



## グローバル債券マクロ・アウトルック ツイン・ピークス

- 利上げが前倒しされピークが切り上がったことから、景気後退入り  
が不可避の情勢に
- 歴史が参考になるのであれば、国債利回りは早晚ピークに達する  
見通し…
- …その後クレジット・スプレッドがピークを迎えることに

### 概要

#### 勢いを増す引き締め動き

ロベコは年初から一貫して、金融政策の引き締めに焦点を当てつつ、中央銀行が直面するジレンマ(「[チェックメイト\(Czech mate\)に陥る](#)」)とその後のインフレ対応を優先する政策判断(「[インフレ・ゲーム](#)」)について論じてきました。2023 年が視野に入らる中で、このテーマは変わらないどころか、むしろ重要性を増しています。FRB が今秋に引き締めを終了するという市場全体の期待は、ジャクソンホール会議におけるパウエル議長の発言によって打ち砕かれました。ECB が「段階的な変化」を継続するという期待も、9 月の ECB 政策理事会においてラガルド総裁がタカ派に転じたことによって、覆されました。一方、インフレの上昇ペースが緩やかになるという期待も、8 月に発表された米国の消費者物価指数(CPI)が高水準に達したため、後退することになりました。労働市場の逼迫感が徐々に和らぎ、多くの市場参加者が望むソフトランディングが実現するという期待は、過度に楽観的だったように思われます。過去 16 カ

月間の非農業部門雇用者数は軒並み 29 万人を上回り、直近 3 カ月間の平均は 40 万人近くに達しています。インフレ率、賃金、雇用者数に関する指標が上昇するほど、中央銀行は景気後退入りを誘発するような水準まで、金利を引き上げざるを得なくなります。経済指標の下振れは景気後退への流れを、経済指標の上振れはさらなる利上げの必要性を、それぞれ示唆します。

Outlook  
機関投資家向け  
2022 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, Stephan van IJendoorn, Rogier Hoogeveen, Philip McNicholas

中央銀行が「どちらに転んでも損はしない」ように努める中で、インフレとの戦いに勝利するまでは、ソフトランディングする可能性は極めて低いようです。言うまでもなく、金融政策の引き締めがもたらすのは、経済的な影響だけではありません。市場にとって、金利を（ユーロ圏でさえも）75bp 刻みでインフレ抑制的な水準まで引き上げることは、資金繰り環境の逼迫を意味します。同時に、量的引き締め（QT）の動きが加速する中で、市場のボラティリティはさらに高まりつつあります。それでは、どのようにポジションを構築するべきでしょうか。

### 金利戦略

イールドカーブに注目すると、マクロ経済と政策の動向を背景に、短期ゾーンの金利には短期的な上昇圧力が残存しています。ロベコが年初から一貫して予想してきたように、ユーロのイールドカーブは大幅にフラットニングするようになりました。第 1 四半期にチェコで始まった世界的なフラットニングの流れは、英国の SONIA（ボンド翌日物平均金利）、韓国、米国の国債の市場へと波及し、足元ではユーロの 2 年/10 年のスワップ・カーブが逆イールド化しています（「[チェックメイト \(Czech mate\) に陥る](#)」を参照）。

もっとも、このようなフラットニングや逆イールド化の動きは、転換点を迎える公算が大きいようです。1968 年から 82 年にかけて発生した 4 回の景気後退局面においても、債券利回りは大幅に低下しました。現在の市場価格に基づく、原油価格は 2023 年 3 月までに前年比マイナスの水準となる見通しです。また、コモディティ市場全体の地合いも弱含むようになり、経済成長見通しに暗雲が立ちこめる中で、銅、木材、各種の循環的な原材料の価格は、年初から大幅に下落しています。米国では、総合インフレ率の上昇ペースは緩やかになりつつありますが、各種コア指標（賃料や賃金を含む）の上昇を受けて、FRB が当面引き締めを継続することは確実視されています。債券相場は転換点に近づいているようであり、また、景気後退局面においては債券のリターン見通しが大幅に改善する傾向を踏まえて、デュレーションに関連する 3 つのシグナルを検討しました（金利戦略のセクション参照）。ポートフォリオの構築に際しては、イールドカーブ戦略とデュレーション戦略のメリットを引き続き区別して考えています。

### イールドカーブ戦略とデュレーション戦略

以前にも言及したように、大規模なデュレーション・トレードから収益を上げるためには、経済成長の短期見通しとインフレの長期見通しという、2 つの要素を正確に判断する必要があります。一方で、イールドカーブ戦

略においては、短期見通しが大きな役割を果たします（インフレ・プレミアムは概ねイールドカーブ全体に存在し、金利とインフレの長期的な水準はある程度は政策金利に織り込まれていることが理由）。ロベコの見解では、インフレの長期見通しよりも経済成長の短期見通しの方が、経済指標から読み取りやすいと考えられます。

インフレの長期見通しに関しては、疑問は解消されていません。賃金の上昇は二次的な影響につながるでしょうか（オランダ鉄道の労働組合が 9.25% の賃上げを勝ち取った最近の事例を参照）、需要の急減を受けて、物価は急速に下落するでしょうか（原油価格は 3 月以降に 30% 下落）。どちらの要因が優位になるでしょうか。リスクはどちらかと言うと対称的であり、これらの未解決の問題に対して大きなポジションを取ることは、顧客の資金を運用する上で適切ではないと考えています。年初来の債券のトータルリターンは、いくつかの指標において、既に 1788 年以降で最悪の水準に落ち込んでいます（ロイター記事 [Bonds in line for worst year in decades](#) | Reuters 参照）。とは言え、デュレーションのトレンドが継続するとの見方から、金利上昇の勢いを追いかけてやろうとするのは、リスクが高いと見られます。第 1 に、前回の四半期アウトルックを公表してから 12 週の間、金利水準は大きく転換しています。一例を挙げると、ドイツ 2 年国債利回りは 1.2% から 0.2% に低下した後、1.5% を超える水準まで戻しています。一方、2 点目として、ロベコが今回のグローバル・マクロ四半期アウトルックのセッションにおいて幅広く分析したところ、転換点を迎えつつあるものの、まだそのタイミングではないとの結論が導かれました。

