

インベスコ・フィックス・インカム

2023年6月30日

寄稿者

Turgut Kisinbay
Chief US Economist

Yi Hu
Head of Asia Credit Research

IN THIS ISSUE:

1. IFIサミット（6月開催）でのマクロに関する結論
Page 01
2. 金利見通し
Page 05
3. 為替見通し
Page 06
4. IFIサミットでのクレジットに関する結論
Page 07

IFIサミット（6月開催）でのマクロに関する結論

IFIグローバル・インベスターズ・サミットは年に2回開催され、有識者が一同に会し、世界のマクロ経済動向について意見交換・議論をしています。マクロ経済のテーマはIFIの投資プロセスにおいて重要な役割を担っており、成長、インフレ、政策といった「マクロ要因」のフレームワークは、トレンドの予測や市場の動きを理解するのに役立ちます。6月に開催された同サミットでは、有識者たちが世界のマクロ動向について意見を述べました。以下は、その主な結論をまとめたものになります。

米国：成長率はトレンドを下回り、インフレ率は目標を上回るが、景気後退は回避されるだろう

米国経済は引き続きトレンドを下回る成長を続けるが、2023年の景気後退は回避される、というのがIFIのメインシナリオです。インフレ率はピークに達し、今年前半は横ばいで推移した後、後半は低下すると見えています。しかしながら、年末のコアCPIは3.5%前後となり、FRB（連邦準備制度理事会）の目標水準を上回り、金融政策は引き締めスタンスが続き、年内の利下げはないと予想します。

来年のインフレ率は上半期に3%を下回ると予想します。それでもFRBの目標インフレ率を上回るわけですが、FRBはこれ以上の引き締めには消極的で、引き締めた場合は経済活動が大幅に悪化するリスクがあります。そのため、インフレ率は3%前後で粘着性を示し、金利は当初の想定よりも高止まりする期間が長くなる可能性がありますと見えています。

米国のソフトランディングに対する議論

なぜ米国経済は過去のサイクルよりも回復力があるのでしょうか？第一に、民間部門のレバレッジ水準が過去と比較して低いことが挙げられます。米国および世界のほとんどの景気サイクルは、民間部門のレバレッジが大きくなり、最終的には過大で持続不可能な状態に陥っていました。このようなサイクルの後には、金利上昇の中でデレバレッジが進み、景気後退が深刻になる傾向があります。しかし、現在のサイクルでは、民間部門のレバレッジ、特に家計部門のレバレッジ水準はそれほど高くないため、リスクレベルは比較的穏やかであると見えています。

第二の要因として、このサイクルでは、懸念されていた賃金インフレのスパイラルは起きていません。インフレ期待の指標は、市場や家計の調査によって示唆されるものであるにせよ、良好な水準で固定されています。インフレショックの間、実質賃金は低下し、足元のインフレ期待の指標は低下していません。

第三に、財政政策の逆風が和らぎました。多くのパンデミック支援策が終了した2022年は財政政策のタイト化が影響しましたが、2023年は、財政政策はもはや成長への逆風ではなくなっています。

最後に、景気の底堅さは、企業が整理解雇に消極的であることが後押ししていると思われれます。労働市場は非常にタイトな状態が続いており、パンデミックに端を発した景気後退の後、企業は労働者の採用が非常に困難であることに気づきました。また、景気回復期に労働者を再雇用し、訓練することも難しく、コストがかかりました。このような直近の出来事を踏まえると、景気が減速した場合、企業は必要に応じて労働時間を調整しながら労働者を維持することを好む傾向にあると考えます。

