

グローバル債券マクロ・アウトック

# 財政問題で荒れる季節の到来

- ・ フランスにおける想定外の解散総選挙決定を受け政治リスクが前面に
- ・ FRB と ECB は利下げを急がずサービス価格インフレの減速を確認する構え
- ・ 中期債と高格付けの SSA 債/カバードボンドを引き続き選好

欧州議会選挙後の動向は、政治リスクが突如として注目を集める可能性を浮き彫りにしています。

ユーロ圏の国債市場では、この1年間、リスクに対する楽観的な見方に後押しされて、ボラティリティが比較的低い中で、対ドイツ国債スプレッドは緩やかに縮小しました。しかし、欧州議会選挙において、フランスのマクロン大統領率いる与党連合が大敗を喫したことを受けて、センチメントは急変しました。その後、同大統領が突如として解散総選挙を発表したことも、市場の混乱に拍車をかけました。以前から、市場ではフランスの財政状況に厳しい目が向けられていましたが、財政拡大を掲げる政党の勝利によって、財政悪化リスクがさらに高まる形となりました。

ユーロ諸国のスプレッドが急拡大したため、債券市場ではボラティリティが再び急上昇し、ドイツ国債を逃避先とする質への逃避の動きが強まりました。フランス10年国債の対ドイツ国債スプレッドは80bp近辺まで広がり(約30bpの拡大)、2017年の仏大統領選挙直前や2011年のユーロ圏ソブリン債務危機時以来の水準に達しました。スプレッド拡大の影響はすべてのユーロ諸国のスプレッドに影響し、より広範なユーロ圏のクレジット市場にも波及しました。さらに、欧州の銀行株市場にも深刻な影響を与え、ユーロストック銀行株指数は5日間で▲8%と急落しました。ロベコが前回の四半期アウトック(「リスクオンの地合いながらリスクは残存」)において指摘したように、スプレッド市場ではバリュエーションがすでに割高な水準に達していることを、足元の動きは明確に示しています。

インフレの動向や中央銀行の政策決定会合の結果に市場の注目が集まる中でも、地政学的なイベントが突如として市場に大きな影響を与える可能性があることが明らかになりました。財政を巡る不確実性が高まる中で(図

表1参照)、英国では総選挙が近づき、米国では年後半に大統領選挙を控えています。この夏、そしておそらくこの秋も、大荒れの展開になるかもしれません。

この間、先進国市場では、ほとんどの中央銀行が長期にわたって引き締めの政策スタンスを維持しています。インフレに対する影響は国によって異なり、スイス、スウェーデン、カナダ、ユーロ圏では利下げが実施されたものの、今後の利下げの予想時期にはばらつきが見られます。また、米連邦準備制度理事会(FRB)は次の一手が利下げになる方向性を示唆する一方で、失業率が上昇する中でもインフレが2%の政策目標に近づいていることをさらに確認する必要があります。現実的に見ると、9月の米連邦公開市場委員会(FOMC)が初回の利下げのタイミングであるように思われます。

かつては景気後退入りの指標として有力視されていた、米国債の2年/10年の逆イールド状態は長期化しているものの、これまでのところ、金利上昇がもたらす景気抑制効果は意外なほど限定されています。しかし、米国経済の先行指標は、株式市場が織り込んでいた製造業の力強い回復シナリオが実現せず、年後半に減速する可能性を示唆しています。一方で、欧州では、経済成長率が底打ちしたよう見えますが、脆弱性は解消されていません。企業の資金需要が低迷するなど、金利上昇の

アウトック 2024年6月  
機関投資家向け

ロベコ・グローバル・マクロ・チーム

影響がより顕著に現れています。このため、ロベコでは、欧州中央銀行(ECB)が年内にさらに2回の利下げを実施すると予想しています。先進国市場全般が金融緩和の方向に傾斜する中で、日銀だけは例外であり、円安の環境において、今夏にも追加利上げを行うと予想しています。