これに対して、イールドカーブの見通しが非対称的になる時点まで逆イールド化が過度に進行するポイントを特定するための、ヒストリカルな分析の枠組みを利用するアプローチは、リスク・リターンを捉える上で引き続き適切であると考えています。

インフレが高い水準にあるか（1965～82 年など）、中程度の水準にあるか（1982～90 年代半ば）、低い水準にあるか（1990 年代半ば～2020 年）を問わず、イールドカーブには周期的に平均回帰する傾向があります。したがって、過度に逆イールド化した場合には、いずれ順イールド化するか、再びスティーピングする可能性が高くなります。このため、米国債のイールドカーブが大幅に逆イールド化した段階で、スティーピングのポジションを構築することを推奨します。来年上半年に向けて、単独で 100～150bp 程度のアルファの獲得が期待

可能なトレードであると考えています。これに対して、ユーロのイールドカーブには、さらなるフラットニングの余地があると見ています。

### 債券のアセットアロケーション

前回の四半期アウトルックにおいて指摘したように、「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」。その後7月から8月初旬にかけて、FRB が今秋にもハト派に転じるとの期待を背景に、クレジット市場では買い進もうとする動きが見受けられました。ロベコはこの動きが合理的でないと考え、上昇局面を捉えてポジションを削減しました。その後8月半ば以降に、スプレッドは拡大に転じています。

今年に入って、クレジット市場が割安になりつつあることは確かですが、年初までは2008年以降で最も割高な水準で推移していました。米ドルのBBB格債券のオプション調整後スプレッド(OAS)、ユーロのBBB格債券のアセット・スワップ・スプレッド(ASW)、ハイイールド債の спреッドは、直近25年間の平均的な水準(あるいはややタイトな水準)で推移しています。歴史が参考になるのであれば、平均的なスプレッドでは景気後退のリスクに見合った水準とは言えません。先行きを展望すると、金融政策の見通し、クレジットの弱気相場を反転させるために必要な条件、財政政策に劇的な変化を生み出す力が小さいことを踏まえ、スプレッドが縮小に転じるとの見方は楽観的過ぎると考えられます。景気後退局面や危機時の水準で取引されているのは、ユーロのスワップ・スプレッドに限られます。

加えて、時系列の問題が存在します。過去50年間においては例外なく、景気後退局面におけるクレジット・スプレッドは、国債利回りがピーク・アウトした後にピークに達しました。何カ月もの、あるいは何年もの時間差が存在することが一般的でした。“今回は違う”ことにはならないとロベコは見ています。初めに国債利回りがピークに達した後に、クレジット・スプレッドがピークに達する“ツイン・ピークス”のシナリオを想定しています。問題は、数カ月間の時間差が生じること、そしてその時間差の間にスプレッドが広がってしまうことです。

# 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

# マクロ経済と政策の見通し

- 米国においてもインフレの抑制には景気後退が伴う公算
- 賃金の伸びがコアインフレ率の着地点の重要な決定要因
- 財政政策と金融政策の密接な連携は概ね破綻

## 成長見通し: ソフトランディング・シナリオに対する重大な疑問

3月の四半期アウトルックの中で、米国経済の景気後退入りが差し迫っているとの見通しを示しました。6月の四半期アウトルックにおいては、「景気後退入りのリスクが高まる」と指摘しました。今後に関しては、四半期アウトルックのセッションに参加されたゲスト・スピーカーのジェラルド・ミナック氏が提示した、米国経済がハードランディングする可能性は極めて高いという見解に賛同します。向こう6カ月間という投資の時間軸において、米国およびユーロ圏が景気後退に陥る確率を、それぞれ95%、100%と見る向きもあります。ロベコはいくつかの不確実性に鑑みて(ロシアからのガス供給動向やロシア・ウクライナ間の戦争の結果を正確に予測することは不可能)、これよりやや低い確率を想定していますが、「景気後退入りのリスクが高まる」という見解に変更はありません。

上記の基本シナリオは、米国経済のインフレ圧力を持続的に抑制するには、賃金の伸び率を大幅に引き下げる必要があるという、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)などの見解とも一致しています。失業率が少なくとも1ppt上昇しない限り、賃金の伸びが大幅に低下するシナリオを想定するのは難しいようですが、そのためには、足元の環境において、労働需要が顕著に縮小することが、ほぼ確実に必要になります。一部の試算によると(サム・ルール(Sahm Rule)など)、U3失業率(公表の失業率)がわずか0.5ppt上昇するだけで、景気後退に相当する状況となります。

足元の米国経済に対する楽観的な見方は、次の5つのポイントに基づくものです。第1に、米国の実質労働総所得は、雇用の伸びなどに支えられて、引き続きプラスの伸びを示しています。第2に、米国ではエネル

ギー・ショックの影響が欧州ほど深刻ではありません(過去10年間の気候政策の違いから、エネルギーの自給率が高い)。第3に、FRBが引き締め政策を素早く転換するとの見方が、根強く存在します。第4に、供給のボトルネックが緩和することによって、商品価格の上昇傾向が世界的に一服すると見られます。最後に、今回のサイクルにおいて、民間セクターにおける深刻な支出の問題や金融セクターにおける不均衡の問題が存在していないことが、景気後退が軽微なものにとどまるという見方につながります(前回2020年の景気後退局面から2年しか経過していない)。

上記の5つのポイントに対して、順を追って反論してみましょう。第1に、通常、雇用関連の指標は、景気後退を確認するデータの中でも最後の段階で集計されるものです(例えば、住宅ローン申請件数の減少や製造業景況調査の悪化などに大きく遅行)。第2のポイントは合理的な指摘ですが、ロベコの見解によると、欧州の経済成長に対するより大きなリスク要因を際立たせるものに過ぎません。第3に、経済成長が好転するほど、インフレの脅威に確実に対応するために、FRBは利上げの継続を余儀なくされることとなります(その結果、「コインの表が出れば景気後退入り、裏が出れば“いずれにしても近い将来に景気後退入り”」という状況に陥ります)。

4つ目のポイントは好材料のように思われますが、タイムリーなものではなく、いずれにしても、インフレに関する議論は、2021年の中古車やコンテナ船に関連する問題から、賃料や賃金(加えて欧州の電気ガス)の問題にシフトしています。最後に、民間セクターにおける信用の創出は確かに抑制されていますが、公的セクターにおいては負債が爆発的に増加し、経済全体の債務超過を記録的な水準に押し上げています。