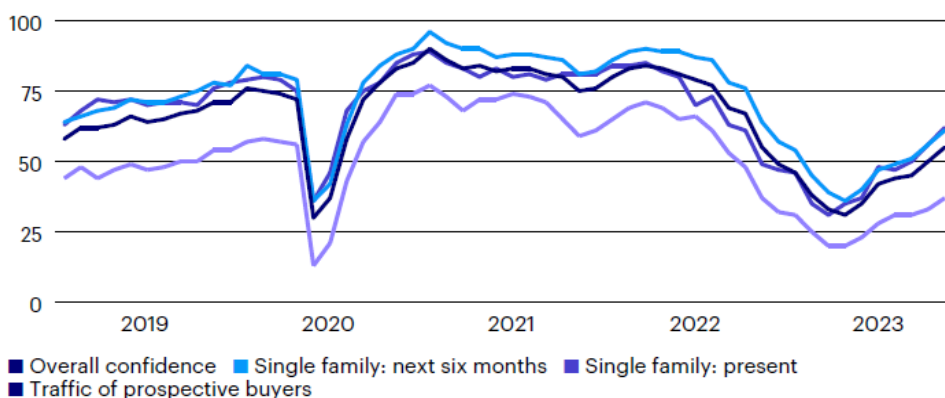
金融政策の影響が顕在化

金融政策のラグが長くて変動するという広く信じられている仮定についてはどうでしょうか？金融政策のラグが変動しやすいのは事実ですが、常に長いわけではありません。ラグは短いことも長いこともあり、引き締めサイクル後のさまざまな局面で経済に打撃を与える可能性があります。

金融政策の伝播における第一段階は、FFレートから、長期金利、クレジット・スプレッド、為替レート、株価を含む資産価格への伝播であり、FCI（Financial Condition Indices）指数で集約されることもあります。今回の引き締めサイクルでは、政策金利から金融情勢への伝播（タイトニング）は急速でした（FCIは上昇）。

第二段階は、金融情勢から支出への伝播です。ほとんどの中央銀行が取り入れている標準的な理論では、政策伝播は金利に敏感な需要の構成要素を通じて機能するとされます。これには耐久消費も含まれますが、主には住宅と自動車になります。住宅市場への政策伝播は急速であり、そのタイムラグはほとんどありません。住宅投資は8四半期連続で縮小し、昨年の成長には大きな逆風となりました。足元、住宅市場は底を打ち、安定しつつあるように見えますし、住宅建設業者のセンチメントは改善し、購入希望者も市場に戻ってきています。住宅建設許可件数はここ数ヶ月増加し、住宅着工件数も増加しています。

図 1：ホームビルダー調査では各構成要素で好転

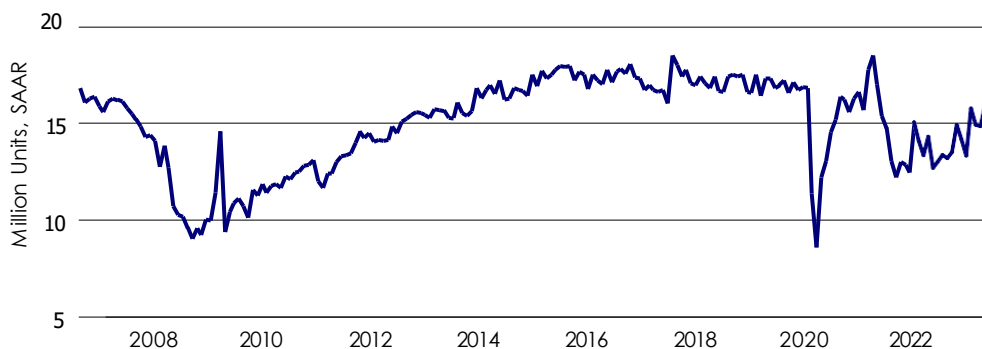


出所: National Association of Homebuilders. Data from Jan. 1, 2019 to June 1, 2023.

金利の影響を受けるもう一つの分野は自動車販売です。自動車販売はさまざまな理由で不況に陥っており、それはパンデミック後に経験した供給サイドのボトルネックが主な理由でした。典型的な不況下では、自動車への支出は約20%減少します（図2）。

パンデミックの間、自動車販売は供給サイドのボトルネックに引きずられて約25%減少しました（図2）。供給と在庫が改善するにつれて、自動車販売は増加傾向にあります。依然として平年を下回っており、繰延需要がまだ残っていることを示唆しています。

図 2：米国の自動車販売は平年を下回っているものの回復傾向



出所: Bureau of Transportation Statistics. Data from Feb. 1, 2007 to May 1, 2023.

しかしながら、金融引き締めの影響は経済に十分に伝わっていない

借入コストの上昇は、住宅・自動車セクターの支出にとって今後逆風になると予想されますが、両部門とも不況から回復しつつあり、現在の金利水準で再び不況に陥る可能性は低いと考えます。

また、現在経済に影響を及ぼしている、あるいはまだ影響を及ぼしていない長期のラグもあります。信用収縮は銀行融資担当者調査にも表れており、金融情勢の悪化はおそらく今後数四半期の投資の低迷につながると考えられます。調査結果からも、特に中小企業における投資意欲の低下が確認できます。こうした逆風が、今後数四半期の潜在成長率を下回るという見通しの背景にあります。

