

グローバル債券マクロ・アウトック

# シーズン・フィナーレ ～年末に向けてスリリングな展開に

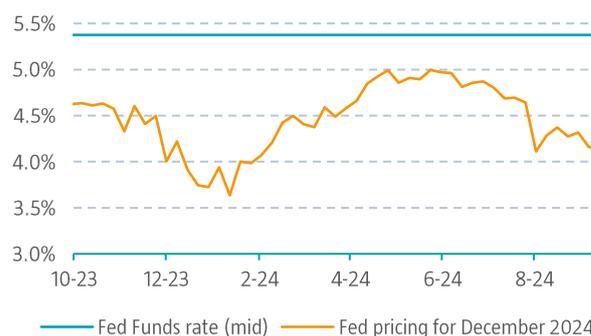
- ・ FRBのインフレ低下トレンドへの対応の遅れにより景気後退リスクが増大
- ・ 米国の財政政策はさらに緩和される見通し
- ・ イールドカーブのスティープナーを積み増す一方で、クレジット市場ではディフェンシブな姿勢を維持

年末に向けて、スリリングなフィナーレの舞台が整ったようです。米連邦準備制度理事会（FRB）は、失業が増加する中でも、インフレの低下トレンドが明確になるまで様子見を続けてきました。パウエル議長は、7月の雇用統計が弱含んだことを受けて、8月のジャクソンホール会合において方針を転換し、利下げのタイミングが到来したと発言しました。

米国では1年前から失業が増加に転じています。失業率上昇への対応が遅れたことで、金融引き締めの影響が当初の予想よりも強い影響を及ぼすのではないかと懸念が高まっています。登場人物の一手一投足が結末を左右する「シーズン・フィナーレ（最終回）」のように、利下げのタイミングと影響に注目が集まっています。

景気後退入りは基本シナリオではありませんが、現時点では、何か1つアクシデントが起きれば引き金となる可能性があります。このため、市場では、FRBの対応が後手に回るのではないかと懸念を反映して、急激な利下げサイクルが直ちに織り込まれました。もっとも、頻回の利下げが織り込まれたにもかかわらず、2025年の年初時点でフェデラルファンド（FF）金利が依然として4%を上回るという見通しを、フォワード・レートは示唆しています。これは、いわゆる中立金利（おそらく3%近辺）を大幅に上回る水準に相当します（以下参照）。

図表 1 - FF金利の水準と市場の織り込み状況（2024年12月時点の想定）



出所: ブルームバーグ。2024年9月現在。

したがって、来年半ば頃までは、引き締めの金融政策が維持される見通しです。注目すべきは、金利の低下見通しに後押しされるようにして、リスク市場が8月上旬の波乱を難なく乗り越え、ソフトランディングに誘導するFRBの政策運営能力に対する疑念がほとんど顕在化しなかったことです。これに対して、債券市場の確信はそれほど強いわけではなく、また、米国経済に関するロベ

アウトック 2024年9月  
機関投資家向け

ロベコ・グローバル・マクロ・チーム

この先行指標も、ソフトランディングよりも波乱含みの展開となるリスクが高まっていることを示しています。

一方、欧州中央銀行(ECB)は、9月の政策理事会において、今年2回目となる25bpの利下げを決定し、中銀預金金利を3.50%に引き下げました。FRBと同様に、ECBの政策対応も金融政策の引き締め度合いを緩める程度にとどまります。ECBはエネルギー価格の低迷に加え、成長率が低調であることに対する関心は低く、リスクが下振れする可能性があります。なかでも、ドイツの製造業は回復の兆しを見せていません。それにもかかわらず、ECBはブレーキをかけながら利下げを進めているため、来年に入ると、政策判断ミスに起因して緩和ペースを加速せざるを得なくなることも考えられます。今回、FRBが方向転換したことを受けて、各国の中央銀行が金融政策を緩和方向に調整する余地が広がると見られ、その結果、債券市場は世界的に好調な環境にあります。

その一方で、財政リスクは高まりつつあります。前回の四半期アウトルック(「財政問題で荒れる季節の到来」)では、財政リスクに突如として注目が集まり、市場のボラティリティが急上昇するリスクを指摘しました。実際、11月5日に控える米国大統領選挙というこの政治シーズンの最終局面が近づくとつれ、市場では選挙結果が経済に与える影響への関心が高まり、財政政策に注目が集まる見通しです。