反対に、市場では、ハードランディングの要因として、少なくとも 5 つのリスクが過小評価されているように思われます。第 1 に、金利は過去 30 年以上の間で、最も速いペースで上昇しています。第 2 に、労働市場は 1960 年代以降で最も逼迫した状態にあります。第 3 に、企業の債務残高は過去のどの景気後退局面と比べても大きく、家計の債務残高も、1 回の例外を除いて、過去のどの景気後退局面と比べても大きい水準に達しています。その一方で、米国政府の負債の規模(対 GDP 比)は、2008 年以前の 60%から 120%に倍増しています。一部の国では、さらに高い水準に達しています(例としてイタリアは 150%以上)。

第 4 に、2020 年の事例は完全な景気後退とは言いません。NBER(全米経済研究所)によると、持続したのは 12 週間だけであり、デフォルト率は年 5%にとどまり、景気後退局面における標準的な水準(10%)の半分までしか上昇しませんでした。すなわち、米国の歴史上最長の景気拡大局面であった直近のサイクルの余波が、残存していたと考えられます。第 5 に、食品・エネルギー価格のショックは、1973~75 年や 1979~80 年の深刻な景気後退局面に匹敵する水準に達しています。

最後に、2020 年下期から 2021 年にかけて、恐怖心と欲望の間で長期的に振れる市場の振り子は極端な動きを示し、1920 年代後半や 2008 年直前における合成的な商品の開発を彷彿とさせるような、SPAC(特別買収目的会社)や暗号通貨が人気化したことを指摘しておきます。また、株価はドットコム・バブルの時期に匹敵する水準に上昇しました。一部のコメントーターは、不均衡は存在しないと指摘していますが、目を凝らして観察していないように思われます。

加えて、中国の見通しも脆弱と言えます。2009 年以降、世界経済の回復プロセスは、中国政府による景気刺激策によって繰り返し支えられてきました。2011~12 年や 2015~16 年のタイミングにおいて、米国経済が景気後退入りすることなく、ソフトランディングすることに成功した一因にもなりました。今年に入って、中国政府はインフラ投資の拡大を目的として、再び財政刺激策を講じていますが、これまでよりもはるかに小規模であり、動機付けも弱いように思われます。住宅需要の低迷、40 年間にわたる信用ブームの影響、債務残高の水準に対するマクロ・プルーデンス的観点からの懸念、「ゼロ・コロナ」政策の下で感染拡大が相次いだことによる経済的ダメージなどの要因を踏まえると、中国に

今回の危機の救世主の役割を期待するのは困難と言えるでしょう。

**2009 年以降、世界経済の回復プロセスは、中国政府の刺激策によって繰り返し支えられてきました。[多くの要因を踏まえると] 中国に今回の危機の救世主の役割を期待するのは困難と言えるでしょう**

米国における金融政策の引き締め、欧州における需要の減退、中国の景気刺激策の規模に関する不確実性は、多くの新興国にも影響を及ぼします。新興国市場では、家計の支出に占める食品・エネルギーの割合が大きく、多くの場合、金融政策の引き締めは深刻な影響をもたらします。その意味において、多くの農産物の価格が上期の高値から下落したことは明るい材料ですが、(スリランカやパキスタンなどの)フロンティア市場における脆弱性や、中東欧諸国などにおける金融環境の逼迫は、今後の問題を物語っています。

欧州では、今冬にエネルギー不足によって工場が操業停止に追い込まれる可能性を念頭に、政策措置が講じられています。また、家庭のエネルギー・コストを抑制するための、大規模な財政措置が導入されています。それにもかかわらず、家計の実質所得には、1970 年代初頭に匹敵するようなショックが生じています。このような状況において、ECB による金融政策の引き締めを受けて金融環境が大幅に逼迫すれば、1973~75 年と同じような、消費者主導型の深刻な景気後退に陥るリスクが高いと考えられます。実際、ロベコでは、大多数の欧州諸国が景気後退に陥る確率は、米国よりも高いと見ています。皮肉なことに、米国の今年上期の GDP は、ユーロ圏を大幅に下回る水準でしたが、これはユーロ圏におけるパンデミック危機後のサービス業再開の動きに起因するものでした。そのような動きは既に頭打ちとなりつつあり、一方で、米国の経済指標には反映されるようになっていきます。

インフレが高止まりする環境において、ECB を始めとする中央銀行が政策を速やかに転換するためのハードルは、引き上げられています。来年には、各国の中央銀行がいずれ緩和方向に転換する可能性は高いと

は言え、その前に、インフレとの戦いが本当に成功したのかを確認する必要があり、景気をさらに悪化させ、リスク資産に打撃を与えるようなポリシーミックスにつながることでしょう。

## インフレ動向: インフレ期待、賃金、コモディティ

米国では、総合インフレ率が6月に9%近辺でピークに達したようですが、欧州では依然としてピークがはっきりしない様子です。ユーロ圏、英国のいずれにおいても、エネルギー価格上昇のショックは米国よりも劇的だったことから、同地域の中央銀行は神経を尖らせています。一方、米国においても、コアインフレ率(現時点で6.3%)がピークアウトしたかどうかは、それほど明確ではないようです。その背景には、歴史的に(引き続き高水準で推移する)賃金の伸びとの相関が高い、賃料の上昇圧力が持続していることがあります。いずれにしても、コアインフレ率に関しては、英国(6.3%)とユーロ圏(4.3%)のいずれにおいても、これまでの食品・エネルギー価格の上昇の間接的な影響などを踏まえると、ピークに達していないと見られます。

ロベコでは、コアインフレ率の着地点を見極める上で、賃金の上昇ペース(生産性の調整を考慮したベース)がカギを握ると考えています。当面の間、米国(および英国)において賃金の上昇圧力が明確に弱まる兆しはほとんどないようであり、金融政策の引き締めスタンスが続くという見方が裏付けられています。一方、北西部の国々を中心に、ユーロ圏では賃金の上昇圧力が明確に強まっています。もっとも、最終的には、ECBが政策の正常化を継続するという前提で、ユーロ圏の賃金水準は米英と比べて抑制された水準を維持する可能性が高いと見えています。