出所: ブルームバーグ、ロベコ、IMF、欧州委員会。2024年6月現在。

\* 純政府債務残高/GDP

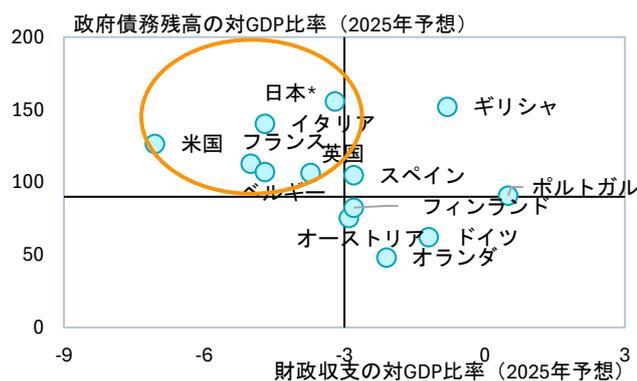
## 「インフレに対する影響は国によって異なります」

ロベコでは、ここ最近の利回りの低下を受けて、デフレーション・リスクを積み増す水準についてより慎重になっています。その一方で、年限の選好についてはおおむね変わらず、米国債/ドイツ国債の5年ゾーンを引き続き選好しています。クロス・マーケットのポジションとしては、特にカナダ国債対比で米国債のオーバーウェイトを選好しています。一方、日本国債に関しては、デフレーションのアンダーウェイトを据え置きます。さらに、先進国市場全般について、短期ゾーンを超える年限において、イーールドカーブのスティープニング・ポジションを据え置きます(10年/30年や5年/10年など)。

イタリア国債に関しては、財政指標の悪化を念頭に、慎重な見方を据え置きます。また、フランスのエクスポージャーについては、欧州議会選挙を前に、選挙結果が同国の債券市場に及ぼす悪影響を懸念して、大幅に削減しています。

コーポレートのアロケーションでは、社債対比でユーロのスワップ・スプレッド、国際機関債、カバードボンドを明確に選好しています。また、ここ数カ月間にコーポレート・スプレッドがさらに縮小したことを受けて、リスクはワイドニング方向に傾斜していると見ています。景気見通しが(さらに)改善する展開は想定しづらく、一方で中央銀行はインフレ抑制的なスタンスを維持する可能性が高いためです。

図表 1 - 政府債務残高の見通し(2025年)



## マクロ経済と政策見通し

- ・ 経済成長見通しがさらに改善する可能性は低い
- ・ 中央銀行は利下げには慎重な姿勢、サービス価格インフレと雇用の伸びの鈍化を懸念
- ・ 欧州議会選挙における仏与党の敗北に象徴されるように、政治(地政学)情勢がダウンサイド・リスクに

### 成長見通し: 楽観的見方の限界

今回の四半期アウトルック・セッションの参加者は米国経済についての比較的明るい見通しを示しました。2023年下期に経済成長率を3%以上の水準まで押し上げた財政刺激効果が剥落する一方で、景気の基調的な拡大トレンドは年内を通して維持される見通しです。また、サービス関連消費はすでにパンデミック前の水準まで回復しているものの、今後は雇用と所得の力強い伸びが個人消費を押し上げる見通しです。

米国経済が近い将来、急激に悪化しないという点で、ロベコの評価と一致しますが、一方で経済成長率が下期にトレンドを下回る水準まで鈍化する可能性があると考えています。特に低所得層において、クレジットカードや自動車ローンの延滞増加など、脆弱な分野を注視しています。特に中小企業では、金利上昇が深刻な影響を及ぼし始めているようです。大企業の最高財務責任者(CFO)と比べて、中小企業のCFOは景気の先行きを楽観視しておらず、雇用計画を縮小しています。また、中小企業の倒産件数は増加傾向をたどっています。

国際貿易の回復によって、米国企業の成長回復は下支えされる見通しですが、景気循環銘柄の株価に織り込まれているほどの力強い回復は想定できません。その理由として、商品支出の「過剰」が残っていることと、中国の不動産市場の低迷が長期化していることが挙げられます。

中国の見通しに関しては、製造業に成長回復の兆しが見受けられます。また、最近の一連の不動産市場緩和政策の効果が、Tier 1都市における住宅販売に反映されつつあります。とは言え、マネーサプライと信用の伸びが引き続き低迷するなど、2025年より前に景気が循環的に大きく反発する可能性は低いと見られます。

一方、2023年を通して景気が低迷したユーロ圏では、経済の先行指標は、緩やかなプラス成長に転じる見通しを示しています。引き続き、大幅な賃金の伸びと低い失業率が個人消費を支える一方で、輸出主導型の国々は国際貿易の成長回復の恩恵を享受しています。もっとも、銀行貸出のデータを見る限り、金融政策は引き続き内需を抑制する方向に作用しています。さらに、エネルギー支援策が一部終了したり、イタリアでは住宅投資に