今回の四半期アウトルック・セッションの参加者の1人が、米国の財政政策は選挙結果にかかわらず緩和的なスタンスが維持されると指摘したことは、注目に値します。ロベコは、経済成長率が低下する環境において、利下げと財政政策の拡大が重なる結果、イールドカーブはよりスティープになると考えています。したがって、過去数カ月間、ロベコの運用戦略ではスティープナーのポジションを積み増しました。同時に、短期債は利下げによって大きな恩恵を享受するとの見方から、同ポジションの年限を部分的に5年から2年へとシフトしています。また、特に米国債については、引き続き10年と30年の年限を回避しています。財政スタンスを考慮すると、このゾーンの利回りに内包される非対称的な上昇リスクは無視できないためです。実際、ロベコは、年末までに米国債のイールドカーブがツイスト・スティーピング(短期ゾーンの利回り低下と長期ゾーンの利回り上昇)する可能性を排除していません。

バリュエーションの観点からは、6月以降の大幅な上昇を受けて、ユーロ国債と米国債のオーバーウェイト・ポジションを縮小、または他国の国債に振り向けました。なかでも、欧米対比で出遅れ感が見られる英国債を選好し、ポジションを積み増しています。日本国債に関しては、例外的にアンダーウェイトを据え置いています。日本では、

インフレ率と賃金の伸び率が上昇傾向にあり、日銀は追加利上げを含む追加的な政策措置を講じると予想しています。

クレジットのポジショニングに関しては、いくつかのセクターに割高感が残存することと、追加的なスプレッド拡大リスクが存在することを踏まえ、投資適格債と新興国債券のベータを中立としています。引き続き、クレジット・スプレッドよりも基準金利(リスクフリー・レート)のバリューの方が大きいと見て、SSA債(ソブリン債、国際機関債および政府系機関債)やカバードボンドのように、ディフェンシブ性の強いセクターを選好しています。欧州市場では、難しい予算判断を迫られているフランスが、今後も注目を集めると予想しています。市場ではフランスとスペインの位置付けが入れ替わりつつあり、今夏に国債のスプレッドが変動したタイミングを利用して、スペイン国債へのアロケーションを積み増しています。

## マクロ経済と政策見通し

- 経済成長の鈍化とインフレの低下が中央銀行に政策緩和を迫る
- リスク市場でもソフトランディング・シナリオが優勢
- 財政見通しには懸念が存在、景気減速に対して脆弱

### 成長見通し:それほど緩やかな停滞ではない

米国では、4～6月期のヘッドラインの数字、7～9月期の最新のナウキャストを見る限り、GDP成長率はトレンドを上回る経済成長を引き続き示唆しているものの、水面下では減速の兆候が浮上しています。最も顕著に見られるのは労働市場であり、過去半年間で民間セクターにおける採用のペースは大幅に減速しています。雇用削減のペースが落ち着いていることは確かですが、雇用・賃金の伸び悩みは、個人消費の下支え要因がこの先弱まることを示唆しています。個人貯蓄の余剰分がほぼ底をつき、新規の消費者借入れが急減していることを考慮すると、消費疲れのリスクを軽視すべきでないことは明らかです。リスク市場では、FRBがソフトランディングを実現することに対する疑念がほとんど見られない一方で、債券市場の確信はそれほど強くありません。米国経済に関するロベコの先行指標も、ソフトランディングよりも波乱含みの展開となるリスクが高まっていることを示しています。

ユーロ圏では、サービス・セクターの拡大によって、成長率は小幅ながらプラスを維持しています。その一方で、製造業セクターでは低迷が続いています。EUの重要な輸出先である日本の景気減速と中国の苦境を考慮すると、これは決して意外なことではありません。中国経済に関しては、不動産市場の回復を待っているところですが、これまでのところ、政策刺激策は住宅需要を力強く回復させるには至っていないように思われます。今後については、ECBのラガルド総裁が最近示した、ユーロ圏の成長リスクは下振れ方向に傾いているという評価に、ロベコは同意しています。また、米国大統領選挙において共和党候補が掲げた政策案も、ユーロ圏の成長見通しを下押しするとともに（「特集：米国大統領選挙」を参照）、多くの欧州諸国に対して、財政のさらなる悪化の回避を求める圧力を強める可能性があると考えています。

2022年には、米国とユーロ圏のいずれにおいても、労働市場の回復力が明確な景気後退入りの回避に寄与しましたが、今後6～9カ月の間に新たに信頼感を揺るがすショックが起きれば、もはや期待できないというのがロベコの見解です。