中国と一部のアジア諸国においては、物流の混乱が物価に与える影響が比較的小さいこと、政府の介入がより強力であること、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。その一方で、食品価格が牽引する形でインフレが上昇したことを受けて、金融政策を引き締めざるを得なくなった中央銀行も増えています。また、基調的なインフレ圧力が依然として抑制されている日本では、円安によって輸入インフレの傾向が強まり、いずれ世界的なインフレの波から完全には逃れられなくなる可能性が示唆されています。

世界的にコモディティ価格がさらに大幅に下落した場合、来年には、多くの先進諸国および新興諸国において、総合インフレ率の上昇が大幅に抑制される可能性があります。もっとも、下落の要因が、世界的な景気後退に起因するコモディティ需要の落ち込みではなく、供給面での状況改善を背景とするものであり、その結果、経済成長にプラスの影響が生じるような展開が、理想的と言えるでしょう。しかしながら、今回の四半期アウトルックのセッションにおいてご意見を伺ったコモディティの専門家は、供給サイドの状況は当面これ以上改善しない可能性があるかと強調しています。

## 財政政策と金融政策: 密接な連携は破綻

米国では、ここ最近、インフレ抑制法が可決されると同時に、学生ローン債務の免除が決定されましたが、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、明確なマイナスの領域に留まっています。インフレ率が足元の水準で推移する中で、11月8日に予定される中間選挙の結果、民主党は下院において過半数の議席を失う公算が大きいことから、この先数四半期の間に大規模な財政刺激策が実施される余地はほとんどないと見られます。これに対して中国では、財政政策のスタンスがより拡張的になりました。もっとも、新たな刺激策は、引き続き個人消費よりも(インフラ関連の)製造業を下支えする内容となっています。

英国とユーロ圏では、エネルギー危機を受けて、家計とエネルギー企業の支援を目的とする、新たな財政支援策が発表されました。ユーロ圏では、欧州復興基金(「次世代のEU」)に基づく継続中の資金支援も追い風となって、フィスカルインパルスはプラス圏内で推移する見通しです。ただし、最近の支援策のうちかなりの部分が、(新たな借入れではなく)企業セクターから振り替えられた資金によって充当されると想定されます。

## 2020年とは異なり、来年に向けて財政政策に経済成長見通しを劇的に変える力があるとは考えていません

いずれにしても、2020年とは異なり、来年に向けて財政政策に経済成長見通しを劇的に変える力があるとは考えていません。この見方は、4つの理由によるものです。第1に、パンデミック危機に関連する財政赤字はほとんど解消されていません。結局のところ、前回の景気後退局面から2年しか経過していないのです。最新のデータによると、財政赤字は米国では3%、英国では5%以上、フランスでは6%、イタリアでは7%に達しています。第2に、これまでも論じてきたように、インフレ率が10%に近い状況において、中央銀行には量的緩和(QE)という選択肢がありません。すなわち、2020年のように、大規模な財政赤字を秘密裏にファイナンスすることはできないこととなります。第3に、成長推進型の財政政策は、確実にインフレを生じさせます。結局のところ、米国において2020年に実行された過大な

財政支援策が商品価格インフレの重要な要因であり、今年に入って中央銀行は苦境に直面するようになったと、多くの人が考えています。

最後に、多くの政府が内需を下支えするための政策を講じています。景気後退局面においては、この傾向がさらに強まることも考えられますが、一方で中央銀行は、インフレが目標以上の水準で固定化される事態を避けるには需要を抑制することが必要と考え、事態回避に向けた政策を強化しています。実際、FRBのパウエル議長とECBのシュナーベル専務理事は、先日のジャクソンホール会議において、金融政策の引き締めの際に経済には「何らかの痛み」が伴う可能性が高いと警鐘を鳴らしています。このように、インフレを誘発する財政支援策は、必要な金融引き締めの程度を高めるだけに終わる可能性があります。

先進国市場においては、新興国市場において典型的に見られるような、政策金利の大幅な引き上げという形での引き締めが主流になっています。政策金利をインフレ抑制的な領域(中立金利を上回る水準)へと速やかに引き上げることが、政策の目標となります。その結果、来年初頭には、米国、英国、ユーロ圏の政策金利が、それぞれ4%台、3%台、2%台に達する公算が大きいという市場の見方に、ロベコも賛同します。しかしながら、特にECBにとっては、市場のフォワード金利が示唆するように、政策金利をこの先数年間にわたって2%を大幅に上回る水準に維持することは、困難になるだろうと考えています。そのように考える理由として、ファンダメンタルズの観点から許容されない域内の地域において、政策金利が最もインフレ抑制的な水準に達してしまうことが挙げられます。一方、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ようですが、日銀は10月か12月の金融政策決定会合において、「イールドカーブ・コントロール(YCC)」を修正することによって、10年国債金利の0%の目標を中心とする変動許容乖離幅を拡大すると予想しています(最新の「[セン](#)  
[トラル・バンク・ウォッチャー](#)」参照)。

この間、水面下では、中国人民銀行、イングランド銀行、FRBを含むG10諸国の多くの中央銀行が、国債の保有残高を着実に削減することによって、金融政策スタンスの引き締めを継続しています。その際に、保有債券の償還資金の再投資を部分的に停止する手法が、主に採用されています。これに対して、ニュージーランド準備銀行は、保有債券の積極的な売却に踏み切りました。イングランド銀行もその意向を示していますが、英国政府が最近発表した歳出計画において、国債の

供給見通しが修正されたことから、実現しない可能性もあります。ECB は欧米諸国の中での異端性を証明するかのように、「資産買い入れプログラム (APP)」と「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、全額再投資しています。PEPP においては、ユーロ圏国債のスプレッドを下支えする柔軟性が取り入れられています。もっとも、ECB 内部では、QT に関する議論が 10 月に始まる可能性が高いようです。その結果、APP に基づく保有債券を、2023 年を通して段階的に削減する道筋が浮かび上がることになりそうです。