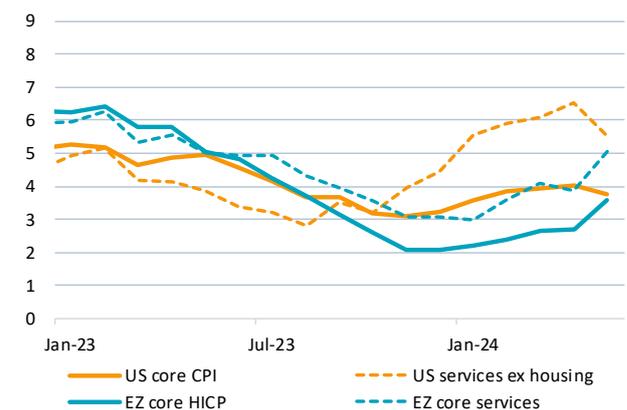
対する財政支援策が縮小されるなど、財政政策による下支え効果も弱まっています。

欧州全体、とりわけフランスに関連する最近の政治情勢は、これまでのところ实体经济に深刻な打撃を与えていません(影響は債券市場のセンチメントに限定)。しかしながら、米国の大統領選挙を含む政治的(地政学的)なイベントが、消費者や企業のアニマル・スピリットに悪影響を与える可能性があることは明らかです。

### インフレ見通し: 焦点はサービス価格インフレに

多くの先進国および新興国では、(輸送運賃が上昇する中での)中国からの輸出品価格の上昇率が抑制されているため、消費財価格のインフレが沈静化する一方で、サービス・セクターにおけるインフレは、6カ月間の変化率(年率換算)が示すように、沈静化には程遠い状況にあります(図表2)。

図表 2 - 6カ月間の変化率(年率換算)



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年6月現在。

背景要因として、賃金の伸びが高い水準で推移していることが挙げられます。また、パンデミック後に消費の対象がモノからサービスに移行する中で、サービス・セクターでは企業の価格決定力が根強いことも一因として考えられます。

求人者数、自発的な離職率、Indeed社の賃金トラッカーをはじめとする賃金上昇率の先行指標によれば、米国とユーロ圏における賃金の伸びは、今後数四半期にわたってさらに鈍化する見通しです。サービス関連消費の軟化と相まって、サービス価格インフレは低下に向かうと予想されますが、この点から見ると、米国の直近の消費者物価指数(CPI)のデータは支援材料と言えます。

とは言え、セッションの外部参加者の1人が論じたように、賃金とサービス価格インフレの粘着性が解消されないリスクは、米国やユーロ圏にとどまらず、中東欧など

部の新興国市場においても、現実的な問題となっています。地域性の観点から強調しておくべきこととして、英国では、サービス価格インフレの粘着性が長期的に持続する可能性があると考えています。

#### 金融政策: 利下げに慎重な中央銀行が増加

2022 年末から 23 年にかけて、多くの国では、景気後退入りを回避する上で、財政支援策が極めて重要な役割を果たしました。しかし、前述したように、中国以外では、今年に入って支援的な財政スタンスが総じて後退しています。先行きを展望すると、ナショナリスト的な大衆迎合主義が広がり、気候変動や高齢化に伴う支出増加のニーズが高まる中で、多くの国では健全財政を取り戻すことが極めて困難な課題になると見られます。このためロベコでは、今後数年間にソブリン債市場において(比較的頻繁に)起こりうる、波乱含みの展開に備えています。

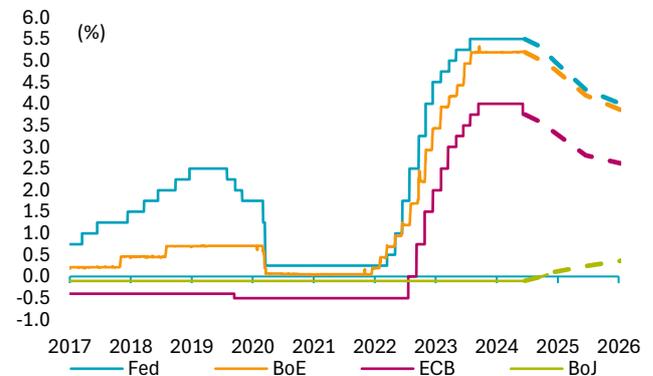
金融政策に関しては、スイス国立銀行、スウェーデン国立銀行、ECB、カナダ銀行が初回の利下げを実施したことに続いて、政策金利の引き下げに向かう中央銀行が徐々にではあるものの増加すると予想しています。ECB の場合、ユーロ圏経済が停滞から脱却した現在、サービス価格インフレが再燃する兆しを踏まえて、これ以上の積極的な利下げを急ぐ可能性は低いと見られます。もっとも、足元のユーロ圏国債市場における混乱がさらに悪化した場合、「パンデミック緊急購入プログラム (PEPP)」のポートフォリオにおいて償還元本をより柔軟に再投資するよう、圧力がかかることも考えられます(現時点で再投資は年末までに終了する方針)。

