

グローバル・マクロ・ アップデート ボラティリティ急襲

Sustainable Investing Expertise by
ROBECOSAM

- LDI 危機回避のためにイングランド銀行が市場介入
- 能動的な量的引き締め(QT)は延期せざるを得ない情勢
- 英ポンドの投資適格債には投資機会が到来

ここ数週間の英国における動向を背景に、債券市場では世界的にボラティリティが一段と上昇しています。英国債市場では、9月22日以降、30年債利回りの値幅が200bpに達しています。同利回りは、新政権が「ミニ」予算を発表したことを受けて急上昇した後、イングランド銀行がボラティリティを抑制する目的で長期国債市場に介入する意向を発表したことから、半値戻しする形となりました。予算責任局(OBR)による補完的な計算や精査もないままに、財源の裏付けのない大規模な減税計画が発表されたため、財政赤字および経常赤字の規模(後者は特に英ポンド相場に関連)と、そのファイナンス方法に関する投資家の懸念が高まることになりました。その結果、長期債には記録的な売り圧力がかかり、英ポンド相場にも一時的に下押し圧力が発生したほか、クレジット・スプレッドの拡大にもつながりました。

「債務連動型運用(LDI)」を行う投資家は、短期的な流動性のニーズを充足するために、英国債に加えてその他の資産クラスの売却を進めた可能性が高く、英国債市場の長期ゾーンにおけるボラティリティの問題を増幅させる結果となりました。実質的には、国債市場の正常な機能が阻害され、金融市場の安定が脅かされたこととなります。実際、メディアには、担保抛出と流動性の要請に対応できなかったというLDI投資家のコメントで満ちあふれていますが、こうした投資家による強制的な売却が、相場のスパイラル的な下落の契機となっています。その結果、ユーロ圏国債と米国債の長期ゾーンの利回りも急激に上昇しています。また、クレジット・スプレッドが拡大する一方で株価は下落し、シクリカル通貨は大幅に下落して取引されています。一言で言えば、ボラティリティが再び急襲したということになります。

Article
機関投資家向け
2022年10月

ロベコ・グローバル債券マクロ・チーム
Martin van Vliet
Rikkert Scholten
Bob Stoutjesdijk
Jamie Stuttard

政府の財政計画とイングランド銀行による介入は、今後の金融政策の適切なポリシー・ミックスに関して、重要な問題を提起しています。その一方で、当面の間、政治情勢は通常よりも流動的に推移する見通しです。方向転換を図って政策案の1つを先送りした政府は、結果として生じる赤字を抑えるための追加予算に関する、与党保守党内のさまざまな見解を取りまとめるのに苦慮しています。今後は、中期財政計画の詳細、財政支出に関する制約、OBRの関与など、政府からさらに前向きなニュースがいくつか発信される見通しです。ボラティリティの上昇は、魅力的なバリュエーションで各種資産

クラスに投資する好機を(逆張り型の投資家に)提供します。英国政府の政策に対する注目の高さや今回の市場の反応について考えると、ロベコでは自社の総合債券ファンドにおいて、英ポンドの投資適格債利回りにバリュアが存在すると見えています。

LDI 危機回避のためにイングランド銀行が市場介入

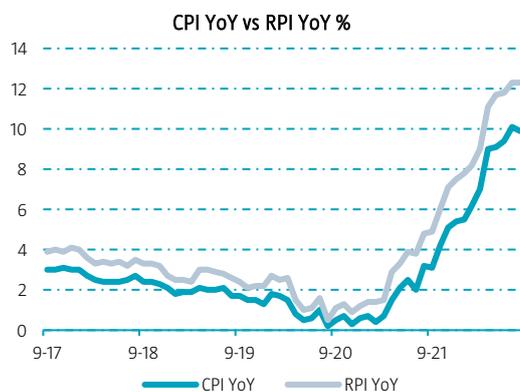
このような展開において、英国の債務持続性に関する問題や、新興国市場型の通貨危機発生の可能性に対する懸念までもが浮上していますが、これらは現実的な問題ではないと考えています。第 1 に、英国の債務指標に注目すると、多くの先進諸国と比べて、政府債務残高の対 GDP 比率はわずかながら低く、債務の平均残存年限は相当程度長いなど、リファイナンスの観点からは健全な状態であり、上記のような懸念とは相反します。