この先、インフレとの戦いが進む中で、近い将来に新たな QE の波が押し寄せる可能性は極めて低いようです (ECB が新たに導入を決定した「TPI (伝達保護措置)」は QE ではありません)。経済成長見通しが悪化する中で、中央銀行にエネルギー危機対応を求める英国の「エネルギー市場ファイナンス・スキーム (EMFS)」のようなイニシアティブが、追加的に導入される可能性も明確には否定できませんが、「デフレ懸念なしに QE なし」という原則ははっきりしています。

# 金利戦略

- 金利のピーク水準は中央銀行の政策と密接に関連
- 主要な市場には脆弱性が残存するものの一部地域では見通しが改善
- イールドカーブ上に投資機会が存在

## ロベコのデュレーション指標によるとオーバーウェイトに転じるタイミングではない

中央銀行が引き締めペースを加速する中で、金利は再び上昇に転じています。なかでも短期ゾーンの利回りは、多くの市場において6月に達したピークを上回るようになり、6月から7月にかけて、デュレーションをオーバーウェイトとする戦術的な機会が見受けられました。ロベコの基本シナリオでは、米国とユーロ圏は景気後退に陥ると予想していますが、利回りの低下を見越したポジショニングに戦略的に転じるのは、依然として時期尚早であると見ています。投資機会は到来するはずですが、拙速なポジショニングにはコストが伴う可能性があります。ここでは、デュレーションをオーバーウェイトとする好機を示すシグナルを、いくつかリストアップしました。包括的なリストについては、前回の四半期アウトルック「[インフレ・ゲーム](#)」の中で議論しています。

### 1. 2年/10年のカーブは逆イールド化したか

米国債、英国債、ユーロの金利スワップ、中南米および中東欧の多くの市場を始めとして、2年/10年のカーブが逆イールド化するようになった金利市場は増加しています。その一方で、ユーロ圏の債券市場やアジアの多くの市場では、順イールドの形状が保たれています。ロベコのリサーチによると、逆イールド化はフォワード対比でアウトパフォームする可能性を示唆するものであり、このシグナルは時間とともにさらに有力になります。米国市場、英国市場、いくつかの中南米および中東欧の市場では、潜在的な投資機会が浮上しています。

### 2. 2年債利回りは主要な政策金利を下回ったか

ブラジルやポーランドなどの少数の新興国債券市場では、実際に2年債利回りは主要な政策金利を下回っています。その一方で、ほとんどの先進国市場では、政策金利を引き続き大幅に上回っています。先進諸国

の中では、カナダがこのシグナルに最も近いと思われるます。

### 3. 今回の利上げサイクルにおいて最後から2番目の利上げが実現したか

ここ最近の利上げ幅を見る限り、多くの中央銀行が、比較的早期に最後の利上げのタイミングに達すると見られます。とはいえ、ECB、FRB、イングランド銀行については、9月に最後から2番目の利上げのタイミングが到来する可能性は低いようです。もっとも、3カ月以内に到来するシナリオは、十分に現実的です。先進諸国の中では、カナダがこのタイミングに最も近いと思われるます。新興国市場に対象を広げると、興味深いのはやはり中南米諸国になります。実際、メキシコ中央銀行やブラジル中央銀行などは、今回の利上げサイクルにおいて最後から2番目の利上げのタイミングに、既に達しているかもしれません。

主要な債券市場においては、上記の3つのシグナルのうち、2年/10年の逆イールド化だけが青信号に変わりつつあります。先進諸国の中で複数のシグナルにおいて魅力が増しているのは、スウェーデンと(おそらく)カナダに限定されます。このため、主要な債券市場においては、戦略的にデュレーションをオーバーウェイトとするのは、時期尚早であるとの結論に達しました。とは言え、利上げのペースが急速であることから、数カ月後にはデュレーションの見通しがより前向きになる可能性もあります。

昨年と同じように、今年に入っても世界中の国債市場を一貫してアウトパフォームしているのが、中国の国債市場です。ロベコは何四半期にもわたって、中国国債をオーバーウェイトとしてきました。ロベコのマクロ経済見通しに基づく(前セクション参照)、中国国債のトータルリターンは長期的にプラス圏内を維持する見通しです。中国以外では、ブラジルやメキシコなどの新興国についても、上記のシグナルは、検討する価値のある潜在的な投資機会を示唆しています。最近になってようやく引き締めめに転じた市場(ユーロ圏)や、しばらく

経ってからのタカ派転換が予想される市場(日本)については、引き続きデュレーションのアンダーウェイトを選好しています。

アクティブ運用の観点からは、引き続きイールドカーブ上に投資機会が存在します。この先数カ月の間に、米国市場とユーロ圏市場の 2 年/10 年のイールドカーブは、さらにフラットニング(あるいは逆イールド化)する可能性があり、ロベコはユーロ圏市場において、そのような動きを見越したポジションをとっています。もっとも、このポジションは、経済成長見通しに関連して時間的な制約を受けるため、既に利益を確定し始めています。また、最近 12 年間、ドイツ国債のイールドカーブは逆イールド化していないこと、ユーロの自然利子率は相対的に低い可能性が高いことを踏まえると、ユーロのイールドカーブがフラット化、逆イールド化する度合いは、米国、英国、中南米、中東欧より小さくなる見通しです。

米国市場では、逆イールド化がさらに大幅に進むのであれば、スティープナー・ポジションを構築する機会として、捉えたいと考えています。また、英国市場においても、最近数四半期の間には急激な逆イールド化が進行したことから、スティープナーを構築する機会が浮上する可能性があります。一方、日本市場では、10 年/30 年のスプレッドが過去最高の水準に近づいていることから、同年限のフラットナーを選好しています。

# 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ッドには、景気後退のリスクが依然として織り込まれていない
- 景気後退局面におけるクレジットの弱気相場は、通常、QE 発表によってのみ終了する
- 歴史的にクレジット・スプレッドは、国債利回りがピーク・アウトしてしばらく経過してからピークに達する

## クレジット市場 – 景気後退のリスクは織り込まれていない

前回の四半期アウトルックでは、「米ドルの投資適格債の спре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」にあると指摘しました。ジャクソンホール会議におけるパウエル議長の講演の内容を目にした人であれば、この水準に意外感を覚えることでしょう。講演では、「トレンドを下回る水準の経済成長が持続…労働市場の環境は多少軟化する公算が非常に大きい…家計や企業に何らかの痛み…不幸なコスト」という表現が散りばめられていました。これまでもFRBの経済見通しは、必ずしも正確だったわけではありませんが、予想が外れる際に何らかの傾向があるとなれば、過度に楽観的であったケースが一般的でした。この言葉を額面通りに受け止めないでください。FRBも認識しているように、警告を受けていたはずですが。