## 特集: 米国大統領選挙

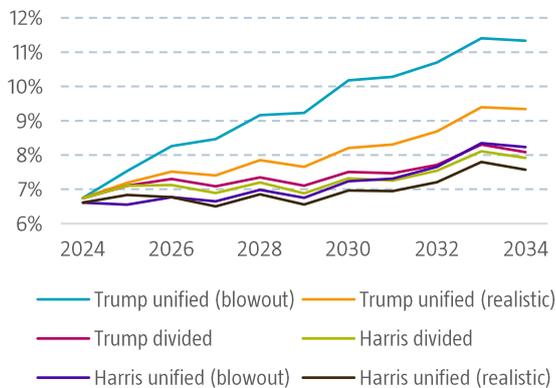
今年の米国大統領選挙では、バイデン大統領の選挙戦撤退後、世論調査におけるカマラ・ハリス副大統領の勢いが高まり、全国レベルの調査平均でトランプ前大統領を1.7ポイントリードしています。勝敗の行方は、7つの重要なスイング・ステート（激戦州）であるミシガン州、ペンシルベニア州、ウィスコンシン州、アリゾナ州、ノースカロライナ州、ネバダ州、ジョージア州にかかっています。最近の世論調査によると、スイング・ステートの半数以上において、形勢はハリス候補に傾いていますが、両者の差は通常の誤差の範囲に収まっています。

現在、選挙の予測市場では、共和党による「スウィープ（大統領輩出および上下両院の過半数獲得）」またはハリス政権下での「ねじれ議会」のシナリオが最も可能性が高いとされています。いずれにしても、上院については共和党が過半数を獲得する見込みですが、下院については依然として不透明であり、大統領を輩出した政党が過半数を獲得する可能性があります。ハリス候補とトランプ候補は、ガバナンスに対するアプローチの違いを反映した、独自の経済政策を掲げています。トランプ候補のアジェンダは、経済成長の促進を狙いとする減税、規制緩和、「米国第一主義」の通商政策を柱としています。これに対して、ハリス候補の政策案では、グリーン・エネルギー、インフラ、社会計画への的を絞った投資、関税に対するより選別的なアプローチ、高所得者や企業を対象とする税制改革が強調されています。

選挙の結果にかかわらず、米国の財政赤字と政府債務残高の水準は高止まりする見通しであり、税制や歳出などに関連する主要な財政政策の見直しに際しては、議会の支配権がカギを握ります。トランプ候補の政策案の方がGDP成長率を押し上げる内容と見られますが、財政面での副作用が相殺されない可能性があります。ペンシルベニア大学ウォートン・スクールの研究によると、トランプ候補の経済政策案は、米議会予算局のベースライン予測を上回る、財政赤字の大幅な拡大につながる可能性が高いとされています。

市場全体に与える影響という意味では、共和党のスウィープ・シナリオは減税措置の延長につながり（影響の一部は歳出削減や関税収入によって相殺される見通し）、経済成長率、インフレ率、株式相場、米ドル相場を押し上げ、イールドカーブのスティープニングを生じさせる可能性があります。これに対して、ハリス候補が勝利した場合には、ねじれ議会の下で政策の継続性が担保される公算が大きく、議会が膠着状態に陥ることによって、財政政策の大規模な修正は限定されると考えられます。財政リスクの低下はデュレーションにとってプラスであり、同時に、米ドル安が進むでしょう。

図表 2 - 米国連邦財政赤字の見通し(対GDP比)



出所: ジョン・リーパー・ユーラシア・グループ。2024年9月現在。

### インフレ見通し: 低下トレンドの再開

エネルギー価格と商品価格の上昇による影響が(さらに)弱まったことを受けて、先進国市場ではインフレが総じて低下傾向にあります。一方、サービス価格の上昇圧力は、1~3月期の再上昇が一過性に終わった米国を含めて、比較的顕著に見受けられます。以前にも指摘したように、米国では賃金上昇率の鈍化によって、サービス価格インフレはさらに低下する見通しです。賃金上昇の粘着性がいくぶん強いユーロ圏においても、(インフレが賃上げ圧力につながるまでの時間差を考えると)同じことが言えるでしょう。