第 2 に、英国政府は、政策を白紙に戻したわけではないにしても、市場に一定の安心感を与えるような形で、比較的迅速に方針を転換しています。実際、トレス首相は、「ミニ」予算発表後の週末には異なる対応が必要だったことを認め、10 月 3 日には所得税率の 45%からの減税案を撤回しています。さらに、政府は今後の予算編成において OBR を関与させることを公約していますが、これは好ましい兆しであると思われます。

一連の展開が保守党の年次党大会の期間と重なったことが、トレス政権には後戻りする以外の選択肢が乏しかった要因であったと見られます。イデオロギー的には、政府は金融市場が激変する中でも突き進む構えであったようですが、法案に反対票を投じると警告する保守党議員からの(強烈的な)圧力を前に、前進することが不可能になりました。また、市場と OBR からの理解を得るために、この先数週間に、経済と財政に関する追加的な安心材料が提示される可能性が高いようです。このことは、インフレの水準が非常に高いタイミングにおいて緩和的な財政政策を追求する際には、政府は(ある程度)抑制的な姿勢で臨むべきであることを示しています。

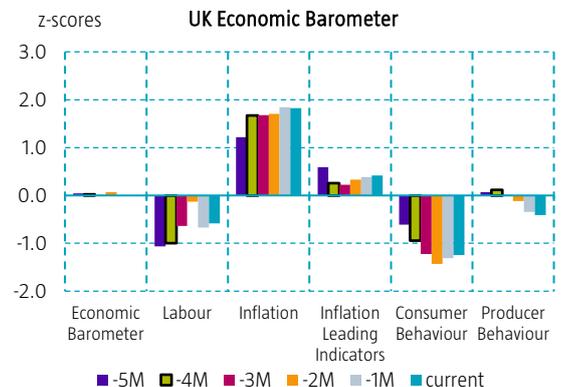
保守党首脳が OBR との会合において(大規模な)歳出削減の可能性を否定しなかったというメディア報道で確認されたように、政府が歳出を追加的に抑制する姿勢を示せば、投資家の懸念はさらに緩和されるかもしれません。政府はこの先数週間に、より保守的な財政スタンスに基づいて、サプライサイド改革と歳出削減を含む中期予算計画を提示すると予想しています。当初の「ミニ」予算は 5%の追加的な財政赤字に相当する内容でしたが、これが 2.5%まで縮小される見通しです。予算計画の縮小はボラティリティの抑制につながるという意味で、市場の安定性という観点からは好材料と言えますが、経済成長見通しの悪化につながるため、より深刻な景気後退に直面するリスクも高まります。

図表 1. 強力なインフレ圧力



出所: ロベコ、ブルームバーグ、ONS、2022 年 10 月 5 日現在

図表 2. 経済バロメータ指数はスタグフレーションを示唆



出所: ロベコ、ブルームバーグ、2022 年 10 月 5 日現在

能動的な量的引き締め(QT)は延期せざるを得ない情勢

イングランド銀行は「ミニ」予算発表の前日に金融政策委員会(MPC)を開催していますが、その後の言動を見る限り、「ミニ」予算の規模やその後の市場の反応は、同行にとってサプライズであったように思われます。MPCにおいては、利上げ幅を75bpではなく50bpにとどめ、政策金利を2.25%とする決定が、反対票が混じる中で決定されました。また、最も新しい委員である Swati Dhingra 氏が25bpの利上げを主張するなど、最近100bpの利上げを決定したスウェーデン国立銀行とは、対照的な動きと言えるでしょう。さらに、量的引き締め(QT)政策の一環として、10月3日から保有国債を能動的に売却する計画が合わせて発表されています。

「ミニ」予算の発表とその後の市場からの厳しい反応を受けて、イングランド銀行は9月26日月曜日に短い声明文を発表しました。その中で、インフレを政策目標の水準まで引き下げを念頭に置いた引き締めバイアスを改めて強調したものの、市場を納得させるには至りませんでした。その後9月28日水曜日には、英国債市場の長期ゾーンを安定させる目的において、市場に介入して国債を買い入れると同時に、保有国債を能動的に売却するプログラムの開始時期を10月31日まで延期することを、決定せざるを得なくなりました。同プログラムの規模は据え置かれたため、開始時期が遅れる分は、何らかの形で調整されると見られます。MPCのスケジュールによらない今回の(「必要ならどのような規模でも」というメッセージを伴う)介入は、金融システムの安定を脅かすリスクの高まりに対して、必要な対応であったと考えられます。