デイスインフレのさらなる進展を受けて、FRB も 9 月までに政策金利の引き下げに着手すると見られます。雇用の伸びが減速する兆しが、この流れを後押しすることも十分考えられます。しかし、デイスインフレの進展の不安定さを考えると、利下げの開始時期が 11 月の大統領選挙後まで先送りされる可能性は高いと思われる。

FRB が政策金利を据え置いているため、新興国市場では、多くの中央銀行が利下げサイクルを一時停止もしくは延期しています。なかでもブラジルとメキシコでは、(さらなる)金融緩和の見通しは、ほとんど市場に織り込まれていません。

米国とユーロ圏における政策金利の着地点に関しては、中立金利の領域(ロベコの想定ではフェデラルファンド金利については 3.0~3.5%、ECB の中銀預金金利については 1.75~2.25%)を上回る水準が金融市場に織り込まれています。年末までの実際の金利の動向はともかくとして、やや速いペースで中立金利に回帰する見通しが、市場に織り込まれる可能性があると考えています。ただし、そのためにはインフレの低下に加えて、景気が弱含む兆候が現れる必要があります。

図表 3 - 市場が織り込む政策金利の見通し



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024 年 6 月現在。

これとは別に、中国人民銀行は独自の路線を歩んでいます。昨年 6 月と 8 月に利下げを実施して以来、政策金利を据え置く一方で、貸出金利を追加的に引き下げました。もっとも、金融刺激策の原動力はバランスシートの拡大であり、銀行の必要準備金の削減(2 月の例)や商業銀行向けの貸し出し増加などの措置が講じられています。この傾向は継続する見通しです。

マイナス金利政策と「イールドカーブ・コントロール (YCC)」を終了した日銀については、年後半に国債買入れ額のさらなる縮小と、少なくとも 1 回の追加利上げを発表すると予想しています。一方で、日銀の行動が現在の市場の想定より控え目になる可能性もあります。

## 金利戦略

- 利回りはレンジ内で推移する見通し
- イールドカーブはスティーピングする方向
- 日本、カナダ、スウェーデンをアンダーウェイト

### ドイツ国債と米国債は安全な逃避先として機能

久しぶりにリスクオフに転じた債券市場において、ドイツ国債と米国債は本来期待される安全な資金逃避先としての役割を果たし、利回りは今年2月の水準まで戻しました。最近のラリーによって、今後3~6カ月の金利見通しがどのように変わるかが問われています。

安全な資金投資先への買いの動きが一巡した段階で、イールドカーブの中期ゾーンは、今後1~2年の政策金利の予想水準に向けてシフトする公算が大きいようです。前述した経済と政策の見通しを踏まえると、ペースは緩やかながらも、FRBとイングランド銀行は金融緩和に着手し、ECBは緩和を継続する可能性があります。このため、中央銀行が利上げの是非を議論していた昨年9月の利回り水準が、ドイツ国債、米国債、英国債の取引における自然な上限として機能する環境が形成されています。

その一方で、レンジの下限については、この先2年間の金融緩和の見通しによって規定されると考えられます。利下げが先送りされ、当面は“中立的”な領域を超えるほどの緩和が想定しづらいことから、米国債とドイツ国債の中期ゾーンの利回りは、比較的狭いレンジ内にとどまると予想しています。ロベコでは、米国5年国債については4.25~4.75%、ドイツ5年国債については2.25~2.75%のレンジを想定しています。前者に関しては、米国の経済成長率がトレンド以下の水準に落ち込んだ場合、4%まで低下することも考えられます。

### 5年ゾーンを選好

ロング・ポジションの年限としては、引き続き5年を選好しています。5年ゾーンは、政策金利の中期的な見通しや質への逃避の動きに反応しやすく、また、2年ゾーンにおいて顕著に見られるネガティブ・キャリーの影響も受けません。最近までの一部の中東欧諸国の状況のように、近い将来の大規模な利下げが予想される場合には、短期ゾーンの妙味も強まりますが、現時点で米国、ユーロ圏、英国はそのような状況にありません。

