっては大きな意味を持たないかもしれません。1970年代を振り返ると、名目GDP成長率は前年比プラスで推移したものの、50年代、60年代、80年代後半、90年代と比べて、クレジット市場ははるかに深刻な弱気相場を経験しています。

インフレ動向: ピークの水準よりも低下の過程が重要になる可能性

食品価格が高騰し、多くのコモディティの価格に本格的な下落の兆しが見られない状況において、米国、ユーロ圏、英国のいずれの金融市場においても、総合インフレ率がピークに達する時期の予想は、今夏後半へと再び先送りされています。欧州ではピークからの低下ペースは緩慢なものとなり、当初は高原状態のように見える可能性があることから、中央銀行はインフレ期待が政策目標から切り離されることを懸念するようになるかもしれません。

上記の結論は、ロベコが最近開催した、第2回の「年次インフレ集中討議」において導かれたものです。討議の各種セッションにおいて、(i)サプライチェーンの混乱、(ii)賃金とインフレの相互関係、(iii)グローバリゼーションおよび脱グローバリゼーションに起因するインフレ圧力、(iv)エネルギー移行の影響というテーマを取り上げました。詳細は、[こちら\(インフレ集中討議\)](#)と[こちら\(インフレについてのロベコのポッドキャスト\)](#)でご確認頂けます。また、インフレの着地点に関する不確実性が、この先数四半期においても色濃く残存する公算が大きく、債券利回りに織り込まれたインフレ・リスク・プレミアムは当面は正当化される、との結論にも至りました。ユーロ圏では賃金上昇圧力が強まりつつあるものの、米英と比べて相対的に抑制された状態が続く可能性が高いと、ロベコでは考えています。その一方で、インフレがいずれの国から発生したものであるかは(2020年に米国で実行された過度に緩和的な財政政策に由来するのか、ロシア・ウクライナ間の対立に伴う食品・エネルギー価格ショックに由来するのか)、大きな意味を持たないことも明らかです。最近、イングランド銀行のキャサリン・マン政策委員が[示した見解のよう](#)に、製品とコモディティのグローバル市場においては、

中央銀行による利上げが為替相場の動向を左右する中で(交易条件ショックを受ける側の国においてはインフレを輸入する効果が生じる)、インフレの悪影響は多くのチャンネルを介して素早く広範に波及します。

中東欧諸国を始めとする一部の新興国においては、インフレ抑制を企図する中央銀行の課題は、少なくとも先進諸国と同程度に大きいと思われます。一方、中国や一部のアジア諸国においては、特に景気循環的な要因、物流混乱による影響の小ささ、物価を統制しようとする政府の強力な姿勢などを背景に、インフレ圧力ははるかに抑制されています。もっとも、食品価格の高騰に鑑みると、アジアでも(中国人民銀行を除く)多くの中央銀行が、迅速な行動や追加的な行動を余儀なくされるかもしれません。

日本では、基調的なインフレ圧力は引き続き抑制されていますが、円安傾向は輸入インフレを増幅させつつあり、いずれは日本でさえも世界的なインフレの波を完全に避けることができなくなる見通しが示唆されます。

財政政策と金融政策: 引き締めスタンスが支配的

多くの先進国では、食品・エネルギー費用増加の影響を軽減する目的において、財政緩和措置が講じられていますが、財政収支の前年比変化率を測る指標であるフィスカルインパルスは、総じてマイナス圏内に留まっています。この傾向は米英において明確に確認されますが、ユーロ圏では欧州復興基金(「次世代のEU」)に基づく資金支援が継続しているため、それほど顕著ではありません。一方、中国ではプラスに転じています。もっとも、個人消費よりも生産の方が、財政刺激策の恩恵を享受しているように思われます。この先、実際に景気後退に陥ることがあれば、全般に財政緩和策を求める声が急速に強まると考えられます。

