

## Portfolio Manager Commentary

## 構造的・循環的な変化が新たな市場力学を示唆



Hemant Bajjal  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

Carla Cricco-Lizza  
シニア・プロダクト・マネジャー

## 要旨

- 当チームでは、世界金融危機後とは明らかに異なる新たな市場ダイナミズムを経験しており、その結果、金利水準が上昇すると考えています。タームプレミアム（償還期間に見合っ上乗せされる金利）はかなりのマイナスであり、その正常化の可能性は金利に大きな投資機会をもたらすと考えています。
- 幾つかの力学的な変化が長期的に米ドルを弱める可能性がある一方で、長期平均への単純な平均回帰でさえ、米ドルを大幅に切り下げる可能性もあります。
- 市場サイクル全体では、米国以外の債券への配分は20%が最適であり、米ドルの長期サイクルでの動きを考慮すると、5%から30%の間で変動することが見て取れます。現在、このレンジの上限への配分に対する有力な根拠があると考えています。

インベスコ・フィックス・インカム・チームはマクロ志向のアプローチに従い、金利、通貨、そして一部の戦略ではクレジット全体にわたりリスクを積極的に配分し、9カ月から1年半の投資期間で運用を行います。絶え間なく進むマクロ経済情勢を背景に、現在の世界経済情勢をどのように見ているか、また当チームの見解を形成している主なトレンドについて考察します。

## Q：現在、マクロ経済情勢と市場の状況を牽引している主な原動力は何でしょうか？

構造的な力と循環的な力が組み合わさって、現在の局面は世界金融危機（GFC）後の局面とはまったく異なるものとなっており、その結果として金利水準が高まる可能性があります。「リーゼンシー（最新性）バイアス」は投資家を、現在が異常であり、低インフレ・低成長というGFC後の構図が維持されると錯覚させる可能性があります。しかし、支出の増加、潜在的な投資の増加、生産性の低下という現在の組み合わせは、必ずしも同じ組み合わせを生み出すわけではありません。

脱グローバル化と脱炭素化の中で構造的・循環的な力が働いており、投資を通じて支出を増やし、サプライチェーンを根底から覆すような政策ミックスを生み出す可能性があり、インフレは予想以上の深刻なものとなる可能性があります。

構造的な観点からは、脱炭素化による公共投資・支出の増加は、主に公共投資ですが、民間投資にも数十年とは言わないまでも数年単位で影響を与える可能性があると考えています。これは世界の成長水準の上昇につながる可能性があり、実質金利の上昇を維持できる経済力を高める可能性があり、GFC後というよりはGFC前の局面に近くなっています。

循環的な観点から見ると、多くの経済圏で実質賃金が再び上昇し始めています。例えば、米国のパイロットやUPSの労働者と交わされた協定や最近のドイツの賃金協定は、賃上げの効果がしばらく続く可能性があることを示唆しています。減少しているとはいえ、多くの地域でインフレの影響を緩和する余剰貯蓄が依然として残っています。

欧州については成長面で、中国についてはデフレを世界に広める可能性があることから、引き続き懸念を抱いています。しかし、新興市場諸国は全体的に経済活動の面で想定外に上向いており、金利が正常化し始めたインドと中南米については、引き続き前向きな見方をしています。

## Q：米国の金融情勢は常にグローバル市場に影響を及ぼしてきましたが、ここ数年、米国の政策対応がさらに重要性を増しています。何がその原動力になっているのでしょうか？

米国の政策がグローバルに伝播するのは、常に米ドルを通じた影響によるものでした。しかし、今やその影響は通貨経路の枠を超え、金利にまで及んでいます。パンデミック（世界的大流行）以降、世界経済の先行きは、まず成長率、次にインフレ率に関して不確実性が高いため、米国の金利政策が世界市場の中心となっています。米国の前例のない金融緩和は、新興国（EM）の中央銀行に金利引き下げという前代未聞の金融政策の自由度を与えました。逆に、米国のインフレ率が急上昇すると、米連邦準備制度理事会（FRB）の引き締め政策は新興国中央銀行の柔軟性を低下させました。

---

米国の金利が世界市場の中心であることは、他の先進国やEM諸国の中央銀行がカウンターシクリカルな政策をとる可能性を減少させるため、グローバル市場にとって問題となります。主要な中央銀行で反循環的政策を採用しているのは日本と中国だけであり、いずれの場合もその影響は為替市場と債券市場の両方に及んでいます。日本の場合、名目利回りの上昇、イールドカーブのスティープ化、通貨安という結果をもたらしています。