## 「5年超の年限におけるスティープナーを選好しています」

一方で、現在の緩和的な財政環境とインフレ見通しの不確実性の高まりを考慮すると、タームプレミアムの水

準は極めて低いと考えられるため、引き続き、10年超の債券のオーバーウェイトには消極的です。例えば、ACMモデルによると、米国10年国債のタームプレミアムは-0.2%であり、過去最低の水準よりは高いものの、1995年以降の平均を依然として80bp下回ります。

ロベコの米国債、ドイツ国債、英国債に関する見方を要約すると、デュレーションのオーバーウェイトを選好しつつも、最近の利回り低下を踏まえ、投資の水準については慎重な姿勢を強めています。引き続き、5年超の年限におけるスティープナーを選好しています。

### 利下げ先行組のエクスポージャーを削減

その他のG10諸国に注目すると、スウェーデンとカナダの債券市場では、早期の利下げ実施を受けてイールドカーブのスティーピングが進み、米独市場をアウトパフォームする形となっています。これ以上格差が広がる余地は少ないとの見方から、スティーピングとデュレーション(他市場とのスプレッド取引)のポジションを手仕舞いしました。その一方で、ヒストリカルな水準と比べて利回りのスプレッドが大きく、金融緩和が見込まれることから、英国債、ノルウェー国債、ニュージーランド国債のオーバーウェイトを据え置きます。また、オーストラリアのデュレーションもアンダーウェイトとしています。これは、豪ドルレートの下げを市場が織り込むのは時期尚早であると思われるためです。

日本市場では、日銀の金融政策が引き締めの方にあるとの見方に基づき、デュレーションのアンダーウェイトとイールドカーブのフラットニングのポジションを維持しています。最近の利回り上昇を踏まえ、投資の水準については慎重な姿勢を強めています。

## 債券のアセットアロケーション

- ハイイールド債市場では優良銘柄を選ぶか撤退するかという選択
- 財政懸念を背景とする政治リスクの再燃
- 各国固有の要因が米ドル高を阻止する可能性

### クレジット市場: 二極化が進む

前回の四半期アウトLOOKを公表して以来、クレジット市場ではスプレッドが小幅に縮小する一方で、スプレッドのボラティリティは大幅に低下しました。このことから、今回のサイクルにおいてスプレッドはボトムに近づいている可能性が高いと見ています。もっとも、インデックス全体のスプレッド水準を見るだけでは、全体像は明確になりません。

ハイイールド債市場では、ディストレストの水準<sup>1</sup>で取引される銘柄が少なくありません。これらの銘柄を除くと、米ドル建て/ユーロ建てのハイイールド債のスプレッドは、すでに2007年以前の水準に達しています。また、米ドル建ての投資適格社債市場にも、歪みが見受けられます。長期年限(10年超)のスプレッドは特にタイトであり、インデックス全体のスプレッド水準が低い要因となっています。もっとも、相対的な観点から見ると、短期債にはタイトニングの余地が残されています。

前回の四半期アウトLOOKにおいて論じたように、ハイイールド債市場では二極化の状態が続いています。資本市場へのアクセスを有する企業のスプレッドが非常にタイトであるのに対して、格付け低位の領域では、ディストレストの水準で取引される銘柄も少なくありません。足元で、米ドル建ての市場では約7%、ユーロ建ての市場では約5%が、ディストレスト銘柄に分類されています。このような状況が2年以上も続いているのは、異例のことと言えるでしょう。また、「ライジングスター(投資適格階級に格上げされる銘柄)」の数が「フォーリンエンジェル(投機的階級に格下げされる銘柄)」の数を上回る一方で、ハイイールド債のユニバースにとどまる銘柄に限ると、格下げの数が格上げの数を上回ります。このような逆転現象は珍しいことであり、ハイイールド債市場のクオリティが低下している様子がうかがえます。

