



パブリック債券

2022年秋の5つの投資テーマ

INSIGHTS

2022年度上期は米連邦準備制度理事会 (FRB) や欧州中央銀行 (ECB) といった日本を除く主要先進国の中央銀行が金融引き締めを行い、インフレ退治の断固たる姿勢を鮮明にしました。ただし、世界を俯瞰すれば、地域ごとの異なる事情が浮き彫りになっています。モノのインフレが収まり始めた米国では、これ以上の金融引き締めがもたらす景気減速への懸念も睨みつつ、FRBは過去のインフレ抑制の失敗例を引き合いに引き締め強化の姿勢を崩していません。一方、欧州では、地政学的なリスクと天候不順があいまって物価の上昇基調は持続していくとの見方が強く、政府がインフレの根本原因であるエネルギー価格抑制に動き始めました。また、日本では、賃金上昇の弱さが物価の上昇を相対的に低いものにしてはいますが、円安が招く輸入物価の上昇は日銀の異次元緩和の有効性に疑義を生じさせます。新興国では、金融引き締めの着手時期の違いやエネルギーの調達構造の違いで政策対応が分かれ、とりわけ中国では、独自のゼロコロナ政策が総需要の急減を招き、不動産や国営企業中心の経済発展に急ブレーキをかけています。

2022年秋のベアリングスの5つのインサイトでは、各国の異なる事情を念頭に、予想される金融政策および財政政策の国ごとの違いが市場へ及ぼす影響を展望し、グローバル債券投資戦略の5つの柱をお示しします。



溜学 (たまる まなぶ)、CFA

ベアリングス・ジャパン株式会社

マネジング・ディレクター、執行役員運用本部長

① 引き締め過ぎ懸念の台頭：バーベル幅の縮小

FRBは、2023年の利下げ転換を織り込もうとする市場を強くけん制し、景気減速および後退のリスクを甘受する姿勢を明確にしました。FRBの使命はインフレと雇用の安定の2つであり、中間選挙前の米国世論がインフレ懸念に傾いている現状では、インフレ退治の姿勢を強調するのが得策と考えていると思われます。しかし、景気後退が現実味を帯びていくことをどこまで看過できるかは予断を許しません。

米国の短期債利回りは4%程度までの利上げを織り込んでおり、中立金利を大きく上回る水準に達していません。金融引き締め時の利回り曲線の動きはフラット化という経験則は揺るがないものの、景気への配慮が必要になれば、市場は再び利下げを織り込みに行くものと見られ、短期+超長期の組み合わせのバーベルの両端の幅を一段と縮小していく戦略が奏功してくるものと予想します。今後の金融政策運営や景気動向を睨みながら、満期構成の調整を実行してまいります。

② 米欧中それぞれの物価事情：異なるポリシーミックス

米国と欧州でインフレの動きに差が生じています。米国ではモノの価格を中心に物価指標にピークアウトの兆しが見られる一方、欧州では天然ガス価格の高騰や長引く対ロシア制裁による影響で、物価上昇のピークアウトが遅れています。米国のインフレ退治が峠を越しつつあるのに対し、地政学的リスクや天候不順等の不確定要素の多い欧州では、政府が価格統制に踏み出し、インフレを抑え込む姿勢が明確になり、消費者の負担が中央政府の負担に移転し、政府債務の増加が債券投資の懸念材料になると考えられます。一方、中国では、独自のゼロコロナ政策が総需要の急減を招き、不動産や国営企業中心の経済発展に急ブレーキをかけています。中国との取引を経済活動の柱にしていたアジア・オセアニア諸国にも需要減少として影響を与えるものと予想される一方で、地域の物価上昇の抑制要因となり、債券投資には好環境をもたらすものと予想します。北米およびオセアニア諸国の国債が有望であり、欧州の国債には一定の警戒姿勢が必要だと考えます。