インフレについてはどうか？

米国のインフレ率の上昇は、さまざまな段階で確認することができます。初期のインフレ率上昇は、パンデミックによって生じた需要と生産の不均衡によるもので、財政・金融政策によって促進されました。パンデミックは財の消費をかつてないほど増加させましたが、サービス消費は減少し、回復も非常に緩やかなものでした。消費需要の大幅な増加は平時でも対応困難であったと思われませんが、パンデミック時には工場閉鎖といった供給サイド混乱もありました。家計は2021年に政府からの給付金を受け取り、すぐに財の消費に使いました。供給の混乱に加え、この需要の押し上げが2021年のインフレ加速につながったのです。

インフレの第2段階は、ロシアのウクライナ侵攻によって発生し、食料品やエネルギーを含む世界的な商品価格の上昇につながりました。これが世界的なインフレを助長し、2022年の米国のインフレ率上昇のサプライズ要因となりました。

しかし、先月号の「FRBが警戒を怠らないほど高いインフレ率」で述べたように、コアCPIは年内に3.5%程度まで低下し、来年前半には3%を下回ると予想します。これはFRBの物価安定目標に向けた前進ではありますが、インフレ率はFRBが利上げと金融引き締めを維持するのに十分理由を与えるほどの高水準に留まると考えられます。

米連邦公開市場委員会（FOMC）の最新のドットチャートでは、今年あと2回の利上げの可能性を示唆しましたが、それがデータとして正当化されているかどうかはまだ不透明です。政策金利のピークについては不透明感があるわけですが、IFIは今年いっぱい金利引き下げはないと見ており、FRBは政策金利を引き締めたままの状態を維持すると予想しています。

欧州：成長は底堅いが加速せず

ロシア・ウクライナ戦争に起因する大きなマイナス・ショックにもかかわらず、ユーロ圏経済は回復を見せ、深刻な景気後退は回避されました。とはいえ、今後1年間の景気加速は期待できず、潜在成長率を下回る成長が続くと予想しています。しかし、南欧の旅行予約は今年も好調に推移するなど、夏の旅行需要に牽引されて、第2・第3四半期のIFIの見通しは市場コンセンサスを上回っています。一般的には、パンデミック以降のユーロ圏内の景気は回復していますが、実質消費はまだパンデミック前（2019年）の水準にとどまっており、実質投資支出は2019年の水準を下回っています。そのため、当面は緩やかな成長が見込まれます。財政政策も緩やかな下支えとなっており、成長率を下支えしていますが、金融政策の引き締めは今後の成長にとって逆風となるでしょう。

ヘッドラインのインフレ率はピークに達し、足元は低下しています。基礎インフレ率は最近まで高水準でしたが、ほとんどの指標は基礎インフレ率もピークアウトまたは低下傾向にあることを示しています。世界的なエネルギー価格、財価格、その他のコモディティ価格の安定化、政策の引き締め、力強いベース効果により、欧州のインフレ率は今後数か月間、顕著に低下し続けると考えられますが、しばらくの間は欧州中央銀行（ECB）の目標値を上回ると予想されます。インフレ動向は改善したものの、コアインフレ率の改善はつい最近始まったばかりであり、ECBが望むデysinフレの数値はまだ出ておらず、インフレ水準は依然として高い状態です。ECBは、デysinフレの一貫した証拠が増えるまで、タカ派的な姿勢を維持し、利上げサイクルを維持する可能性が高いと考えられます。

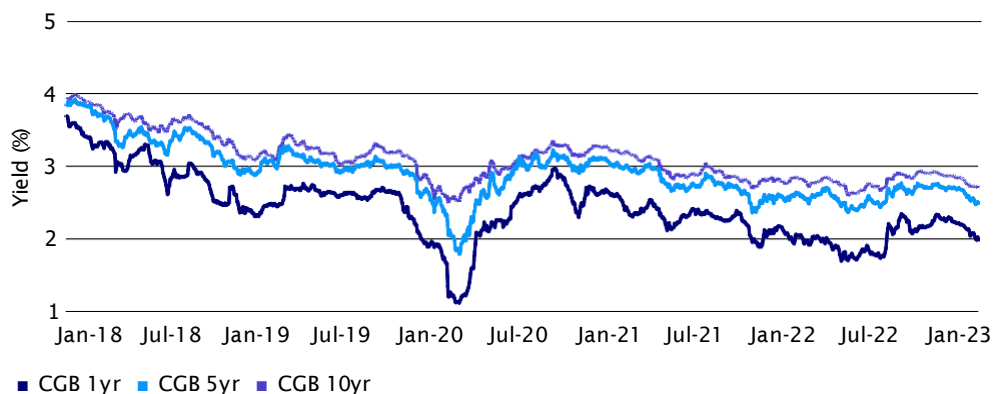
ECBの政策金利は3.75%まで上昇すると予想されますが、ECBのタカ派的な発言等を考慮すると、4.00%への追加利上げも否定できません。