米国の政策引き締めペースと規模を考えると、今年初め、金融市場の安定性への懸念もあったことから、金利のボラティリティは非常に高まったままです。残念ながら、伝統的な安全資産クラスである米国債のボラティリティは、他の市場の自由度を制限しています。米国金利の行方がより明確になるまで、米国金利と通貨が影響を及ぼす状況が続くと予想しています。

---

**Q：今年に入ってから、市場の予想は米国の景気後退から再加速へと変化し、また元に戻っています。今、市場は何を期待しているのでしょうか。また、様々な経済シナリオに対して市場はどのように反応するのでしょうか？**

欧州では予想外の景気減速が見られ、中国では期待された好況は訪れず、ラテンアメリカでは政策金利が制限されているにもかかわらず景気後退には至っていません。この乖離と今年の経済データの不安定さ（米国もその他の国も）を考えれば、金融市場の様々な場所でまったく異なるプライシング（価格設定）が見られるのも驚くにはあたりません。

リスク市場（すなわち、株式とクレジット）では、ハードランディングと「ノーランディング（着陸しない）」シナリオは、同じような意味を持つかもしれませんが、理由は正反対です。ハードランディングの場合、市場はより大きな経済リスクにより、より高いリスクプレミアムで価格設定される可能性が高い一方で、ノーランディング・シナリオの場合、市場は実質金利の持続的な上昇により、より高いリスクプレミアムで価格設定される可能性があります。しかし、いずれのケースにせよ、現在、市場には十分なリスクプレミアムが織り込まれていないように思われます。

株式市場もクレジット市場もソフトランディングを想定しているようですが、金利市場はハードランディングを想定しています。米国だけでなく、ほとんどのソブリン債市場でタームプレミアムがかなりのマイナスとなっていることは、リスク市場と金利市場の乖離を示しており、最近の米国のイールドカーブのヘア・スティープニングがこれを修正しています。

---

**Q：世界の金利のどこに投資機会があるとお考えですか。金利の絶対水準、それともタームプレミアムに注目しているのでしょうか？**

EMと先進国市場（DM）の金利については、金利の絶対水準よりもタームプレミアムを重視しています。現在、タームプレミアムはかなりのマイナスであり、こうしたプレミアムが正常化する可能性があれば、金利において最良の投資機会がもたらされると考えています。

ソブリン金利は世界的にリセットされ、GFC後よりもはるかに高い水準になりました。このため市場では、金利が特に高く、したがって現在の水準で「固定化」すべきかどうか議論されています。確かに金利は過去に比べれば高いものの、だからといって自動的に魅力的な長期投資になるわけではない、と当チームでは考えています。いずれにせよ、金利を「固定化」というのは語弊があります。金利が下がれば、インカムの一部はキャピタルゲインに転換され、債券はその時点のレートに従って時価評価されます。

投資家にとっての疑問は、現在の金利水準が、今後数年間に予想される平均キャッシュレートを上回る超過リターンを獲得するのに十分魅力的かどうかということです。というのも、現在の市場にはマイナスのタームプレミアムがかなり存在し、金利を受け取るだけでそれを克服することは、すべての市場で実現可能とは限らないからです。端的に言えば、世界の金融政策の軸足は、過剰なキャピタルゲインを生み出すために長期金利の低下を期待するよりも、長期債のリターンを魅力的なものにするためにキャッシュレートを低下させることにあります。

---

先進国および新興国のほとんどのソブリン債市場では、債券を保有することによるリスクフリーキャップレートに対する超過リターンは、金利の期間構造（タームストラクチャー）に依存します。期間構造の実際的水準と期間構造の変化の両方が重要です。債券が現金を上回るリターンを得るには、期間構造が大幅にプラスになる、つまりイールドカーブがスティープになる必要があります。言い換えれば、金利が高いときに債券の魅力を判断するには、実質オーバーナイト金利の中立的な水準、今後5年以上のインフレ予想水準、市場が求めるタームプレミアムを見極める必要があります。

米国の債券市場を評価すると、中立的なフェデラル・ファンド・レート、いわゆる $r^*$ は、パンデミック前よりも高くなっていると思われます。それは0.5%から1.0%の間と推定しています。インフレ率は2%から2.5%に低下し、かなり安定的に推移すると予想し、需給の不均衡が大いことから、タームプレミアムは1.0%から1.5%になると予想しています。このことから、米10年債利回りのレンジは3.5~5%となります。他の市場についても同様の評価を行っていますが、ブラジルやメキシコなど一部の市場を除けば、結果は同じです。現在の金利水準は予想レンジの中間にあり、超過リターンの主な投資機会は、金利の絶対水準よりもむしろ、タームプレミアムによるものだと考えています。

その結果、ブラジル、メキシコ、コロンビアのような一部のEM諸国をアウトライイト取引でオーバーウェイト・ポジションとする一方、その他の大半の市場ではタームプレミアムの潜在的変化を抽出することに注力しています。