これに対して、中央銀行のバランスシートを用いた政策支援を、近い将来に再び実施するのは困難であると想定されます。インフレ率が0%よりも10%に近いことから、中央銀行が安易なQEによって強欲な市場の痼疾に対応してきた10年間の歴史を、市場は一旦忘れる必要があるのかもしれません。ニュージーランド準備銀行、カナダ銀行、イングランド銀行、FRBを始めとするG10諸国の多くの中央銀行が、保有債券の削減に踏み切ることによって量的引き締め(QT)路線をスタートしました。FRB自身の試算によると、現在のQTのスケジ

ルールは、累計で 50bp 程度の政策金利の引き上げに相当するとみられます。最近では、スイス国立銀行でさえも、インフレ圧力を抑制するために必要であれば外貨準備の一部を売却する用意があると示唆することによって、市場にサプライズを与えました。一方、先進国市場でも他の中央銀行とは異なり、ECB は QE をようやく停止しようとする段階にあり、他の中央銀行に追従する形で近い将来に QT を開始する意向はないように思われます。

先進国、新興国の中央銀行は、主に利上げという政策手段を通じてインフレ圧力を封じ込めようとしています。イングランド銀行などの先行組は、(現時点では) 25bp 刻みの利上げを無難に進めていますが、ニュージーランド準備銀行やカナダ銀行などは、オーストラリア準備銀行や FRB などの後発組が現在採用しているような、大規模な利上げの実施を余儀なくされています。FRB に至っては、新興国市場において見受けられるような、75bp という大幅な利上げ幅を受け入れています。ECB は 7 月から利上げを開始する意向であり(初回は 25bp)、9 月末までに ECB の中銀預金金利(現在-0.50%)はプラスに回復する公算が大きいようです。一方、日銀の場合は、利上げは依然として視野に入っていません。最初のステップとして、今年後半にも、「イールドカーブ・コントロール(YCC)」の下で許容される 10 年国債利回りの変動幅が、(ターゲットの 0%を中心として) 25bp から 50bp に拡大される可能性が高いようです。

インフレ期待が政策目標から切り離される懸念が払拭されないため、多くの市場において、短期ゾーンの金利に 25bp を上回る利上げ幅での複数回の利上げが織り込まれている状況には、合理性があります。とは言え、特に欧州においては、景気後退入りのリスクが高まる、あるいは具体化する場合、さらには待望のインフレ低下の兆しが浮上する場合には、利上げサイクルが中断または中止されるリスクが存在することにも、留意しています。

金利戦略

- 金利の急上昇を受けて、デュレーションをオーバーウェイトするタイミングを模索
- 最後から2番目の利上げが有力なシグナルになることを過去データは示唆
- フラットナーのポジションを一部継続するも、以前よりバイアスは弱め

デュレーションをオーバーウェイトするタイミングを模索

年初来、先進国市場では10年国債利回りが150bp(英国債)~250bp(豪国債)ほど上昇しています。その結果、このタイミングでデュレーションをオーバーウェイトとすべきかどうかという疑問が、当然のように浮上しています。利回りの循環的なピークを示す可能性のある一連の指標を分析した結果、次の7つの結論が導かれました。