一般に景気後退局面においては、米ドルの投資適格債の OAS は 200bp を上回る水準に達します。さまざまな理由によって、2020 年の水準(400bp)や 2008 年の水準(600bp)まで広がることは予想していませんが、(比較的軽度な景気後退であった)2002 年においてさえも、270bp を超える水準に達しています。

3 カ月前と比べると、投資適格債のバリュエーションは世界的にほとんど変化していないようであり、サマー・ラリーが一段落した現在、OAS は米ドルの投資適格債が 145bp、ユーロの投資適格債が 190bp と、ほぼ横

ばいの水準で推移しています。スプレッド・デフレーションが 5 年程度のユーロの投資適格債は、同じく 7 年程度の米ドルの投資適格債と比べて視覚的に割安感がありますが、これは表面的な結論と言えるでしょう。子細に見ると、ASW については、ユーロの投資適格債が 93bp にとどまっているのに対して、米ドルの投資適格債は 160bp 近辺となっています。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、冬場の厳しいエネルギー情勢、ロシアへのガス依存という衝撃的な政策判断ミス、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う要素が加わります。

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、ロベコの指標に基づく、グローバルなスプレッド商品の中で、ユーロのスワップ・スプレッドと AAA 格の SSA 債(ソブリン債、国際機関債および政府系機関債)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。最近の相場の変動やボラティリティの高さに鑑みると、スワップ・スプレッドのポジションは気の弱い人には不向きですが、多くの長期的なバリュー投資の機会と同じ様に、戦略的な平均回帰トレードの類いにおいて、短期的な時価変動をある程度許容することは必要な代償になります。

クレジット市場に関しては、前回の四半期アウトルックにおいても指摘したように、投資適格債の спреッドが 200bp を大幅に超えて拡大し、ハイイールド債の спре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)の事例など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。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ますが、まだそのような段階ではありません。

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す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局面において典型的な水準へと押し上げられる可能性があります。資金調達に難化して借り換えリスクが高まる環境におけるハイイールド債の発行額の急減など、クレジットの弱気相場において典型的な市場要因はいくつか見受けられますが、大規模な資金の流出は確認されていません。いずれ、そのような段階に達すると見られます。

格付けのトレンドと同じように、景気後退局面において典型的な、投機的階級に格下げされる銘柄(フォールン・エンジェル)が増える動きは、ほとんど始まっていません(ロベコの見解では、経済成長の鈍化はこれから本格化する見通しであることが主因)。クレジット・スプレッドには、格下げの動きが実際に始まるまでは、反転しない傾向があります。最後に、クレジット市場の内部構造に注目すると、銘柄間のばらつきは拡大し始めているものの、そのプロセスは半分程度しか進展していないように思われます。例えば米ドル建て CCC 格債券の場合、景気後退局面において典型的なばらつきを踏まえた価格水準からは、かけ離れています。

#### クレジットの弱気相場はどのように終わるのか

景気後退局面におけるクレジットの弱気相場は、過去4回とも、QEが発表されたタイミング(2008年11月や2020年3月末など)、またはその可能性が示唆されたタイミング(2002年秋のバーナンキ元FRB議長による「ヘリコプター・マネー」発言や2012年7月のドラギ元ECB総裁による「マルハナバチ(bumblebee)」発言など)で終了しました。今回の問題は、欧米諸国の中央銀行にとって、インフレ率が10%に近い状況において、QEを発表したりその可能性を示唆したりすることが想定外であることです。

その結果、選択肢は財政政策に絞られます。パンデミック危機下において、左派・右派の政権はいずれも、

野党や有権者の暗黙の了解の下に、予期せぬ緊急事態に際して何兆ドルもの資金を投入することによって、短期的に経済成長を大幅に押し上げることが可能であることに気がつきました。確かに今年に入って、市場の強気筋からは、各国政府は数兆ドルをそこそこに支出することによって、エネルギーや生活費の危機から経済を救済できるのではないかという主張が聞かれます。英国政府とドイツ政府はエネルギー政策に関連して大規模な支援策を発表していますが、財政政策に劇的な変化を生み出す力があるとは、ロベコは考えていません。「マクロ経済と政策の見通し」の項で概略したように、4つのハードルが存在すると見えています。

**今回の問題は、欧米諸国の中央銀行にとって、インフレ率が10%に近い状況において、QEを発表したりその可能性を示唆したりすることが想定外であることです**

#### ツイン・ピークス

しかしながら、クレジット市場においてラリーを阻害する最大の要因は、国債利回りとクレジット・スプレッドが変動する順序になります。ロベコはこのテーマについて、掘り下げて分析しました。やや複雑な内容ですが、ご容赦願います(ロベコが考える、この先1年間に債券市場においてアルファを獲得するカギとなるものが隠されています)。

多くの運用担当者は、1990年代半ばから2011~12年のユーロ圏危機の間に、人格形成期を迎えています。この15年あまりの期間中に、クレジット・スプレッドと債券利回りは概ね逆相関の関係にありました。一般に景気が拡大すると、小幅な利回りの上昇とスプレッドの縮小につながり、景気後退はこの流れを反転させてきました。

そして、2013年から新しい時代が始まります。QEには長期化する性質があり、QE、テーパリング(QEの縮小)、QTの局面が交互に到来するため、実質利回りの重要性が高まります。実質利回りの低下はクレジット・スプレッドの縮小につながり、実質利回りの上昇はスプレッドの拡大につながります。その結果、金利とクレジットの関係性に変化が生じました。両者が同じ方向

に動くことによって(例えば 2012 年と 2019 年には低下/縮小、2013 年夏、2015 年上期、2018 年には上昇/拡大)、長期にわたって優勢であった負の相関が覆されたのです。