世界金融危機の発生後に、イングランド銀行内において、MPCと同時に開催される金融行政委員会(FPC)が設置されたことには、改めて留意するべきでしょう。今年はFPCが特に重要な役割を果たす年となり、世界金融危機後に定められた枠組みにおいて、その有効性が証明される形となりました。

市場介入を受けて、英国債利回りは大幅に低下したものの、依然として高い水準にとどまり、イングランド銀行は「ミニ」予算発表前に想定されていたよりも大規模な利上げに追い込まれるという、市場の見通しが示されています。実際、インフレが非常に高いタイミングにおいて(構造的な)財政緩和政策を追求する際には、さらにアグレッシブな金融引き締めが必要になります。また、経常収支のダイナミクスも状況を悪化させる方向に作用しているため、利回りに対する上昇圧力や英ポンドに対する下押し圧力がやや強まると見られます。

現在、中立金利の推計が2%であるのに対して、政策金利のピークとして5.25%程度の水準が織り込まれていますが、実際にこの水準に達するようなことがあれば、深刻な景気後退を誘発することによって、英国経済が文字通り「破壊」されかねないと考えています。一方、タイミングに注目すると、イングランド銀行は11月に75bp、12月に50bpの利上げを行う可能性があるかと想定しています。2023年に関しては、年間で累計100bpの追加利上げが実行され、その大部分が第1四半期に集中すると見えています。前述のように、政府がより慎重な財政政策の方針を選択したことを踏まえると、イングランド銀行が9月と11月のMPCの間(10月のいずれかのタイミング)に利上げを発表する可能性は低いと考えています。

イングランド銀行の市場介入プログラムは、恒久的な措置に転換されると予想しています。同行は現時点において、10月14日まで長期国債市場への介入を継続した上で、10月31日から保有国債を能動的に売却し始める方針にコミットしています。保有国債の売却を進めた場合、バランスシートを縮小する作業が加速され、狙い通りに金融政策が引き締まることとなりますが、政府が財政緩和策の財源として国債の追加発行を計画するタイミングにおいて、市場にはデュレーション・リスクが追加的に供給されることにもなります。

これらの影響を合わせて考えると、英国債の供給量は未曾有の水準に膨れ上がり、リスク・プレミアムがさらに上昇する恐れがあります。とは言え、金融システムの安定を維持しつつ、国債市場の機能不全を緩和するというイングランド銀行の決意を踏まえると、10月31日から能動的な売却が始まる公算は小さいように思われます。その代わりに、国債市場が機能不全に陥ることがないように、やむを得ず市場介入のカードをちらつかせ続けるシナリオも想定されます。その意味において、(金融政策としてではなく)金融システムの安定のための量的緩和(QE)が復活したと、言えるかもしれません。並行して、イングランド銀行は受動的なQTプログラ

ム(償還資金の再投資の停止)を継続すると予想していますが、英国経済が景気後退局面に突入しつつあり、引き締めペースの減速を余儀なくされる環境において、いつまで継続できるのかは不透明です。

英ポンドの投資適格債には投資機会が到来

前述のように、ボラティリティの上昇とセンチメントの急速な悪化を受けて、投資機会が生じています。ここ数週間の市場の動きと地合いの深刻な悪化を踏まえ、利回りが過去20年間で1度(世界金融危機の最悪期)しか経験のない水準まで上昇している英ポンドの投資適格社債を、アウトライ(単独)で買う機会が到来したと見ています。「ミニ」予算の発表後にボラティリティが上昇した結果、英国債の利回りが上昇すると同時に、クレジット・スプレッドも拡大しています。その結果、足元で英ポンドの投資適格債の利回りは6%台で取引されるようになり、歴史的に見ても、循環的に非常に魅力的な水準に達しています。