1. 総合インフレ率のピークは、利回りのピークを示す完全な指標にはなりえない。1970年代には一定の関係性が確認されたものの、全般に大きな時間差を伴うため、ミクロのタイミングを示すシグナルとしては精度が低すぎる。
2. コアインフレ率のピークについても、同じような時間差が存在するため、信頼性の高い指標とは言えない。
3. 景気減速や景気後退を生じさせる市場金利の水準を意味する経済の金利感応度は、経済全体(家計、企業、政府)の債務残高の大きさによって決まる。米国と中国は既に危険ゾーンに近いと思われる。
4. FRBによる最後から2番目の利上げのタイミングは、より信頼性の高い指標である。引き締めサイクルにおいて、米国10年国債利回りは、そのタイミングに最も近づいた段階で、ピークに達することが多い。少なくとも直近50年間に関しては、その傾向が一貫して見受けられる。しかしながら、事後的にしか確実にわからないことが難点である。
5. ドイツ10年国債利回りは、米国債利回りが循環的なピークに達した直後に、ピークに達することが多い。
6. 幅広い市場において、2年/10年のカーブの逆イールド化は、2年債のアウトパフォーマンスを示唆する有力なシグナルとなっている。この分析においては、利回りのピークではなく、1年前の段階のフォワード金利を比較対象として、2年債利回りの水準を検討した。その結果、2年/10年のカーブが逆イールド化した直後の3カ月間に、2年債がアウトパフォーマンスするとは限らないことが確認された。長期間の過去データが存在する米国債に関しては、(逆イールドが大幅に進行していたもの)1985年以降の金利環境と1970年代の金利環境において、この分析の妥当性が確認された。今回の場合、米国債の2年/10年のカーブが逆イールド化した4月初旬の2日間に、短期ゾーンの米国債のオーバーウェイトを検討すべきタイミングを示唆する、主要なシグナルとなっている。もっとも、米国以外の国債市場ではこのポイントに達していないこと、また、前述のように、逆イールド化した当初数カ月間については、このシグナルは安定的でないことには、留意している。
7. 2年債利回りの水準が当該通貨の政策金利を下回るタイミングも、注目すべき指標になりうる。2年債のラリーが進行中であれば、他の(おそらく早期の)シグナルを重要な形で裏付ける可能性があることを、初期の分析結果は示唆している。

先進国市場では、ほとんどの中央銀行が利上げサイクルに着手し、その多くは引き締めのペースを一段と加速させています。このため、第3四半期末にかけて、一部の市場では「最後から2番目の利上げ」が視野に入ることも想定されます。その一方で、インフレ・リスクが高まった状態が続けば、利上げサイクルが長期化する可能性についても、十分認識しています。

急激な引き締めスタンスが支配的である各国の中央銀行の中で、中国人民銀行が例外的な立場であることを踏まえて、グローバルな債券市場の中では中国国債の選好を据え置きます。一方、日銀はいずれイールドカーブ・コントロールの柔軟化を求める圧力に屈することが予想され、また国債の価格設定には非対称性が存在することから(10年国債利回りの変動幅が下方シフトする可能性は低いということ)、日本国債を最大のアンダーウェイトとしています。イールドカーブのポジションに関しては、引き続きドイツ国債とオーストラリア国債のフラットナーを選好しています。米国債のカーブに関しては、フラットナーを選好するポジションから、5年のロングと2年および10年のショートを組み合わせたバタフライ戦略にシフトしています。

債券のアセットアロケーション

- 投資適格債とハイイールド債の спреッドは拡大しているものの、景気後退入りのリスクは完全には織り込まれていない
- 債券市場の спреッド商品の中で、ユーロのスワップ・ спреッドが引き続き最も魅力的
- 分断化防止策としての新しいツール策定を企図する ECB に注目が集まる

クレジット市場 – その他の問題の重要性は失われる

クレジット・スプレッドがタイトで妙味が乏しく、ボラティリティが低い局面においては、数カ月、数四半期、場合によっては数年にわたって待機を余儀なくされることが、クレジット市場の特徴の 1 つと言えるでしょう。このため、スプレッドがタイトな水準から非常にタイトな水準へとさらに縮小する場合、あるいは循環的に最もタイトな水準で足踏みしている場合、運用担当者は心を強くして、来る日も来る日も収益を上げずに終業しなければなりません。また、シクリカル戦略におけるリターン目標は、毎月、毎四半期、毎年といった人工的な時間の区切りではなく、市場サイクルの中で計測するのが望ましいことについて、契約などの形で顧客から理解を得る必要があります。2021 年には退屈で割高だったクレジット市場が、2022 年に入ると刺激的でボラティリティが高い市場に変貌を遂げ、近い将来には割安感が生じるとみられます。クレジット・スプレッドには、継続的に緩やかなペースで凹状に縮小した後に、突然大幅な拡大に転じるという性質がありますが、今回もその性質が再現されることになりました。循環的な傾向は残存しています。