今年に入っても最近の傾向が続き、利上げと QT(見込みを含む)の組み合わせが、年初来の国債利回りの上昇とクレジット・スプレッドの拡大につながっています(リスクオンとリスクオフの局面が繰り返されるため、途中経過はそれほど明確ではありませんが、全体像としては利回りの上昇/スプレッドの拡大という、2013 年のテーパリング・ショックの拡大版とも言える傾向が確認されます)。重要なのは、次に何が起きるかです。

前四半期を通じて、市場では、利回りの低下に伴いクレジット・スプレッドが縮小するという「転換(pivot)」という考え方が、支持を集めるようになりました。低インフレの環境においてソフトランディングに成功した場合、そのようなシナリオが実現することも理論的には考えられます(2019 年の事例など)、足元のインフレ率は決して低くありません。また、先ほども論じたように、ソフトランディングに成功する見込みは薄いとロベコは考えています。さらに、過去 50 年間の景気後退局面において、利回りの低下とスプレッドの縮小が同時に発生するというテーゼは、確認されたことがありませんでした。

むしろ、ヒストリカルな分析によると、景気後退局面においては、クレジット・スプレッドがピークに達する前に国債利回りがピークに達する傾向が確認されています。これは、直感的にも理解できる傾向です。景気が減速して景気後退局面に入ると、中央銀行は金利を引き下げます。その根拠として、FRB の場合は労働市場が 2 つのマンデートの一部を構成していること、ECB の場合は物価安定の目標を掲げていることが挙げられます。いずれにしても、景気後退局面において、中央銀行は一般に数百ベーシスポイントの利下げを行います(米国の直近 4 回の景気後退局面では 675bp、475bp、500bp、225bp の利下げを実施)。これに対して、クレジット・スプレッドは拡大に向かい、投資適格債の場合は(前述のように)200bp 以上、ハイイールド債の場合は 900bp 以上ワイドニングすることも珍しくありません。したがって、クレジット・スプレッドがピークに達するより少し前に(多くの場合は数四半期前あるいは数年前)、国債利回りはピーク・アウトすることになります。なぜならば、国債利回りが利下げの前にピークに達するのに対して、クレジット・スプレッドは一般に、利下げが実行された後によりやくピーク・アウトするからです。

1970 年代はどうだったのでしょうか。過去 30 年間の事例よりも、インフレが高い環境において発生した 1969 年から 82 年にかけての 4 回の景気後退の方が、現在の状況と関連性が深いと見るべきでしょう。このため、高インフレ環境下の景気後退局面における短期ゾーンの利回り、10 年債利回り、FF 金利、インフレ率、クレジット・スプレッドについて、広範な分析を実行しました。その結果、過去半世紀のうち 1970 年代以外の期間のマクロ経済や市場のデータと同じ結論が導き出されました。景気後退局面においては、インフレが高い環境であったとしても、国債利回りはクレジット・スプレッドよりも早くピークに達します。両者のピークの時間差には、ばらつきが見られます。1 年物利回りは 1970 年と 1981 年にピークを迎え、その後 1 年あるいはそれ以上の時間が経過した後に、クレジット・スプレッドはピークに達しています。一方、1979~80 年の時間差は 2 カ月間でした。しかしながら、FF 金利と短期ゾーンの利回りに関しては順序が変わることはなく、“今回は違う”ことにはならないと見ています。

## 景気後退局面においては、インフレが高い環境であったとしても、国債利回りはクレジット・スプレッドよりも早くピークに達します

### 欧州周縁国債債券: イタリアのファンダメンタルズは構造的に脆弱

前回の四半期アウトルックの中で、イタリア 10 年国債の対ドイツ国債スプレッドが 200bp を下回って継続的に縮小する可能性は低い、と指摘しました。ここ数カ月間、ECB がタカ派色を強め、ドラギ首相率いる連立政権が崩壊する中で、スプレッドは緩やかな拡大傾向にあり、予想の正当性が証明されています。

9 月 25 日の総選挙後に、「イタリアの同胞(FDI)」のメローニ党首率いる右派の連立政権が成立する可能性が高いようです。ロベコの見解では、総選挙の結果そのものは、深刻なスプレッド拡大の引き金には限りません。「同盟(Lega)」と「五つ星運動(M5S)」が連携した 2018 年のケースにおいても、選挙結果は予想の範囲だったことから、市場はほとんど反応しませんでした。

加えて、メローニ氏は、多くのセンシティブな政治テーマにおいてスタンスを緩和させていることを、対外的に説得するのに注力しています。EU 離脱に関する議論は、全く始まっていません。もっとも、イタリア自身が景気後退に陥るような環境において、同氏が健全財政を支持する姿勢を維持できるかどうかについては、懐疑的に見えています。また、欧州復興基金から追加的な分配を受けるために必要とされる合意済みの構造改革が、批判の対象となったり、反故にされたり、あるいは白紙にされるようなことがあれば、EU との関係はさらに悪化する恐れがあります。

資金調達コストの増加も、イタリア国債の対ドイツ国債スプレッドを拡大させる要因となっています。現在、イタリア 10 年国債利回りは 4%に近い水準で取引されていますが、パンデミック危機の下で急増した大規模な政府債務残高の返済コストについて、懸念が広がっています。さらに、ECB のリサーチによると、ECB の政策金利は、北西ヨーロッパの諸国に対してよりも、一部の南欧諸国に対しての方が、既にインフレ抑制的であることが示唆されています。

## …キャピタルキーには拘束力が残るため、償還資金を周縁国に振り向ける作業を永遠に続けることはできません

ECB はこれまで、コア国と周縁国の国債利回りの格差を抑制するために、巨大な PEPP のポートフォリオから発生する償還資金を利用して、コア国国債の償還資金を周縁国国債に振り向けてきました。しかしながら、キャピタルキー（加盟国の経済規模に応じて定められた ECB への出資比率）には拘束力が残るため、振り向ける作業を永遠に続けることはできません。金融市場の分断 (fragmentation) を避けるための第 2 の防衛線は、最近発表された「TPI (伝達保護措置)」になります。ECB は TPI に基づいて、経済のファンダメンタルズに照らして正当化できず、ECB の金融伝達メカニズムを損なうような形で、利回り格差が無秩序に広がった国が発行する国債を、購入することができます。しかしながら、利回り格差が急激に拡大することが、この制度を発動する前提条件となります。また、利回り格差拡大の要因が、政治的な混乱や EU との軋轢である場合には、ECB は制度の活用をためらうことでしょう。ファンダメン