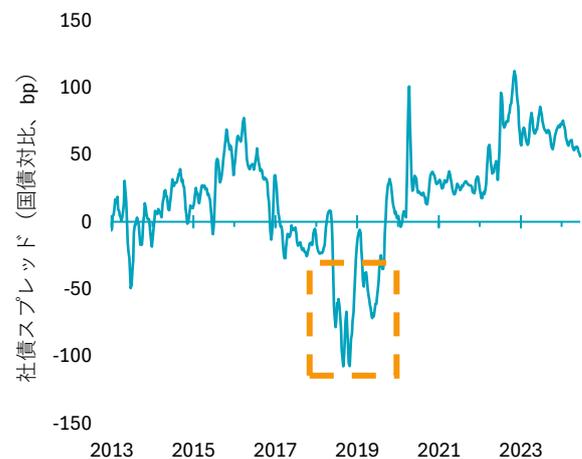
今回の四半期アウトLOOK・セッションでは、市場におけるディストレスト銘柄の比率が、実際のデフォルト率の上昇に反映されるまでに、何カ月程度かかる傾向があるかを検討し、3~6カ月程度であると結論付けました。その結果、ユーロ建て/米ドル建ての市場において、デフォルト率は今後数四半期にわたって足元の高い水準(2%程度)で推移する可能性が高いという見解に至りました。

<sup>1</sup>ここでは、オプション調整後スプレッド(OAS)が1,000bpを上回る銘柄をディストレスト銘柄としています。

一部には、ユーロ建て/米ドル建ての社債利回りが高いために、歴史的にタイトなスプレッド水準が正当化されるとの見方も存在します。しかしながら、国債の代わりに社債を保有することに伴う追加的なリスクの代償というスプレッドの役割は不変であり、こうした議論には慎重な見方をしています。ロベコの見解では、過去のサイクルにおけるボトムと比べて、流動性リスク、デフォルト・リスク、格下げリスクは実質的に変わっていません。また、足元の水準を基準にすると、スプレッドがそれほど拡大しなくても、キャリア収入は帳消しにされてしまいます。

本稿の執筆時点では、欧州議会選挙の結果を受けて、フランス国債とイタリア国債のボラティリティが上昇しています。フランス企業が発行する社債の残高は、欧州の社債市場全体の20%程度を占め、ユーロ建て投資適格債市場において最大のカントリー・ウェイトを誇ります。過去を振り返ると、社債の利回りが国債の利回りを下回り、スプレッドがマイナスに転じることも見られました。例として、以下ではイタリアの社債スプレッド(国債対比)の推移を示しました(図表4)。2018年に「五つ星運動」が政権に就いた際に、イタリア国債は値崩れを起こし、社債の利回りは国債の利回りを下回るようになりました。

図表 4 - イタリアの社債スプレッド(国債対比)



出所: ブルームバーグ、ロベコによる計算。

そのような動きは、国債と社債の両方を投資対象とするロベコのアンコンストレインド戦略において、投資機会につながります。ポジショニングに際しては、おおむねクオリティの高さを重視する方針を変えず、投資適格債やハイイールド債よりもSSA債(ソブリン債、国際機関債および政府系機関債)市場の大半を選好していますが、一部の戦略においては、短期年限への移行を図ることによって、SSA債のスプレッド・デュレーション・リスクを削減し

ています。その結果、市場のリスクオフ的な動きに対する影響を抑制しつつ、キャリア/ロール収益の特性を改善することに成功しています。また、バリュエーションが改善した場合、投資適格債(BBB格)とハイイールド債(BB格)の中間に位置するクロスオーバー・クレジットのリスクを積み増す方針を掲げています。この領域は、歴史的に最も魅力的なリスク・リターン特性を示してきました。

#### 欧州周縁国債券: 選挙リスクが再燃

4~6月期のほとんどの期間において、市場の全般に良好なセンチメントに沿う形で、欧州周縁国債券のスプレッドは緩やかに縮小しています。労働市場が底堅さを維持し、個人消費がサービス関連を中心に伸びる中で、ユーロ圏では大方の経済指標が予想を上振れました。PMI(購買担当者景気指数)がおおむね低い水準から反発する一方で、スペインなどではGDPの見通しが上方修正されました。低水準ながらプラス成長が持続する中で、インフレ率が緩やかに低下したため、ECBにとって段階的な利下げが可能な環境となりました。これは、ユーロ圏にとって「ゴルディロックス」的なリスク・シナリオのように思われます。

しかしながら、暗雲が見当たらない時に予期せぬ出来事が起こり、市場を揺るがすことも珍しくありません。今回は、欧州議会選挙そのものではなく、フランスにおける解散総選挙の発表がトリガーとなりました。当初、フランス国債を中心にスプレッドが大幅に拡大した後、時を置かずして、他のユーロ圏国債にも影響が波及するようになりました。なかでもイタリア国債には大きな影響が波及し、対ドイツ国債スプレッドは30bp近く拡大しました。また、カバードボンドや政府系機関債にも売り圧力がかかりました。一方で、質への逃避の動きを背景に、ドイツ10年国債利回りは1週間で26bpほど低下したことから、利回り水準への影響は限定的なものとなっています。