中国：成長の質を重視

2023年の中国経済の成長率は5.3%程度で、年間を通じてデフレーションになると予想します。家計のリスク選好度が低下していること、政策の観点から緩和策がより緩やかであることを織り込んでいるため、成長率、インフレ率ともに市場のコンセンサスよりも強気な見方をしていません。中国の家計によるレバレッジの低下とリスク回避の行動は、預金の増加と今年のリテール・ローンの伸びの低下をもたらしました。このことは、近い将来、さまざまな形でさらなる利下げの余地を残していると考えられます。

政策決定者が成長軌道が最適でないと思えば、民間部門を支援するための財政緩和策や不動産購入制限の緩和が実施される可能性があります。しかし、中国の新指導部は長期的な成長の質を持続的に改善することに重点を置くと思われます。したがって、オンショア債券市場の利回りは中期的に低下すると予想されます。

図 3: 中国の国債利回りには更なる低下余地がある

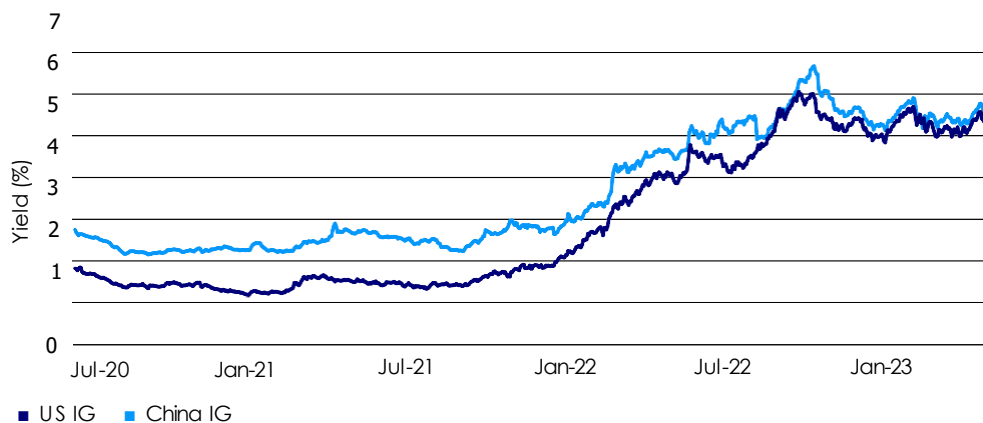


出所: Wind, Invesco. Data from Jan. 2, 2018 to Jan. 2, 2023.

中国人民元建て債券と米ドル建て債券の間の大幅な利回り格差は、中国本土の発行体の米ドル建て債券の供給が縮小している一方で、海外の高利回りの外貨建て債券に対する中国人投資家の強い需要を支え続ける可能性があります。

これは、過去2年間、市場全体をアウトパフォームしてきた中国発行体の米ドル建て投資適格債にポジティブなサポートを与えました。

図 4: 中国の米ドル建て投資適格債は、対米投資適格債のスプレッド縮小にもかかわらず、魅力的な利回りを提供



出所: ICE indices, Invesco. Data from June 8, 2020 to June 7, 2023.

寄稿者

Rob Waldner

Chief Strategist and Head
of Macro Research

Gareth Isaac

Head of Multi-Sector
Portfolio Management

Yi Hu

Head of Asia Credit Research

Michael Siviter

Senior Portfolio Manager

金利見通し

米国：ニュートラル。 インフレの鈍化と低成長は、イールドカーブ全体の利回りを低下させています。しかし、非常にタカ派的なFRBは短期金利を高水準に維持しており、イールド・カーブが逆イールドになっていることから、利回りの下値は限定的だと考えています。米10年物国債は引き続き3.0%から4.0%のレンジになると見えています。現在の水準では、我々はこのレンジの中間に位置し、デュレーションについては中立のスタンスを支持しています。