上記で指摘したように、投資適格債とハイイールド債の спреッドには景気後退入りのリスクが織り込まれていません。ユーロの投資適格債の OAS は 190bp 近

くまで拡大し(5 年のスプレッド・デューレーション)、米ドルの投資適格債(150bp、7 年のスプレッド・デューレーション)と比べて視覚的には割安感を覚えます。しかしながら、アセット・スワップ・スプレッド(ASW)に注目すると、前者がわずかに 108bp であるのに対して、後者は 160bp を上回る水準にあります。このように、欧州市場では米国市場と比べてクレジット・リスクが過小評価されています。これに、ロシアへのエネルギー依存という政策判断ミスなどのエネルギー輸入問題、気候変動に配慮したエネルギー移行に際しての現実に即した計画の不足といった要素が加わります。言うまでもなく、バリュエーションの違いはスワップ・スプレッドに起因するものであり、グローバルなスプレッド商品の中で、ユーロのスワップ・スプレッド(対ドイツ国債)は、相対価値の観点から引き続き最も魅力が高いと言えるでしょう。

担保契約を交わした場合のカウンターパーティー・リスクにも、景気後退局面を控えて不透明感が存在しますが、資本構成上では優先順位は他のクレジット・リスクよりも上位に位置しています。さらに、ECB が導入を予定する分断化防止ツールでは、コア国から周縁国への再配分の問題が付随する可能性があります(ただし、インフレ率が 8%を超えると ECB は QE を再開することはないだろう。大規模な QE 時には、ドイツ国債に対する需給バランスがひっ迫し、ドイツ国債が割高化していた背景がある。)。このように、大きな相対価値を具体化して、中長期的にスワップがドイツ国債をアウトパフォームする結果をもたらすような要因は別に存在

します。とは言え、6月に入ってボラティリティは、2年前にパンデミック危機が発生して以来、最も高い水準に達しているため、不安定な動きには備えるべきでしょう。

我々は、クレジット・スプレッドには景気後退入りのリスクが十分には織り込まれていないと考えています。しかし、タイトな水準から大幅に拡大したことは事実であり、現在、投資適格債に関しては概ねベンチマーク・ニュートラルなポジションをとっています。ニュートラルなスタンスに転じたのは時期尚早かもしれませんが、投資適格債とハイイールド債のスプレッドが継続的に拡大していく中で到達する正確なピークの水準を予測することは困難だとしても、拡大した水準から再びタイトニングに向かう過程で超過利益が得られることには、強い確信をもっています。投資適格債のスプレッドが200bpを大幅に超えて拡大し、ハイイールド債のスプレッドが900bpに向けて拡大するようになれば、他の運用戦略が見劣りするような、潤沢な投資機会が生じることになると考えています。

実際に景気後退局面に入れば、スプレッドの拡大要因は見えやすくなるでしょう。1991年、2003年、2009年、2020年(3月23日の急拡大から年末までの期間)の事例からもうかがえるように、ストレスがかかったレベルからは循環的に極めて魅力的なリターンが期待されます。それまでの間、この1年間にクレジットをオーバーウェイトとしてきた運用会社は、資金の流出、VaRやトラッキングエラーの問題に直面している可能性があります。その結果、流動性が乏しい中で、低い水準のビッドでの売却を余儀なくされ、スプレッドは景気後退期に典型的な水準へと押し上げられる可能性があります。景気後退入りのリスクが織り込まれるようになれば、期待リターンは極めて魅力的となり、戦略の全体像として問題点はありません。