ユーロ圏に関しても、最近の賃金交渉や求人件数に基づく先行指標は、賃金の伸びが鈍化する方向性を示しています。また、オーストラリアや英国などでは、サービス価格インフレが比較的長期にわたって高止まりする可能性があるというロベコの見解を、ここでは強調しておきたいと思います。とは言え、多くの国では、最近の原油価格をはじめとするコモディティ価格の下落によって、今後数四半期の間に、総合インフレ率は中央銀行の政策目標の水準近辺、あるいはそれ以下まで低下すると考えられます。もっとも、「特集: 米国大統領選挙」において述べたように、特に2025年後半にかけて、インフレの上昇リスクが解消されたわけではありません。

### 金融政策見通し: 中立金利以下の水準への回帰

市場では、最近のインフレ鈍化や米国の労働市場における過熱感の弱まりを背景に、3カ月前と比べてかなり速いペースでの金融緩和シナリオが織り込まれるようになりました。実際、議論はFRBの最初の利下げ時期から、制限的な政策を緩和するペースと程度へと移っています。

9月に予想される25bpまたは50bpの利下げに加えて、今後1年間で200~225bp程度の利下げを織り込む動きは、一見すると前のめりに感じられます。しかしながら、長期的な中立金利の水準を3~3.5%のレンジと想定した

上で、ソフトランディングよりも波乱含みの展開になるリスクが高まったという債券市場の見方を(ロベコと同じように)受け入れると、FF金利が2.75~3%程度に戻ることは、それほど無理な話ではないように思われます。9月の米連邦公開市場委員会(FOMC)に関しては、ハト派的な25bpの利下げかタカ派的な50bpの利下げのいずれかを予想しています。短期的に中立金利の水準が不透明であり、インフレ・リスクも残存しているため、FRBは50bp刻みの利下げサイクルが差し迫っているというメッセージを発信することに、二の足を踏むと考えられます。一方、ECBは四半期ごとの25bpの利下げというペースに固執する構えですが、中銀預金金利が2025年半ばまでに2%の水準に向けて加速する可能性が高いという市場の見方には、ロベコも同意します。

米国とユーロ圏以外では、失業が顕著に増加したG10諸国(スウェーデンやカナダなど)において、金融緩和が最も進行しているか、あるいは今後加速すると予想されています。その一方で、日銀は独自の路線を歩み、年内に追加利上げを決定する見通しですが、日本経済の成長鈍化や他の地域における政策緩和について考えると、現在の水準から連続的な利上げを行う可能性は大幅に低下しています。

最後に、新興国市場では、チェコなどの市場において、金融緩和見通しが十分に織り込まれていると見ています。一方で、ブラジルやポーランドに関しては、追加的な金融緩和(あるいは引き締め)の見通しを織り込む余地があると考えています。中国では、中国人民銀行が継続的にインフレの下振れリスクに直面する中で、年末までにさらに10bpの引き下げが実施され、過去最低水準が更新される可能性があります。

## 金利戦略

- 最近のラリーを受けて利回りはレンジ下限に接近
- スティープナーのトレードを積極化
- 最近のラリーで英国債に出遅れ感が存在

### 巻き返しを図る英国債

ロベコの債券ポートフォリオでは、イールドカーブのスティープナーが引き続き最大のポジションであり、対象とする市場や年限は多岐にわたります。スティープナーを選好する主な根拠として、時系列的なバリュエーション、金融緩和の見通し、タームプレミアムの上昇が挙げられます。最近数週間に、イールドカーブのスティープニングが進行し、追加的な利下げ見通しが織り込まれるようになりましたが、この3つの根拠によって、ポジションの据え置きが正当化されると考えています。このような全体的な相場観を軸に、イールドカーブ・トレードを積極的に行い、対象とする市場間(韓国国債の積み増し)や年限(短期年限へのシフト)のエクスポージャーを若干変更しています。今回の四半期アウトルック・セッションでは、イールドカーブの動向について活発な議論が行われました。また、米国大統領選挙後の財政見通しも、国債の発行増加を通じてタームプレミアムに影響を及ぼす要因として、議論の対象となりました。議論した財政シナリオはいずれも、財政規律の強化を期待させるものではありませんでした。

ロベコの運用戦略では、スティープニング・ポジションを維持しつつ、ユーロ国債と米国債のオーバーウェイト・ポジションを、他国の国債に入れ替え、または削減しています。その背景には、6月以降の大規模なラリーによって、バリュエーションの魅力が低下していることがあります。以下では、今回の四半期アウトルックにおいて議論したファンダメンタルズの見解に基づき、潜在的な投資妙味が残されていると思われる市場と、すでに割高である市場について整理します。