欧州：オーバーウェイト。 欧州中央銀行（ECB）は今年後半に向け、ジレンマに直面しています。域内のインフレ率は依然高止まりしており、低下しているとはいえ、年初の予想よりも低下の度合いは緩やかです。同時に、ここ数ヶ月の経済環境は悪化し始めています。現在、ECBは強硬な姿勢を示しており、市場予想金利を4%近くまで引き上げる一方、金利はしばらくの間高止まりすることを強調しています。

その決意は、今後数四半期にわたって試されることになるでしょう。製造業の不振にもかかわらず、サービス部門は比較的堅調を維持してきましたが、最近の利上げサイクルの影響が本格化するにつれて、サービス部門が低迷し始める可能性が高いというのが我々の分析です。欧州の債券については概ねポジティブであり、現在の利回りは中期的なバリューを提供すると考えています。しかし、ECBのタカ派的なレトリックにより、短期的には利回りが予想以上に上昇する可能性があることも認識しています。

中国：オーバーウェイト。 比較的緩やかな政策緩和策と家計部門のリスク選好度の低さから、中国国債利回りには低下余地があると見えています。予想外の政策緩和策を背景とした利回りの急上昇は、潜在的な買い場と見なすことができるでしょう。投資家はオンショア市場で徐々にポジションを構築しているため、主要な水準を通過する利回りのさらなる上昇は抵抗に直面する可能性があると考えています。

日本：アンダーウェイト。 日本国債（JGB）利回りは、日銀が6月会合で政策の据え置きを決定し、長期の債券に対する生保需要が続いていることを反映して、先月からほぼ横ばいとなっています。しかし、インフレと賃金の上昇は、近い将来に日銀の政策が変更されることを示唆し続けています。

英国：オーバーウェイト。 英国の金利市場では先月、劇的なプライシングが行われました。イングランド銀行の基準金利のピークに対する市場の予想は、インフレと賃金データに対する一連の上方サプライズが人気のロング・デュレーション・ポジションを圧迫したため、5月の4.75%強から6%超に上昇しました¹。

これは、6月の会合で50bpの利上げを決定するというBOEのサプライズにつながりました。現在の価格設定は、BOEが5月に見通しを発表した際に想定していたよりも、政策が大幅に引き締まることを意味しています。その結果、市場はすでにインフレ率上昇のサプライズをある程度反映しており、今後インフレ率が緩やかになったり、金利上昇による成長鈍化の証拠が出てきたりすれば、利回り低下の余地が生まれます。利上げサイクルを加速させるというBOEの決定は、終値のさらなる上昇を誘導する試みというよりは、BOEの信頼性を強化する試みです。BOEのフォワード・ガイダンスは、将来の利上げをインフレ持続の兆候を条件としており、インフレ率のさらなる上振れサプライズがない限り、50bpの利上げを推定する余地は限られています。現在、市場はBOEの今後3回の会合で100ベース・ポイント超の利上げを想定していることから、この想定を上回るにはインフレ見通しの大幅な悪化が必要になるとみられ、デュレーションを長めに設定する機会を提供するとインベスコではみえています³。

豪州：オーバーウェイト。 豪州準備銀行（RBA）が5月と6月の両会合で利上げを決定し、現金利子率を4.10%に引き上げるというサプライズを行ったことで、豪州の金利市場は先月から大幅なリプライシングが行われています²。この間、豪10年国債利回りは30ベース・ポイント以上上昇し、1月以来の高水準となり、米国債を30ベース・ポイント下回っています⁴。最近のインフレと賃金のデータは期待外れてしたが、相対的に弱い成長見通しを背景に、市場は現在、政策の引き締め路線を織り込んでいます。その結果、RBAが8月の会合で再利上げを実施するとしても、利回りの分布は今後、下方に偏っていくとインベスコは見えています。

1. 出所: Bloomberg L.P. Data as of June 23, 2023.

2. 出所: Reserve Bank of Australia. Data as of June 6, 2023.

3. 出所: Bloomberg L.P. Data as of June 23, 2023.

4. 出所: Bloomberg L.P. Data as of June 23, 2023.