欧州周縁国債券: 当面は慎重姿勢

ドラマの再現

ECBの政策理事会は6月の記者会見において、7月初旬に資産のネット買い入れを全面的に終了した上で、7月中に利上げを開始する意向を表明しました。その直後から、周縁国債券の国債利回りには上昇圧力がかかるようになりました。債券市場における分断化リスクに対応するために、必要に応じて既存もしくは新設のツールを利用する方針をラガルド総裁は強調したものの、イタリア国債の対ドイツ国債スプレッドが数日間で200bpから240bpに拡大するなど、十分に説得力の

ある内容でなかったことは明らかでした。一部の理事は強い懸念を持っていたようであり、政策理事会から1週間と経たずして、ECBは分断化防止策の新しいツール策定の是非を議論するために、臨時会合の開催を余儀なくされました。見逃された方のために申し上げますと、市場のドラマは再現され、臨時会合が唐突に開催される展開が復活しました。

市場のドラマは再現され、臨時会合が唐突に開催される展開が復活しました

臨時会合後に発表されたプレスリリースでは、分断化防止策の第一の手段として、「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」のポートフォリオから発生する償還資金を柔軟に活用する方針が、予想通り示されました。具体的には、コア国との国債利回りの差が拡大している周縁国に償還資金を振り向けることになり、実質的には、少なくとも一時的に、一部の国にとってはQEの効果(保有額の増額)、別の国にとってはQTの効果(保有額の減少)、それぞれ生じることになります。

加えて、プレスリリースでは、関連するユーロシステムの委員会に対して、新しい分断化防止策のツールを策定するよう正式に指示を発したことが発表されました。発表された内容以外に、ツールの様式や発動の条件などの詳細は、提示されませんでした。ECBの裏方の“金融的な援護射撃”の専門家は、これから5週間かけて仕様をまとめ上げ、制度を設計することになります。ユーロ圏ソブリン債務危機時のキーワードを思い起すと、“バズーカ”が必要になります。あるいは、インフレ対応へのコミットメントを見返りに提供するなどして北部出身の理事を懐柔しつつ、分断化リスクに対応するためにECBが有する影響力を市場に納得させるような、合法的なツールが少なくとも必要になります。実際には、どのような制度になるのでしょうか。

「ECB関係者」の見解を引用したブルームバーグの記事では、コア国とのスプレッドが拡大した国の債券を積極的に買い入れる一方で、それ以外の債券を売却するという、いわゆる「入れ替えオペ」を行う可能性が指摘されています。たしかに強力なツールとして機能する可能性を秘めていますが、現時点では不透明な点も多く、そのようなアプローチには困難な法的問題が付随することも考えられます。新しいツールを法的に実現可能にするためには、構造改革の実行や財政関連規定

の遵守などの、何らかのコンディショナリティ(制約条件)を見返りとして導入する必要が生じるとみられます。さらに、(ドラギ前総裁の下で導入された「OMT(国債買入れプログラム)」には設定されていた)事前制限の設定を見送れば、特に強力なツールになるとロベコでは考えています。

フェアバリューと分断化プットに関する考察

イタリア 10 年国債の対ドイツ国債スプレッドの水準に注目すると、政策理事会にとって 200bp(理事会開催時の水準)は懸念すべき水準ではないように思われます。一方、臨時会合の開催決定時の水準である 240bp 近辺、あるいはそれ以上の水準は、政策アクションの引き金になる可能性が高いと想定しています。加えて、変化のスピード、カーブの形状、フランスなどの準コア国への影響の波及の度合いなどが、重視される公算が極めて大きいでしょう。前回の理事会開催後、わずかな期間でスプレッドが急速に拡大したことを、政策理事会は懸念しているようです。