イールドカーブの中期ゾーンのバリュエーションを評価する際に、2～3年先の短期金利の織り込み状況が参考になることがあります。米ドル金利に関しては、2年先の短期金利として、2.7%近辺の水準が織り込まれています。これは、FRBが長期的な“中立金利”よりやや低い水準まで利下げを行うシナリオを反映するものであり、現実的ではあるものの、野心的でもあります。フォワード・レートと現在のFF金利を入力値として、米国10年国債利回りをモデル化すると、足元の水準の3.65%(9月16日現在)に対し、3.4～4.0%のレンジが算出されます。長期プレミアムの上昇が長期国債のさらに力強い上昇を抑制するとの観点から、このレンジは妥当であると見ています。

一方、ユーロ金利に関しては、2年先の短期金利として、2%近辺の水準が織り込まれています。理事会メンバーの

クノット氏は、中立金利が2.25%近辺の水準であるとの見方を示しており、市場には、ECBが中立金利よりやや低い水準まで利下げを行うシナリオが反映されていることとなります。サイクルの現段階において、フォワード・レートが中立金利と一致する、あるいは小幅に下回るの整合的と考えられ、現在のプライシングは現実的であるように思われます。これらの数字を入力値として、ドイツ10年国債利回りを同じようにモデル化すると、足元の水準の2.15%に対し、2.0～2.6%のレンジが算出されます。ECBの政策に関する見方が劇的に変わらない限り、ドイツ国債利回りの追加的な低下余地は小さいように思われます。実際、最近の力強いラリーを受けて、ユーロ国債と米国債のオーバーウェイト・ポジションを削減しています。

図表 3 - 米国10年国債利回りとイールドカーブの形状 (%)



出所: ブルームバーグ。2024年9月現在。

これに対して、今回の緩和サイクルにおいて出遅れ感が存在する一部の市場には、引き続き投資妙味を見出しています。ロベコの運用戦略では、デュレーションをインデックス同等、もしくはそれを上回る水準で維持しています。最大のオーバーウェイト・ポジションは英国債とノルウェー国債であり、英国債に関しては、短期金利のフォワード・レートは引き続き中立金利を上回り、これが完全に織り込まれるまでに40bp以上の追加的な低下余地があると考えています。

このような見方に基づき、英国10年国債利回りを同じようにモデル化したところ、3.0%までラリーする余地が見込まれるため、現在の水準(3.75%)を踏まえてオーバーウェイトとしています。また、ノルウェー中銀もグローバルな緩和サイクルの後発組であり、ノルウェー・クローネが弱含む中で、いくぶんタカ派的な政策スタンスを維持しています。一方、欧州では、スウェーデン中銀は緩和サイクルの先行組であり、両国の金融政策の乖離を受けて、イールドカーブの短期ゾーンの利回り格差は150bpまで広が

っています。ロベコはこの乖離を一時的な現象と考え、スプレッドの縮小を見込んだポジションを取っています。

また、グローバル市場の中で、日本国債を引き続き最大のアンダーウェイトとしています。日銀の政策サイクルは、他の先進国市場の中央銀行とは異なり、引き締めスタンスが維持される結果、市場金利は短期ゾーンから上昇すると予想しています。

## 債券のアセットアロケーション

- ・ 経済成長と供給の見通しを巡る市場の揺らぎ
- ・ テクニカル要因は後退
- ・ スプレッドはソフトランディング・シナリオを反映

### クレジット市場: キャリー獲得の夏は到来せず

例年、夏場は起債市場での動きが停滞し、クレジット関連のトレーディングが全般に減少するため、クレジット・スプレッドはレンジ圏内にとどまる傾向があります。しかし、今年はそのような展開とはならず、前回の四半期アウトルックの公表後、夏場を通してボラティリティが高い水準で推移する環境において、スプレッドは拡大しました。8月初旬には米国の失業率上昇に強く反応する形で、9月前半には社債の大量発行を消化する過程で、ワイドニングの流れとなりました。

一方、クレジット市場ではスプレッドの歪みが依然として大きく、非ディストレスト銘柄のスプレッドは今回のサイクルのボトムに近い水準で推移しているのに対して、ディストレスト銘柄の部分は依然として高止まりしています。これまでも四半期アウトルックの中で結論付けたように、スプレッド水準がワイドな銘柄の比率が低下しない限り、デフォルト率が大幅に低下する可能性は低いと考えられます。