ロベコは投資家として、クレジット・スプレッド、デュレーション、スワップ・スプレッドに分解して、通常は投資判断を行っています。例えばユーロの社債市場では、足元でスワップ・スプレッドは歴史的に魅力的な水準にありますが、クレジット・スプレッドは長期平均の水準で取引されているに過ぎません。このため、後者をロングとせず、バリュウの観点から前者のポジションをとることも、選択肢になり得ます。一方、英ポンドの投資適格債市場において、この10週間に注目すべきポイントは、金利の上昇とクレジット・スプレッドの拡大のスピードであり、両者が相まってオールインの名目利回りは高い水準に達しています。全体として、2021年12月以降に、英ポンドの投資適格債の利回りは500bp近く上昇していますが、そのうち半分はこの10週間に実現した動きです。これは驚くべき変化であり、同市場が機関投資家の投資対象となってから25年間の歴史の中でも、前例のないスピードです。参考までに、2021年の年間レンジは80bpに満たない水準でした。

投資適格債の利回り上昇の要因として、第1に英国債利回りの上昇が挙げられます。長期ゾーンに関しては上昇圧力が一服しているものの、短期ゾーンは上げ幅が大きく(一時は8月上旬から300bp近く上昇)、より持続的な動きとなっています。金融システムの安定を狙いとするイングランド銀行が長期ゾーンに重点を置いていることや、短期ゾーンの方が利上げの継続見通しの影響を受けやすいことを踏まえると、合理的な動きであると考えられます。米国債やドイツ国債についても、利回りはこの1年間で大幅に上昇し、英国債と同じように8月上旬から上昇ペースが加速していますが、例えばこの間の2年債利回りの上昇幅が125bpに“過ぎない”など、それほど大きな動きにはつながっていません。その一方で、中央銀行が利回りの行き過ぎた上昇を抑えるために明示的に買い入れを行うという意味で、英国債市場と日本国債市場の間には一定の類似性が見受けられます。結果的に、投資家にとっては中長期的なプロテクションがある程度提供されることとなります。

第2の要因として、国債対比のクレジット・スプレッドは年初から2倍の水準に広がっています(オプション調整後スプレッド(OAS)は115bpから231bpに拡大)。これに対して、米ドルの投資適格債のOASは、年初から63bpしか広がっていません。英ポンド建ての市場では、パンデミック危機が最も深刻だった2020年3月末に達したOASのピーク(+288)が視野に入りつつあります。英国では2020年第2四半期のGDP成長率が前四半期比21%のマイナスとなり、1709年の大寒波の時期以降で最大の下げ幅を記録したことを考えると、スプレッドがパンデミック危機発生直後のピークを超えるには、極めてネガティブな材料が新たに必要になるでしょう。

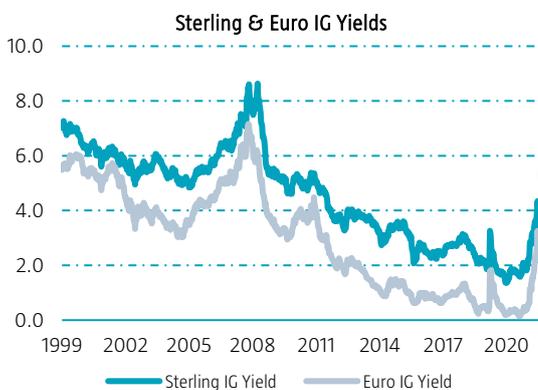
最後の要因として、スワップ対比のクレジット・スプレッド(ASW)は181bpまで拡大し、110bpにとどまるユーロの投資適格債に65%のプレミアムが上乘せされています。英ポンドの投資適格債のデュレーションがより長く(英ポンドが6.5年、ユーロが4.75年)、流動性が低いことも一因となっていますが、そうは言っても65%のプレミアムは過大であり、長期的なスプレッド縮小を見据えたポジショニングを検討する価値があります。

4つのレジーム

ポートフォリオ構築の観点からは、利回りの上昇とスプレッドの拡大が同期していることが、2022年の興味深い特徴と言えます。債券の資産クラスの間でこのような連動性が確認される状況は、1990年代半ばから2011年までの大半の期間において支配的であった構図とは異なります。当時は、英国債利回りの上昇に合わせて、クレジット・スプレッドが縮小すること（あるいはその逆の関係）が一般的でした。2012年以降は利回りとスプレッドが連動するケースが多くなり、QEの効果によって両者が共に押し下げられる一方で（2012年の事例など）、QTに対する懸念によって両者が押し上げられることが一般的でした（2013年の「テーパー・タントラム」の事例など）。実際のところ、QEとQTが世界金融危機後の重要な市場の変動要因となったことを受けて、利回りとスプレッドの関係が図表1で示した4つのレジームで表されるようになりました。QEとQTのほかに、2011年頃までの期間において支配的であった、伝統的なリスクオンとリスクオフのレジームが加わることになりました。