現時点では不透明な点が多いため、スプレッドが 200bp を下回って継続的に縮小する可能性は低いと考えます。インフレの状況を踏まえると、ECB には金融引き締め路線を堅持する以外の選択肢はありません。このためロベコでは、周縁国のスプレッドに対して慎重な見方を据え置きます。この先数週間に、ECB の決意の固さを試そうとする市場の動きが見られたとしても、意外なことではありません。加えて考慮すべき点として、イタリアでは来春までに総選挙が実施される見通しであること、イタリア国債の供給見通しが高水準であること、ECB がスプレッドの抑制に成功して利上げを進めたとしても、欧州北部の国々よりも「中立的な」金利水準が低い南欧諸国において金融政策のスタンスが制約的になると考えられることが挙げられます。中道以外の国内政党の多くがまだ誕生していなかった 2011 年の状況を振り返ると、イタリアの政府債務残高の対 GDP 比率は 120%でしたが、パンデミック危機の発生後には 150%を超えています。ギリシャでも、200%を上回る水準に上昇しています。

新興国債券: 積極的な投資は時期尚早

新興国市場のファンダメンタルズについては、引き続き慎重な見方をしています。コモディティ、食品、農

作物の価格上昇、粘着性の強いインフレの継続、米ドル高、全般的なリスク回避姿勢、FRB による引き締めの加速、経済成長に対する避け難い影響について考えると、見通しは依然として厳しいと言えます。新興諸国の多くでは中央銀行が積極果敢に先手を打ち、先進諸国の中央銀行に先駆けて政策金利を引き上げました。もっとも、アジアには、利上げを行っていない例外的な中央銀行も数多く見受けられます。中国では、不動産市場の脆弱性と「ゼロ・コロナ」政策に伴うロックダウン措置継続の影響を相殺するため、中国人民銀行は緩和的な姿勢を据え置く見通しです。

アジア地域では、サプライチェーンの制約の長期化、世界的な需要の先細り、食品・エネルギー価格のさらなる上昇を背景に、経済成長と企業収益の見通しは下押しされるとみられ、見通しが年間を通して弱含むことも十分考えられます。金利水準には調整が入り、スプレッドは(より魅力的な)ヒストリカル・レンジの上限に近い水準にありますが、それぞれ根拠がある動きであり、新興国市場の債券やスプレッドを資産クラス・レベルでオーバーウェイトとするのは、引き続き時期尚早であると考えています。先行きをやや詳細に検討すると、中南米と東欧の債券市場には、投資機会が蓄積されつつあるように思われます。もっとも、注意点として、FRB が現在も金融引き締め政策を加速させているため、ポジションの構築には忍耐が必要になります。言うまでもなく、市場におけるボラティリティの上昇、新興国市場からの資金流出、全般的なリスク回避姿勢によって、ファンダメンタルズ対比で市場がオーバーシュートすることも考えられます。

新興国市場全体の中では、アジアの中央銀行は引き締めにおいて後手に回っているため、アジアのローカル債券には脆弱性が伴うと考えています。さらに、下期に入ると、エネルギーや食品を輸入に依存する多くのアジア新興国において、インフレがさらに問題化すると予想しています。一部の東南アジア市場については、アンダーウェイト・ポジションを積み増す可能性があります。中国市場では、住宅市場における再編と潜在的なハードランディングの影響を緩和する必要性から、金融緩和のバイアスが存在するとみて、債券のオーバーウェイトを据え置いています。引き続き、中国の経済成長は公式予想とコンセンサス予想の両方を下回るとみえています。

為替: 一部の新興国通貨をアンダーウェイト

日銀と ECB を例外として、G10 諸国の中央銀行は軒並み利上げを開始しました。また、既に QT に着手したか、あるいは少なくともその意向を示唆した中央銀行も数多く存在します。これに対して、G10 諸国の中でも、日銀は 7 月末までは政策金利を据え置く唯一の中央銀行であり、マイナス金利政策を維持しつつ、資産買い入れに基づくイールドカーブ・コントロールを堅持しています。一方、ECB は QE をようやく終了しようとする段階であり、近い将来に QT を開始することはないとみられます。また、政策金利の水準は G10 諸国の中で最も低く、7 月の利上げ幅が 25bp に留まる見通しを事前に表明しています。