従来、債券市場のラリーは、リスク資産にとって好材料と見なされてきました。しかし、足元では、中央銀行が政策金利を中立金利以下の水準までかなり速いペースで引き下げざるを得なくなる確率が、相応に高いとの見方が短期ゾーンの金利に反映されています（「金融政策見通し」の項を参照）。一方で、クレジット市場にはこのリスクが反映されていないため、債券市場のラリーが続いた場合、リスク・センチメントが悪化することも十分に考えられます。

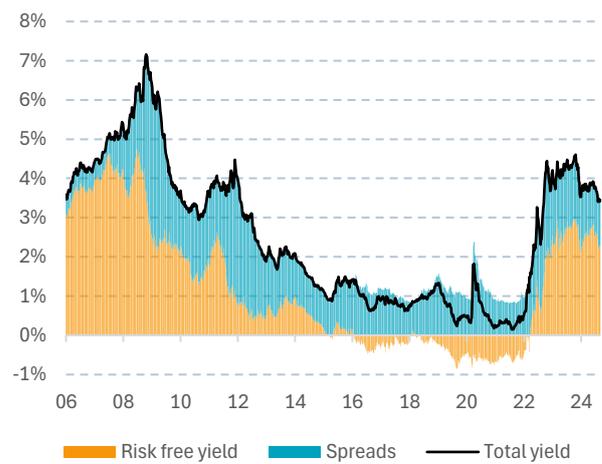
クレジット市場では、最近数四半期にわたって、テクニカル要因が牽引役となってきましたが、その影響力が弱まりつつある兆候も見受けられます。

第1に、最近数四半期にわたって、社債利回りは大幅に低下しています。米ドル建て投資適格債の利回りは6.45%でピークに達した後、足元では4.70%まで低下しています。ユーロ建て投資適格債も同様の状況であり、利回りはピーク時の4.65%から3.30%まで低下しています。この間、リスクフリー利回りの低下とスプレッドの縮小という2つの要因が、リターンに寄与しました（図表4参照）。今後は、全体の利回りが低下したことで利回りに敏感な買い

手からの需要が制限され、スプレッドは再びファンダメンタルズに左右されるようになると見られます。

第2に、ポジティブなモメンタム<sup>1</sup>は、クレジットのリターンを下支えする強力なテクニカル要因であり、ロベコのクォンツ部門でも、これをファクターとして取り入れています。夏の期間中に、ほとんどのモメンタム指標の影響が大幅に弱まり、クレジット市場はより弱い状態となっています。

図表 4 - ユーロ建て投資適格債の利回り

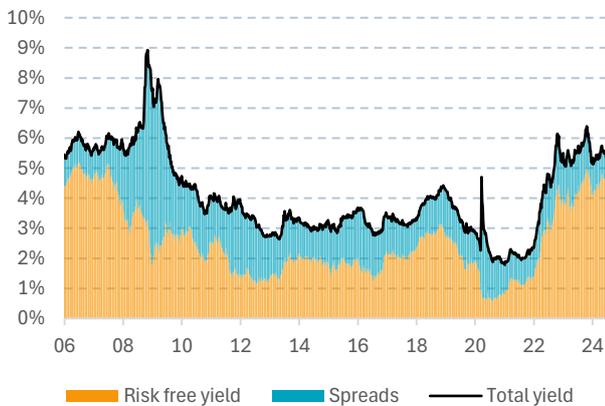


出所: ICE BofA。2024年9月現在。

バリュエーションはいくぶん改善しているものの、歴史的に見るとクレジット・スプレッドは依然として割高であり、スプレッド・デュレーションよりもベース金利（リスクフリー・レート）に対するデュレーションのバリュエーションの方が大きいと引き続き考えています。このため、コーポレート・クレジットのエクスポージャーを、おおむね中立的としています。また、SSA債とカバードボンドについても、夏場にスプレッドが割高な方向にシフトしたため、オーバーウェイトを縮小しています。

<sup>1</sup>ここでモメンタムとは、過去のプラスのリターンが次の期間も持続する傾向を意味します。

図表 5 - 米ドル建て投資適格債の利回り



出所: ICE BofA。2024年9月現在。

### 欧州周縁国債券: フランスとスペインの入れ替わり

今後数カ月間は、フランスの情勢が欧州のソブリン・スプレッドを大きく左右する可能性が高いでしょう。選挙の結果は、予想通り困難なものでした。フランス国債の対ドイツ国債スプレッドは、6月の欧州議会選挙後も非常に高い水準で推移し、現在でも2020年3月のパンデミック危機時のピークを上回ります。しかし、好材料として、「ミスター・ブレグジット(英国のEU離脱時におけるEU側の首席交渉官)」として知られるミシェル・バルニエ氏が首相に選任されたことが挙げられます。彼の財政スタンスは保守的であり、親欧州派でもあることから、金融市場にとってはこれ以上望めない人選でした。もっとも、バルニエ氏には、国内の他政党および欧州委員会から(5.5%の財政赤字を含む)2025年予算に対する承認を得るという課題が待ち受けています。(年金などの)センシティブな分野における歳出削減か増税かという厳しい判断を下す必要があり、作業は難航すると見られます。