寄稿者

Rob Waldner

Chief Strategist and Head
of Macro Research

Gareth Isaac

Head of Multi-Sector
Portfolio Management

Yi Hu

Head of Asia Credit Research

Michael Siviter

Senior Portfolio Manager

為替見通し

米ドル：ニュートラル。 最近のドル安は、米国FRBがより穏健になり、利上げサイクルが6月にスキップされることで、利上げが限界に達したことを示唆するのではないかと期待に起因しています。他の先進国の中央銀行が利上げを続けるなか、FRBが利上げを据え置いたら、最近のドル安傾向は続くかもしれません。しかし米国のインフレ・データが予想を上回った場合、FRBは追加引き締めを選択する可能性があり、短期的にはドル相場を下支えます。

ユーロ：ニュートラル。 ユーロはこのところ、ECBのタカ派的なレトリックと、サービス部門を支持するデータから恩恵を受けています。ユーロ圏の経済が低迷し始め、インフレ率が低下すれば、政策立案者がさらなる金融引き締めに関心であり続けるかどうかについては懐疑的です。また、FRBが米金利の引き上げを続けられれば、ユーロは今後数か月の間に逆風に直面する可能性がある。

人民元：ニュートラル。 6月の米ドル／人民元レートは上昇しました。中国の堅調な対外部門のファンダメンタルズが、中期的に人民元のパフォーマンスを支えるものと予想します。しかし、年央の企業配当支払いが企業のドル需要を生み出す可能性があると考えています。一方、輸出企業のドル供給が緩和要因となる可能性もあります。

日本円：ニュートラル。 タカ派的なFRBやECBとは対照的に、日銀が6月の会合でイールドカーブ・コントロール政策の変更に消極的だったため、米ドルやユーロに対して急激な円安が進みました。貿易加重ベースでは、円は財務省による為替介入と日銀によるイールドカーブ・コントロールの利回り上限を25bpから50bpに変更する決定前の2022年10月以来の円安水準にあります。これは、エネルギー価格の低下により日本の国際収支が著しく改善したにもかかわらずです。円は現在の水準では基本的に過小評価されていると我々は見えています。しかし日銀がタカ派的な姿勢を強め、FRBとECBが最近の利上げを中止または撤回するまでは、円ロング・ポジションは大きなネガティブキャリアーとなっていることから、円がアウトパフォームする可能性は低いと考えています。

英ポンド：ニュートラル。 ポンドは今年、英国の成長見通しの緩やかな改善によって支えられてきました。しかし、持続的なインフレとそれに伴う金利上昇の兆しが今後の成長を圧迫する可能性が高く、ポンドの上値余地は限られると考えています。金利差の拡大は、資本流入を呼び込む可能性のある成長見通しの改善ではなく、インフレ見通しの悪化に対応するものであるため、通貨を下支える可能性は低いと考えています。もし英国の成長率がインフレ率の緩やかな上昇に先行して低下した場合（その可能性は高いと思われます）、たとえ金利が他国に比べて相対的に高いままであったとしても、ポンドは下押し圧力に直面する可能性があります。スタグフレーションが通貨を下支えることはほとんどありません。

豪ドル：ニュートラル。 RBAのタカ派姿勢は、利回り格差を豪ドルにより有利な方向へシフトさせました。RBAのタカ派的な姿勢は、対米金利が依然として低いという出発点であるにせよ、豪ドルにとって有利な方向に転換しました。しかし、国内利回りの上昇は、中国の成長見通しと関連商品に対するセンチメントの悪化によって相殺されています。中国の成長が改善するまでは、現在のバリュエーションが良好な国際収支の動向に基づく割安なものであったとしても、豪ドルの持続的な上昇を見込むのは困難と思われる。

寄稿者

David Todd

Head of Global Credit
Research

Matt Brill

Head of North America
Investment Grade

Sam Morton

Head of European Investment
Grade Credit Research

Niklas Nordenfelt

Head of High Yield

Matt Cottingham

Head of European High Yield
Credit Research

Jason Trujillo

Head of Emerging Market
Credit

IFIサミットでのクレジットに関する結論

2023年6月のサミットでは、グローバル・コーポレート・クレジット・チームが各プラットフォームから集まり、最新の見解を共有しました。主な結論として、我々は次のような主要なマクロ経済リスク要因を意識しています。それは、金利上昇と金融引き締めめの長期化、経済活動の鈍化に伴う米国消費者の買い控えリスク、世界的な景気後退懸念などです。

ベースケースは米国のソフトランディングを想定

我々の基本ケースは現在、米国のソフトランディングを中心に組み立てられており、歴史的な高金利のボラティリティが続いた最近の時期を見通すことが適切であると考えています。米国の投資適格企業の利回りは、過去10年以上見られなかった水準にあり、マクロの見通しに悲観的な見方をする投資家からも需要があります。米国のハイ・イールド債市場では、最近の金利ボラティリティの低下がテクニカルな支援材料となり、新発債市場が開いています。株式ボラティリティの低下も低格付けの発行体にとって支援材料となっていますが、発行体のファンダメンタルズが（現在の強固なポジションから）弱まるシナリオでは、より不利になる可能性があることに留意する必要があります。新興国市場（EM）でも、リスク選好の回復が見られ始めています。年初来、アウトパフォーマンスしていたセクターは中国国有企業や他の高格付けソブリン・準ソブリン証券でしたが、これは逆転しつつあります。