ロベコは欧州議会選挙直前の1週間に、スプレッド・リスクが非対称的になっているとの見方から、フランス国債のポジションを削減してドイツ国債へ乗り換えました。また、イタリア国債に対する慎重な見方も維持しています。一方で、ギリシャ国債のオーバーウェイトを据え置きました。同国債にもワイドニングの流れが波及したものの、市場が反転した場合には、ファンダメンタルズが改善傾向にある国の国債スプレッドは、欧州議会選挙前の水準に戻る可能性があると考えています。フランスに関しては、選挙結果にかかわらず、財政赤字はさらに拡大する見通しであり、EUの「過剰財政赤字是正手続き(EDP)」が適用される公算が大きく、今後数四半期に追加的な格下げ圧力がかかると予想しています。選挙結果の見通しが、第1回投票の前により明確になるとは考えられず、当面はフランス国債のアンダーウェイトを堅持する方針ですが、その一方で、ファンダメンタルズが堅固でありな

がら、今回の混乱の影響が波及した「犠牲者」への投資機会を注視しています。

#### 新興国債券: 個別要因が前面に

新興国債券のパフォーマンスは、FRBの政策金利見直しに関する市場の予想の変化を反映して、絶対利回り、対米国債スプレッドのいずれの点においても、全般に低迷しています。もっとも、それがすべてというわけではありません。大規模な発行体には問題は見受けられず、投資適格債のスプレッドはおおむねレンジ内で推移しています。その一方で、問題を抱えるフロンティア市場の発行体は解決への進展を見せ、センチメントを下支えています。このように、発行体個別の状況に大きな注目が集まっています。

条件を揃えた比較によると、特にアジアの国債市場において、外貨建ての発行には現地通貨建ての発行よりも、若干ながら魅力が生じています。米国債のイーールドカーブが逆イーールド状態にあることが、その一因であることは確実ですが、現地通貨建ての発行が優勢であることや、アジアの銀行システムに1.7兆ドルを超える超過外貨預金が存在していることは、スプレッドがさらに縮小することを示唆しています。新興国市場全体で見ると、CDSスプレッド(5年)は引き続き極めてタイトな水準で推移しています。過去5年間、10年間、さらには15年間の平均よりも、スプレッドが大きい銘柄は少数に限られますが、コロンビアのようにストレス下にある市場においても、リスク・プレミアムを再評価する動きは限定的であるように思われます。

いくつかの新興国では、現地通貨建て市場において、緩和期待がすでに後退しつつあります。これは、FRBの政策見通しが市場で再評価された結果であり、同時に、インフレ指標からプラスのベース効果が剥落し始めていることも無視できません。また、異常気象や物流の混乱が重なっていることも、金融政策の策定を一段と複雑にしています。さらに、特にメキシコにおいて、国内政治に対する懸念が再燃していることも、波乱要因として加わり、3カ月前まで市場に織り込まれていたような、積極的な緩和サイクルの見通しは後退しています。

#### 「ユーロ圏の経済指標が予想を上回る結果に」

インドなどの市場では、食品価格の上昇リスクが依然として過小評価されています。米と小麦の価格は、二桁のペースで上昇を続けています。また、モディ首相が初めての連立政権運営を余儀なくされることから、政策決定プロセスにおいて障害が増える公算が大きく、タームプレミアムを上方修正する必要性が示唆されています。イン

ド以外のアジア市場では、タイ市場とインドネシア市場のデフレ・リスクを選好しています。両市場では、大規模な支出を期待する声に見合うような財政政策は実行されていません。また、交易条件ショックなどを背景に、名目成長率が伸び悩む中でも、必要とされる財政・金融支援策は控え目にとどまる見通しです。このため、インフレの上振れリスクは抑制され、実質利回りは魅力的な水準を保つと考えられます。

さらに、現在の海外投資家のアロケーションが、過去の標準を下回っており、新興国市場全体でポートフォリオ・ローテーションが生じた場合、両市場が恩恵を享受する可能性がうかがえます。一方、韓国では、内需の低迷によりインフレ率が低下しており、市場では、政策金利が2025年まで横ばいで推移するシナリオが織り込まれているため、ハト派的なサプライズが生じることも考えられます。このため、短期金利には割安感があるとみており、また、10年国債利回りが低い水準にあることから、ワールドカーブにはスティーピングの余地があると考えています。