足元でスプレッドの妙味が増しているため、一部の投資家が戦術的なスタンスでフランス市場に回帰する可能性はあるものの、予算折衝の開始に伴い、ワイドニングの流れが再開することも考えられます。現在、フランスの政府債務残高の対GDP比率は約110%で、スペインとほぼ同じ水準ですが、フランスでは債務残高が増加傾向にあるのに対して、スペインでは小幅な財政黒字が実現しつつあり、さらに、最近では経済成長率が上方修正されています。このためロベコは、6月にソブリン・スプレッドが混乱したタイミングを捉えて、スペイン国債のアロケーションを増やしました。背景には、スペイン国債のスプレッドが今後数年間でフランス国債を下回る可能性があるとの見方があります。フランスのアンダーウェイト・ポジションについては、ほぼ完全に手仕舞い、利益を確定していますが、当面はポジションの積み増しに適した水準をうかがいつつ、慎重な姿勢を維持しています。

また、ギリシャ国債を引き続き選好しています。イタリア国債などと比べてスプレッドのボラティリティが低く、また、発行残高が少ないため、スプレッドの継続的かつ段階的なタイトニングを後押しする要因となっています。債務残高が急速に減少しているため、追加的な格上げが実現し、より多くの投資家がギリシャ国債市場に参入するのも、時間の問題だと考えています。また、ECBの買入れプログラムに基づく再投資の縮小および終了は、欧州の国債市場全体に悪影響を及ぼすと見られますが、ギリシャ国債は「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」によってほとんど購入されませんでした。これは、ギリシャ国債の供給動向が引き続き非常に有利であることを意味します。

### 新興国債券: 既視感の再来

世界的な金融システム不安が生じない限り、新興国の外貨建債券のスプレッドは今後も縮小する公算が大きいようです。ハイイールド債の発行体である一部の大規模な新興国において、従来型の慎重な政策が復活したことが、タイトニングの重要な要因となっています。また、IMFからの支援が継続する中で、多くの不良債権案件が解決したことも、一定の役割を果たしていると考えられます。とはいえ、米国債の利回り水準が低いため、リスクが残存していることはほぼ確実であり、市場がポジション解消時の利回り見通しを過小評価する可能性があります。

もっとも、債券市場で想定される、グローバルな緩和的な流動性の環境となった場合には、今後、投資妙味が出てくる可能性があると思われます。

投資適格のソブリン・スプレッドは、中国本土の発行体に対する警戒感が続く中で、テクニカル要因に左右されやすい状況が続いています。注目すべき点として、アジアの銀行システムには、おそらく中国本土の発行体に対する米ドルの供給を躊躇う姿勢を反映して、1.7兆ドル以上の超過外貨預金が存在していますが、これが同地域におけるスプレッドの継続的な縮小を支える重要な要因となっています。また、ユーロ圏において、経常収支の黒字状態が続く、2012年以来、対外純債務のポジションが2.5兆ドル改善していることも、スプレッド縮小のトレンドをさらに強化し、むしろグローバルな現象となることを可能にしています。新興国市場でこのようなテクニカル状況が続く限り、外貨建債券のスプレッドにしても、CDSのスプレッドにしても、リスク・プレミアムを幅広く見直す動きを想定するのは依然として難しい状況です。

同じように、現地通貨建ての債券市場も、より緩和的な流動性の環境から恩恵を享受して、相対的に利回りの高い市場におけるデュレーションのポジションを下支える見通しです。南アフリカやトルコなどの市場では、イールドカーブの逆イールド化、市場の熱狂的な反応、キャリー・コストの高さが、超短期年限を除いて投資妙味を低