タルズに関しては、当面はスペインとポルトガルについてはそれほど懸念していませんが、ロベコ分析によると、バリュエーションに関しては、とりわけ AAA 格の政府機関債や国際機関債などとの比較において、それほど魅力的ではありません。ECB がネットの買い入れを終了したため、ネットの発行額は既に増加傾向にありますが、ECB が QT を導入し、各国政府が増大した政府債務をより高い金利でファイナンスする必要に迫られる環境において、新たな投資家を呼び寄せるために、非コア国の利回りはさらに上昇する必要があります。

## 新興国債券：世界経済の成長鈍化に対して脆弱

前回の四半期アウトルックを公表して以来、世界のマクロ環境はさらに悪化し、各地域において経済成長見通しが下方修正される一方で、インフレ率と政策金利は上昇しています。欧州経済は第 2 四半期を通じて力強く拡大したものの、エネルギー危機が発生して家計所得と鉱工業生産（操業停止による）に影響が及んだことから、急激に減速しています。これに対して、エネルギー自給率の高い米国では、危機の影響は比較的小さいものの、FRB の政策を背景に経済活動は鈍化しています。

G10 諸国と中国の経済が足並みを揃えて顕著に減速している状況は、新興国経済にとって好ましい兆候とは言えないとロベコは考えています。世界的な貿易量の減少は、そのような懸念をさらに強めています。貿易量の減少は、パンデミック危機後の財の消費からサービスの消費への転換に加えて、投資支出を含む世界的な需要の縮小を反映する動きと言えます。同じように、コモディティ価格も、世界的な需要見通しの悪化を受けて、大幅に下落しています。当初は景気変動の影響を受けやすい工業用金属が中心でしたが、最近では、原油価格も影響を与えています。原油価格の下落は、新興国市場の輸入国にとっては支援材料になりますが、需要縮小に起因するコモディティ価格の幅広い下落は、大多数の新興諸国に重くのしかかっています。最後に重要な点として、米ドルと米国債利回りの上昇によって、新興国市場の国際的な資金調達環境は大幅に悪化し、経済成長のさらなる足かせとなっています。

この他の地域に注目すると、来年は東南アジア諸国よりも北アジア諸国において、経済成長が大幅に減速すると予想しています。世界経済の堅調な回復に伴う

追い風は、輸出環境の悪化に伴う向かい風に転じる見通しです。中南米諸国においても同じように、金融の引き締めとコモディティ価格の下落に起因して、多くの国で経済活動が滞る可能性が高いようです。また、東欧諸国の場合、ユーロ圏に対するエクスポージャーや冬場のエネルギー配給に関する懸念を踏まえると、大幅な格下げが避け難いことから、より大きな影響が及ぶと見られます。インフレの粘着性が非常に高く、為替相場が不安定であり、国際収支に問題を抱えるなど、有害な要素が重なるハンガリーなどの国については、IMFプログラムによる問題解決が必要になる可能性が高いこともあって、特に警戒しています。したがって、新興国市場全体に対しては保守的な見方を据え置きます。一方、中南米諸国のローカル債券に関しては、経済成長が冷え込む中で、多くの中央銀行が引き締めサイクルの終了に近づくなど、投資機会が蓄積されつつあります。なかでも、ブラジルとメキシコが魅力的に映ります。東欧諸国の債券市場は、インフレの上昇と波乱要因となっている賃金と物価のスパイラル的な上昇を抑制するために、継続的な引き締めが必要であることから、引き続き投資の対象外としています。最後に、アジアのローカル市場については、中央銀行がようやく金融政策の引き締めに着手しようとする段階であり、アンダーウェイトを据え置きます。

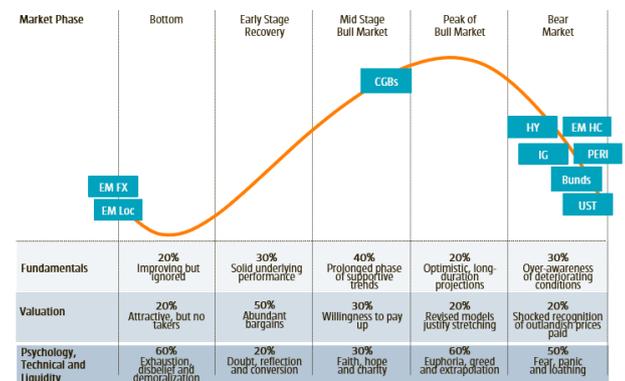
### 為替: 新興国通貨の間で格差が広がる

年初来、市場では、FRB による引き締めの見通しが過度に織り込まれている可能性があり、転換点を迎えている公算が大きいとの見方が繰り返し浮上してきましたが、その都度、CPI の発表、FOMC 委員の発言、予想より堅調な経済成長率の発表など、新たなタカ派的なサプライズに目を奪われる結果となってきました。労働市場が比較的底堅い環境において、インフレが理想よりも高い水準で推移していることから、FRB はタカ派的なスタンスを維持すると見られます。このシナリオにおいては、投資家は米ドルの安全性を引き続き追求するため、年末にかけて米ドルは下支えされる見通しで

す。来年に向けて経済成長は顕著に減速する見通しであり、インフレ圧力の緩和と相まって、FRB には引き締めを停止してドル高傾向を反転させる選択肢が生じると見られます。このため、市場においてFRBの政策見通しが(タカ派的な方向へと)大幅に上方修正されない限り、米ドルの上昇余地は限定的となる可能性があります。このような背景から、新興国の通貨と景気循環の影響を受けやすい先進国の通貨は、年末から来年にかけて、さらに弱含むと予想しています。もっとも、新興国市場では地域間の格差が広がる見通しです。上記の理由によって、中南米の通貨はアジアと東欧の通貨をアウトパフォームする可能性があります。全体として、ロベコは米ドル、日本円、タイバーツをオーバーウェイトとする一方で、メキシコ・ペソ、インドネシア・ルピア、マレーシア・リングギット、韓国ウォンをアンダ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 Gerard Minack 氏 (Minack Advisors)、Fabio Bassi 氏 (JP Morgan)、Maggie Lin and 氏 および Aakash Doshi 氏 (Citi) 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