CEEMEA(中東欧・中東・アフリカ)に注目すると、ポーランドでは、中央銀行のタカ派的な金融政策スタンスを背景に、高水準に達した長期債利回りのリスク・プレミアムが縮小する一方で、短期債利回りは底堅く推移し、ワールドカーブのフラット化が進む見通しです。一方、ハンガリーの状況はこれと対照的であり、クロス・マーケットの投資機会につながると考えられます。最後に、南アフリカでは、「アフリカ民族会議(ANC)」とその他の主要政党の間で連立政権樹立が合意されたため、タームプレミアムの縮小が進むと見られます。しかしながら、広範な改革が必要な状況において、財政リスクとマクロ経済全体のリスクが依然として懸念されることから、南アランドの相場と現地通貨建ての債券市場は、新興国市場全体から引き続き後れを取ると予想されます。

#### 為替: 米ドル選好の方向に調整

FRBの政策見通しに関する債券トレーダーの予想は揺れ動き、外国為替市場にも甚大な影響を及ぼしています。米国では、名目成長率が高止まりする中で、労働市場の逼迫が続いているため、経済成長とインフレの見通しに食い違いが生じ、多くの投資家を困惑させています。おそらく意外なことではありませんが、米ドルの実効為替レートは名目ベースで4.5%、インフレ調整後で5%上昇しています。

今後数カ月間は、FRBの政策金利見通しにさらなる混乱をもたらす調整がおこるリスク残ります。注目すべき点として、アトランタ連銀の市場確率トラッカーによると、オプション市場では年内に利下げが実施される確率が3分の2程度とされています。これはピーク時の2月より低い水準ですが、「長期的な金利の高止まり(higher-

for-longer)」というシナリオがさらに支持を集め、米ドル高がさらに長期化する可能性が残ります。

図表 5 - 2024年の新興国債券残高



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年6月現在。

米国以外のG10諸国の状況はおおむね対照的であり(オーストラリアを除く)、特に利下げがすでに実施された欧州とカナダでは、国内のインフレとマクロ経済情勢が金融緩和の方向性を確実なものとしているため、通貨安が進む可能性があります。オーストラリアの特異性は、初期の引き締めサイクルがそれほど積極的でなかったこと、移民の流入が堅調であること、労働市場と住宅市場が逼迫していること、連邦・州政府の財政政策が拡張的であること、(ロベコの推計によると)年末までの利上げシナリオが市場にほとんど織り込まれていないこと、おおむね起因します。

日本では、春闘において賃上げ率が高い水準に達したものの、円相場には脆弱性が見受けられます。小規模企業の足並みが揃わないことが、インフレ調整後の総賃金指標の重しとなっています。このような連動性の低さと、総合・コアとも基調的なインフレ圧力に失速の兆しが見られることが、日銀がより積極的な引き締めスタンスの採用に二の足を踏む要因となっています。もっとも、短期ゾーンの金利には、年末までの1回以上の追加利上げの見通しが織り込まれています。

米ドル高基調が続く中で、全般に新興国通貨はさらに弱含む見通しです。利回り水準が低い市場(北東アジア、タイ)や、大規模な緩和とサイクルが予想される市場(CEEMEA)は、特に強力な下押し圧力を受ける可能性があります。また、インドネシアや一部の中南米諸国など、国際収支の不均衡を抱える市場も脆弱であり、下押し圧力を緩和する目的で利上げに踏み切ることも考えられます。興味深いことに、新興国市場の一部の中央銀行は、為替のフォワード取引を利用して自国通貨をサポートすることを選好しています。その結果、グロスの外貨準備高への影響は比較的軽微にとどまり、現時点で投資

家に偽りの安心感を与えていますが、将来的には外貨準備の大量流出などの深刻なリスクをはらみます。フォワード取引の実績があるのはトルコであり、現在はマレーシアとインドが現在も採用しています。この対極にあるのがメキシコと南アフリカであり、高水準の政治リスク・プレミアムが速やかに剥落して、対米ドルで急激な通貨高となる可能性があります。もっとも、そのカタリストはセンチメントに基づくものであり、予測が困難であるため、慎重な姿勢が肝要でしょう。

図表 1 – Asset class preferences

	ポジティブ	中立	ネガティブ
ドイツ国債	✓		
米国債	✓		
日本国債			✓
欧州周縁国債			✓
現地通貨建て新興国債		✓	
投資適格債クレジット			✓
ハイイールド			✓
SSA 債	✓		
スワップ・スプレッド	✓		

出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024 年 6 月現在

## 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