下させています。むしろ、実質利回りが極めて高いインドネシアやブラジルなどの市場は、FRBの政策緩和の恩恵を受けやすいと考えています。

相対的に利回りの低い現地通貨建ての市場では、政策スタンスの乖離が引き続き重要なテーマであり、アウトライトとクロス・マーケットの両方の投資機会を提供しています。来年のFRBの緩和見通しを織り込む動きは、緩和が実現すれば明らかに有益ですが、行き過ぎのようには思われません。特にアジアにおける、新興国市場の中央銀行はFRBに追随しなければならないという従来からの考え方と相まって、金利と為替のボラティリティが上昇する可能性が示唆されています。ファンダメンタルズの観点では、特に韓国、タイ、中国において、金融政策と財政政策の緩和が求められていますが、さまざまな国内要因により実現する可能性は低いようです。支援材料として、国内の大規模な投資家層が頑強な緩衝材の役割を果たし、イールドカーブのさらなる低下を可能にしています。

CEEMEA（中東欧・中東・アフリカ）地域に注目すると、ポーランドでは、タカ派的な金融政策のスタンスが維持される中で、イールドカーブのスティーピングの動きが、急激に進むハンガリーとチェコに比べて遅れています。ハンガリーとチェコに関しては、スティーピングの追加的な余地は限定的であると見ています。緩和サイクルにおいて後発組であるポーランドは、いずれECBに追い付くと見られますが、利下げの再開時期は2025年になる見通しです。

#### 為替: 11月の“例の1日”

例年とは違って、為替レートの見通しに関する最近の議論では、通常のように「年末」ではなく「11月5日」が、時間軸の終点とされています。興味深いことに、大統領選挙の勝者に連動しそうな財政見通しではなく、むしろ株式市場がどう反応するかによって、為替レートの見通しは実現すると見られていますが、ロベコの観点からは、これは整合的とは言えません。

いずれの候補者が勝利しても、関税の水準に違いがあるだけで、米国の通商政策は保護主義的な方向に傾斜すると予想されています。財政のスタンスについても同様であり、議論の焦点は悪化のスピードに絞られています。

むしろ、金融政策の見通しと景気循環のダイナミクス、特に実質金利とインフレの格差が重要になるでしょう。G10諸国の中では、米国の市場金利には擬似的な危機に対するFRBの政策反応が織り込まれているようであり、一方で欧州市場では、同地域の相対的に弱い景気見通しに対する慎重かつ現実的な反応が見受けられます。米国では、市場はハト派的方向に強く傾斜しつつ、「データ

に依存」しているように思われ、FRBの利下げ開始後もリスクの均衡点は米ドル高寄りになる可能性を示唆しています。そのような環境に対する耐性が最も強いG10通貨は、インフレ動向が金融緩和の余地を制約する可能性がある日本円と豪ドルであると考えられます。

FRBの金融緩和見通しが極度に織り込まれたことによって、新興国通貨は多大な恩恵を享受しています。その結果、同市場において展開される固有のストーリーが見えにくくなっているとも言えるでしょう。トルコや南アフリカなどの市場では、マクロ経済の一定の安定化をもたらした、信頼性の高い従来型の政策への回帰に伴うリスク・プレミアムの縮小によって、通貨高が下支えされているように思われます。もっとも、両通貨のイールドカーブは大幅な逆イールド状態にあり、グローバルなセンチメントが変化した場合に、最も脆弱な存在になる可能性があります。

これに対して、中南米の通貨は、パフォーマンスの相対的な悪化につながりかねない課題に直面しています。主要通貨の中でブラジル・リアルは、財政面での制約、すでに高水準に達した実質利回り、いくつかの主要作物の不作を背景とする、経済成長見通しの悪化リスクにさらされています。かつてはオーバーウェイトのコンセンサスが注目された同通貨のポジションを削減するオフショア投資家の判断は、下落圧力を一段と強めています。その一方で、メキシコ・ペソについては、投資家の権利を損ないかねない司法改革案や、メキシコ中銀のハト派的スタンスへの傾斜が、悪材料となっています。

このような環境において、アジアと中欧の通貨は比較的底堅く推移する可能性があります。CEEMEA地域では、近い将来の緩和サイクルの終了が、対ユーロでのアウトパフォーマンスにつながり、また、米ドル高に対抗する一定の支援材料を提供しています。アジア通貨に関しては、過去の米ドル安局面においてそれほどアウトパフォームしなかったことや、コモディティ価格の世界的な下落を踏まえると、同地域の政治情勢が支援材料となる可能性が存在する中で、交易条件のさらなる改善が期待されます。

図表 1 - 資産クラスの選好度

	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: ロベコ。2024年9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