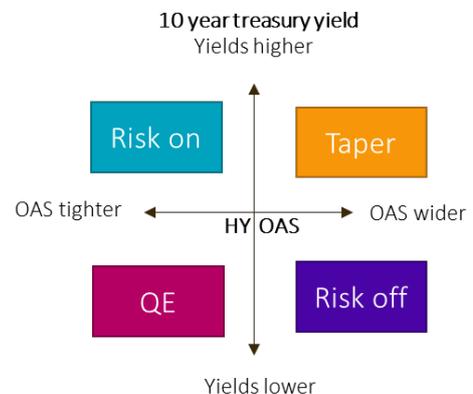
ロベコが2022年に入って予想したように、インフレが高い水準で上昇を続ける環境において、中央銀行が金融政策を引き締めた結果、2013年のテーパー・タントラムの事例を長期化、極端化するようにして、利回りの上昇とスプレッドの拡大を招きました。このような動きには前例があり、1970年代の景気拡大局面において、インフレの上昇を受けて利回りの上昇とスプレッドの拡大が同期するなど、同じような構図が見受けられました。もっとも、1970年代は経済的な観点からはインフレの時代として良く知られているものの、中央銀行の金融引き締め政策が経済成長を下押しする中で、頻りに景気後退局面に陥った時期でもありました（1968～82年の間に米国では4回経験）。景気の下降局面においては、国債利回りは低下し、クレジット・スプレッドは拡大しました。

図表 3. 英ポンド投資適格債



出所：ロベコ、ICE BofA、2022年10月5日現在

図表 4. 市場のレジーム



出所：ロベコ、2022年10月5日現在

景気後退に関連して、ロベコでは、米ドルであれ英ポンドであれ、投資適格債の OAS が 200bp 台半ばに達した段階で（英ポンド市場では今月経験済み）、景気の下降見通しが市場に織り込まれるようになったと考える傾向があります。英国において、今後の景気後退局面がさらに深刻化するという懸念から、スプレッドが一段と拡大した場合、歴史を参考にすると、需要が弱まる結果、金融政策の見通しが利上げ方向から利下げ方向にシフトするため、国債利回りはやがて低下する可能性があります。1968～82年の高インフレ期には、4回発生したいずれの景気後退局面においても、利回りが総じて高い水準で推移する一方で、このような展開が確認されています。直近の四半期アウトルック「[ツイン・ピークス](#)」の中では、このダイナミクスを詳細に記述しています。英ポンドの投資適格債への投資の観点からは、スプレッド拡大の影響はいずれ利回りの低下によって相殺されるなど、社債の利回り全体には本質的な分散効果が存在することを意味します。銀行の当座預金の金利が 2.25%であるところ、社債の利回りは 6%を上回り、375bp もの魅力的なピックアップが期待されます。

言うまでもなく、バリュート投資の機会においては常にそうであるように、利回りとスプレッドがピークに達するタイミングとその水準は、事後的にしかわかりません。投資の時間軸が長い投資家にとっては、英ポンドの投資適格債の利回り水準(6.75%)には投資妙味があるとロベコは考えますが、だからと言って、利回りが2008年の事例のように7%や8%に上昇することはない、と主張しているわけではありません。ロシアによる核兵器使用や欧州における銀行の破綻といったテール・リスクは、利回りがそのような水準まで上昇する明確なカタリストとして、認識されています。このため、大方のバリュート投資の場合と同じように、リスク予算全額を一度に投入することによって、相場変動のタイミングや将来のニュースフローに関する不確実性によって身動きがとれなくなるよりも、ポジションを段階的に積み増す方が好ましいと考えています。これこそが、債券ポートフォリオにおいてバリュート投資の機会を適切に管理する方法であると考えています。前向きな話として、少なくとも英ポンドの投資適格債に関しては、ポジションを拡大する時期が既に到来したと考えています。

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