③ 利回り4%を買う：カナダ、豪州、NZの地方債

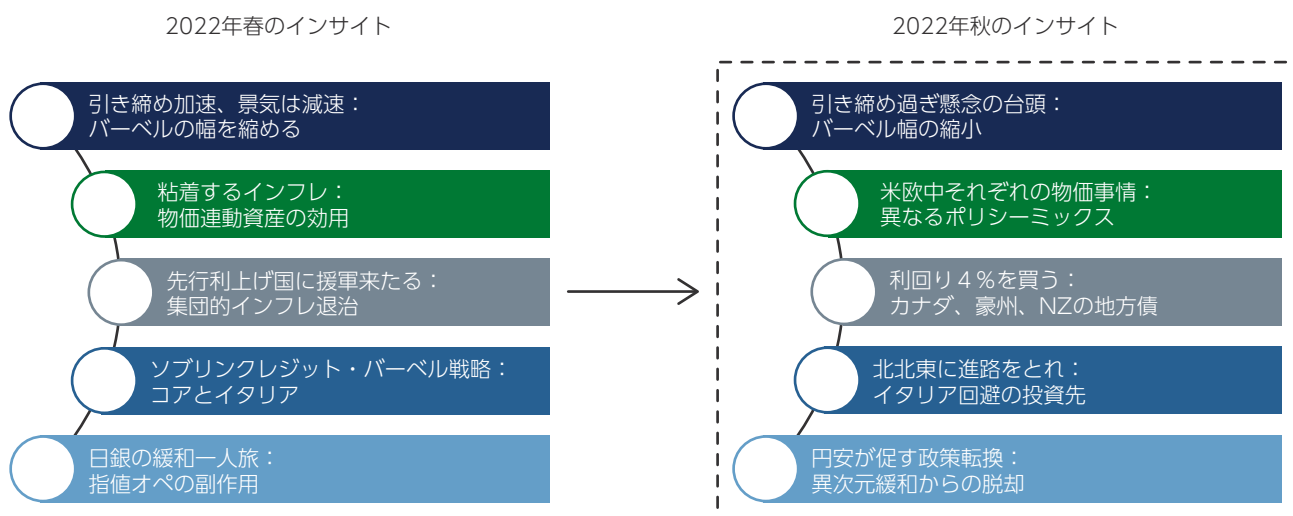
世界経済の潜在成長率は3%程度と推計される中、先進国債券の一部に4%を超える水準のものが散見されます。長期的な平均回帰の法則を信じれば、現在の金利水準は捨てがたいものと見られます。リスク要因であるインフレについては、これまで先行的に利上げを実施していた国々は、他に先んじて利上げの効果が実体経済に現れることが期待できます。ただし、中央銀行のインフレとの戦いは想定以上に時間を要する可能性もあり、時間の経過に負けないポートフォリオを構築するためには、国債にプラスアルファの利回りスプレッドの上乗せが安定的に見込まれる地方債や非国債が大きな役割を果たすものと見られます。利回り4%かつ利上げの打ち止めも近い、これらの条件に合致してくるのが、カナダや豪州、NZの地方債です。

④ 北北東に進路をとれ：イタリア回避の投資先

ロシア依存のエネルギー調達構造の脆弱性が浮き彫りになったユーロ圏では、南北対立の調整役であったイタリアのドラギ首相退場が大きな痛手となると予想されます。エネルギー危機への対処にはユーロ圏域内各国の協調が求められますが、ドラギ氏を退陣に追いやったイタリアの右派勢力の台頭は懸念材料です。エネルギー危機に対する政府の財政支援が加われば、インフレ抑制に断固たる姿勢を示し始めたECBの政策運営の不確実性は増し、投資家はリスクプレミアムの要求を一層強めると予想されます。とりわけ財政基盤の脆弱なイタリアには慎重な見方が必要となり、イタリアを回避し、何処に投資資金を振り向けるかが焦点となります。一方、ロシアに代わり欧州にガスを供給する立場になるノルウェーやイスラエルは、盤石な財政基盤を背景にインフレとの戦いを優位に進めていくものと予想されます。また、ロシア・ウクライナ情勢の緊迫化に伴う資金流出に見舞われたチェコやポーランドは、ウクライナ軍の反転攻勢機運の高まりも後押しとなり、引き締め過ぎた政策を緩める時期が到来すると見られます。イタリアを回避した分、ノルウェーやイスラエル、チェコ、ポーランドに活路を見出せると予想します。

⑤ 円安が促す政策転換：異次元緩和からの脱却

米欧が金融緩和から引き締め方向に転じ、保有国債を減少させていくなか、日銀はイールドカーブコントロールを維持すべく、日本国債を無制限に買い取る姿勢を見せています。この対照的な姿勢は、歴史的な円安という副作用をもたらしました。中立金利以上にどこまで金利を引き上げるべきかが政策の焦点となる米欧中央銀行と日銀の差は愕然とするほど大きく、世界で唯一マイナス金利を維持している日銀の異様さは中央銀行の信認に関わる不測の事態へ至るリスクもはらみます。日本経済の円高恐怖症は根強いものがありますが、ここまで円安が進めば、もはや異次元状態の金融緩和策から少しばかり正常化に舵を切っても影響は限定的であると見るのが妥当です。黒田総裁自身が正常化に進めるか、その後任に託されるかは、先読みする市場にとって大きな違いとはみなされず、2022年度下期は日銀の異次元緩和からの脱却が1つの市場テーマになり、イールドカーブコントロールに守られてきた日本の長期金利の安定基調は崩れていくものと予想します。



ベアリングス・ジャパン株式会社

〒104-0031
 東京都中央区京橋2-2-1 京橋エドグラン7階
 TEL: 03-4565-1000
<https://www.barings.com/ja-jp/institutional>
 金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第396号
 加入協会：一般社団法人投資信託協会
 一般社団法人日本投資顧問業協会

当資料は、ベアリングス・ジャパン株式会社（以下、「当社」）が金融市場動向に関する情報提供を目的に作成した資料で、法令に基づく開示書類あるいは勧誘に関する資料ではありません。当資料は、当社が信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成していますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料に掲載した運用状況に関するグラフ、数値その他の情報は過去の一時点のものであり、将来の運用成果等を予測あるいは保証するものではありません。なお、事前の承諾なく掲載した見解、予想、資料等を複製、転用等することはお断りします。

2435430