通貨とは相対的な概念であり、米ドルとの力関係を決定する最大のポイントは、政策金利の差になります。その点を念頭に置きつつ、市場ではわずかに数週間前までは、FRB が軟調な経済指標と金融環境の逼迫を踏まえて、9 月以降に利上げを停止する可能性が指摘されていました。その後、インフレ率とインフレ期待の上昇を受けて、FRB は引き締めを加速する方針を採用するようになり、このことが米ドルの支援材料となっています。G10 諸国の中で唯一の例外はおそらくカナダ銀行であり、FRB よりも迅速かつ大胆に利上げを進める意向を示していることから、カナダ・ドルは比較的堅調に推移しています。

FRB が予想以上に積極的に利上げを進めていることから、新興国市場においても、多くの中央銀行が緊急に行動する意向を表明しています。自国通貨が弱含む中で、世界的にコモディティ価格が上昇しているため、新興国市場で最もハト派的な中央銀行(タイ銀行など)でさえも、次回の政策決定会合において利上げサイクルを開始する方針を示すことによって、インフレ期待を固定化することに注力せざるをえなくなっています。

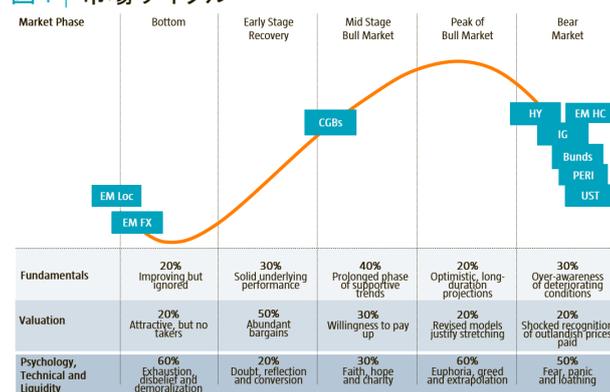
為替レートについて考える場合、新興国の各中央銀行が FRB との関係において、どのような金融引き締めスタンスを採用しているのかが、足元で最も重要な問題になります。ここでは、地域別に考えることが重要です。中南米諸国はパンデミック危機の最中に一定の引き締めを実行するなど、FRB やその他の新興諸国に先行していることは明らかです。一方、東欧諸国は巻き返しの段階にあります。大規模なステップでの引き締めが実行されていますが、賃金と物価のスパイラル的な上昇に直面しているため、さらなる対応が必要になり

ます。金融政策において明確に遅れているのは、アフリカとアジアの新興諸国(中国を除く)になります。実際、アジア諸国はパンデミック危機下で大きな打撃を被り、ロックダウン措置が長期化する中で経済に悪影響が及んだことから、中央銀行はハト派的な姿勢を維持しています。とは言え、アジアにおいても政策の調整が必要になるでしょう。

多くのアジア諸国は食品・エネルギーの輸入依存度が高く、そのことがインフレ率を押し上げています。一方、減速傾向が顕著な世界経済において、米ドルは上昇基調にあります。このためロベコでは、インドネシア・ルピアとフィリピン・ペソのポジションを通じて、引き続きアジア通貨をアンダーウェイトとしています。また、韓国ウォンをアンダーウェイトとする魅力的な水準を積極的に模索しています。一方、政治情勢の不安定化リスクの高まりなどの長期的な理由に基づいて、南アフリカ・ランドのアンダーウェイトを据え置いています。同国は多額の米ドル建て対外債務を抱えているため、世界経済の成長鈍化の影響を受けやすいことにも留意しています。要約すると、食品・エネルギーの輸入や(米ドルの変動に影響を受けやすい)対外債務の観点から脆弱性を伴う新興国通貨のバスケットに対して、米ドルをオーバーウェイトとしています。

資産クラスのポジショニング

図 1 | 市場サイクル



出所: ロベコ, 2022 年 6 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 Stephen King 氏(HSBC)、Peter Hooper 氏(DB)、Ralf Preusser 氏(BAML)、Bhanu Baweja 氏(UBS) 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
--