最近の金利のボラティリティに着目

金利ボラティリティとの相関を示す好例は英ポンド建て債の投資適格市場で、クワシ・クワーテング財務相（当時）が発表したミニ予算による混乱を背景に、クレジット・スプレッドは昨年10月に250bpの高水準に達しました⁵。スプレッドは現在、ギルトを上回るインデックス平均の170bpに戻りつつあり、投資機会の幅は注目に値します⁶。クレディ・スイスの破綻は買いの好機であり、さらなる収束の可能性があります。また、コーポレート・ハイブリッドは、利回りは高いが強固な企業が発行する債券へのエクスポージャーを得る手段であり、スプレッドの拡大は潜在的なエクステンションのリスクを補って余りあると考えます。より広範に、欧州の投資適格債では、シングルA債に対するBBB債のスプレッドがユーロ建てで50ベースポイント、ポンド建てで70ベースポイント上昇しています⁷。

ハイ・イールド債の格付けセグメントにおける乖離

欧州のハイ・イールド債は、長期にわたる金融緩和局面から脱却するにつれ、格付けのばらつきが目立ってきています。CCCセグメントは比較的小さいものの、企業が有利なファイナンス条件での合意に苦戦する例が目立ち始めており、業績が少しでも予想を下回ると、資本構造の持続可能性が疑われるような市場価格の大きな反応が見られます。これとは対照的に、米国のCCCセグメントの業績は昨年、目覚ましく好調でした。これは、以前のパフォーマンス低下からの回復以外に特段のドライバーを伴わないリバウンドと思われる。成長見通しが弱く、資金調達金利が大幅に低下する見込みもないため、我々はこの上昇を追いかけるつもりはありません。

米国のエネルギー分野におけるビジネスチャンス

米国で、まだ流行遅れだと思われるセクターのひとつがエネルギーセクターです。しかし、数年前の格下げという困難な時期を経て、各社は負債返済のために資産配分や資本構成の重点を大きく変えています。私たちは、マスター・リミテッド・パートナーシップ（MLP）構造を好み、その中には6%近い利回りを提供するものもあります⁸。独立系エネルギー・セクターはボラティリティがやや高いですが、バランスシート重視の姿勢を保ちつつ、大規模な総合エネルギー企業はさらなる集積と規模拡大を図る可能性があると考えています。

EMクレジット全体に広がる機会

EMでは、現在、高利回りのソブリンに主な機会があると思われます。私たちは、平均ドル価格が、私たちが適切と考えるよりもネガティブなデフォルト・シナリオにおける回復期待を補う水準まで下落しているのを見ており、12%の利回りレンジでは説得力があると見ています⁹。また、欧米の銀行セクターの逼迫によりアンダーパフォーマンスに陥っているナショナル・チャンピオンの銀行劣後債も、EMスペースでは好材料です。コロンビアやメキシコなど、苦境にあえぐ国々で事業展開するBB/BBB銘柄の中にも、最近出遅れている企業があり、中東やアジアに比べ、そちらを注視しています。我々がハイ・イールド債券に注目しているのは、EM投資適格指数の構成比率が成長するにつれて変化し、現在では半分以上がA格以上となっていることに着目しているためです（5年前の約25%から上昇）¹⁰。

5. 出所: Bloomberg Sterling Aggregate Corporate Average OAS Index, Oct. 13, 2022.

6. 出所: Bloomberg Sterling Aggregate Corporate Average OAS Index, June 8, 2023.

7. 出所: Bloomberg Euro Aggregate Corporate BBB and A-rated Indices, June 2023.

8. 出所: Bloomberg US Aggregate Corporate Yield Index, June 2023.

9. 出所: JP Morgan EMBI Global High Yield Sovereign Yield Index, June 2023.

米国および欧州のハイ・イールド債券のテクニカルは中程度に良好

米国ハイ・イールド債のテクニカルは興味深いもので、同アセットクラスからの資金流出も見られましたが、1,400億米ドルの資金が増加し、それを補って余りあるものでした。新規発行は主に（約70%）既存案件のリファイナンスが牽引しており、企業の資金調達に困難なレバレッジド・ローン市場で行われています。¹¹ 借り手はシンジケート・ローンとプライベート・デットとの比較に比較的無頓着であるため、今年の800億米ドルの発行のうち10%以上がボンド・フォー・ローン・テイク・アウトによるものです。

欧州ハイ・イールド債券のテクニカルは底堅く推移しています。ファンドのフローは比較的緩やかですが、クーポンの再投資、テnder、償還が力強い支えとなっています。また、投資家の現金残高がかなり高水準で推移し、ポートフォリオも概ねディフェンシブ・ポジションに置かれていたとの証言もあります。

欧米投資適格債のテクニカルは良好

欧州の投資適格債市場では、今年5月末までに1,220億ユーロの新規発行があり、これはほぼ予想通りであり、約140億ユーロの資金流入があり、全体としてはややプラスでした¹¹。しかし、英国では、イングランド銀行が昨年9月に開始した社債売却プログラム（200億ポンドを購入）において、今年140億ポンドの発行に加え、保有する社債の大部分を売却することに成功し、それがすべて市場に吸収されたことが真の驚きでした¹²。米国市場の発行は非常に好調で、今年の発行額は6,500億米ドルを超えています¹¹。決定的なのは、先月、地方銀行が発行を再開したことで、地方銀行に信頼感が多少戻ってきたことを示しています。また、米連邦取引委員会（FTC）はM&Aを阻止するモードにあるようで、そうでなければ大幅な供給につながっていたであろう大型案件の数々を阻止しています。マチュリティーカーブに沿った発行がある程度正常化しているのも興味深い現象です。今年初めに金利が上昇したため、各社は3年物や5年物の債券を発行し、それ以上の長期金利の固定化に抵抗していましたが、現在では金利環境をある程度受け入れ、30年物、さらには40年物も市場に出回っているようです。これは、ほぼ10週連続でリテールからの資金流入があり、需要の増加に吸収されています。機関投資家の需要も強いようです。CARES法の分配金で運用できる資金があるだけでなく、ヘッジ・コストの上昇を懸念していた外国人投資家も、こうした高利回り水準でも投資基準に合うため、投資を続けています。

EMのテクニカルはあまりポジティブでない

最後に、EMのテクニカル・ダイナミクスは、需要不足による供給の減少や、発行体がよりポジティブなセンチメントを待とうとしたり、米ドル債ではなく現地市場に目を向けたりするなど、あまりポジティブではありません。これは、結果としてスプレッドが相対的に拡大した水準にある資産クラスに価値を見出す理由の1つとなっています。

10. 出所: JP Morgan Corporate Broad EMBI Diversified High Grade Index, June 2018.

11. 出所: Invesco calculations, June 2023.

12. 出所: Bank of England website, June 6, 2023.

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループが作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

受託資産の運用に係るリスクについて

受託資産の運用にはリスクが伴い、場合によっては元本に損失が生じる可能性があります。各受託資産へご投資された場合、各受託資産は価格変動を伴う有価証券に投資するため、投資リスク（株価の変動リスク、株価指数先物の価格変動リスク、公社債にかかるリスク、債券先物の価格変動リスク、コモディティにかかるリスク、信用リスク、デフォルト・リスク、流動性リスク、カントリー・リスク、為替変動リスク、中小型株式への投資リスク、デリバティブ（金融派生商品）に関するリスク等）による損失が生じるおそれがあります。ご投資の際には、各受託資産の契約締結前書面、信託約款、商品説明書、目論見書等を必ずご確認ください。

受託資産の運用に係る費用等について

投資一任契約に関しては、次の事項にご留意ください。【投資一任契約に係る報酬】直接投資の場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.88%（税込）を上限とする料率を乗じた金額、投資先ファンドを組み入れる場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.605%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてそれぞれかかります。また、投資先外国籍ファンドの運用報酬については契約資産額に対して年率1.30%を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。一部の受託資産では投資一任契約に加えて成功報酬がかかる場合があります。成功報酬については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。【特定(金銭)信託の管理報酬】当該信託口座の受託銀行である信託銀行に管理報酬をお支払いいただく必要があります。具体的料率については信託銀行にご確認ください。【組入有価証券の売買時に発生する売買委託手数料等】当該費用については、運用状況や取引量等により変動するものであり、事前に具体的な料率、金額、上限または計算方法等を示すことができません。【費用合計額】上記の費用の合計額については、運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306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