---

### **Q：3つの経済シナリオ（ハードランディング、ソフトランディング、ノーランディング）が為替市場に与える影響は？**

昨年秋の高値から下落したとはいえ、米ドルは実質実効ベースで50年ぶりの高水準近辺になっています。長期的にドル安をもたらすいくつかの循環的・構造的な力学があり、長期平均への単純な平均回帰によってドルは大幅に下落する可能性があります。

金融政策の観点からは、相対的な政策の差異も重要ですが、米国の金融政策の絶対的な方向性の方がより重要であり、金融政策の引締めという点ではピークに達していると考えています。財政政策の緩和もまた、米ドルの循環的な足かせになると考えられます。

構造的には、ドルの高いバリュエーションだけでなく、高い保有水準から、私たちはスタートしています。世界の機関投資家の大半は米ドル資産をオーバーウェイトしています。加えて、脱グローバル化と脱炭素化は、長期的には米ドル需要を減少させる可能性があります。

可能性のある経済結果のうち、インフレ率が低下し、2~3%程度にとどまる世界的なソフトランディングは、依然として私たちの中心となる予想です。このシナリオでは、米連邦準備制度理事会（FRB）が景気後退なしに金利を中立金利まで正常化できるため、ドル安が進む可能性が高くなっています。リスク資産が大きく調整されることはないでしょうから、ドル安も整然と進むでしょう。このようなシナリオでは、引き続きEM通貨をDM通貨より選好します。

その他のシナリオでは、米ドルの見通しはまちまちになるでしょう。ハードランディング、リスクオフのシナリオでは、大幅なドル高は期待できないでしょう。むしろ、3月のシリコンバレー銀行のエピソードに類似したドル高が予想されますが、これは長期的な動きではなくポジションのアンワウンドに伴うものです。EM通貨は調達通貨に対してアンダーパフォームになると予想されます。現時点ではドルが主要な調達通貨ではないため、ハードランディングのシナリオがドルに与える影響は、過去の同様の時期に比べれば弱まるでしょう。

ノーランディング・シナリオでは、米金利はより長期に、より高くなり、長期金利も上昇する可能性があります。市場が調整するにつれ、一時的なドル高が見られるかもしれませんが、これも大幅なドル高にはならないでしょう。

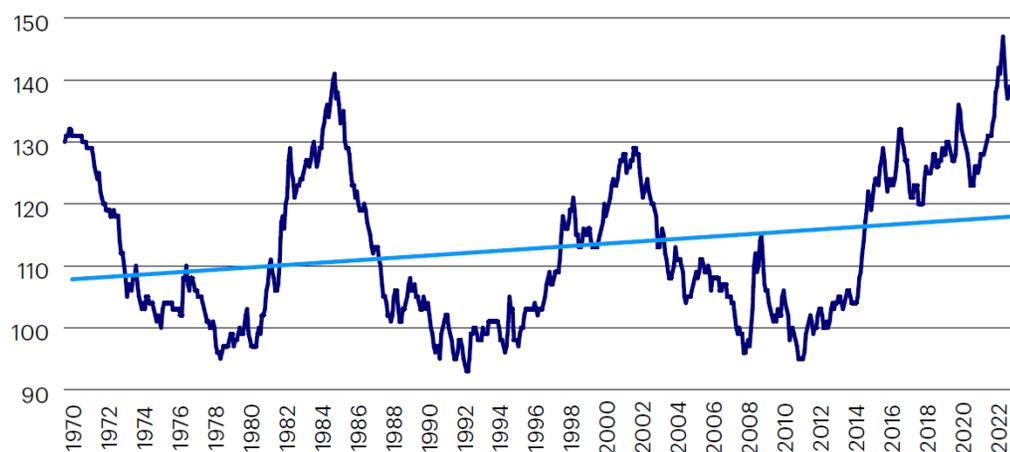
**Q：米ドル安が予想される中、マクロ経済的な見方は為替エクスポージャーのスタンスにどのような影響を与えますか？EM通貨対米ドルに注目しているのか、それとも主にDM通貨に注目しているでしょうか？**

当チームの現在の通貨スタンスは、経済成長は底堅く、6か月から12か月の投資期間において景気後退のリスクは低いという基本的な見方に基づいています。インフレ率が中央銀行の目標値をやや上回る水準まで低下していることから、世界の金融政策サイクルはピークを迎えていると考えています。

したがって、当チームの投資テーマは、EM諸国とDM諸国の通貨間の実質金利差を抽出することに重点を置いています。現在、EM諸国の実質政策金利は、DM諸国よりも速いペースでディスインフレーションが進行しているため上昇しています。今後6～12か月で、EM諸国の実質政策金利はDM諸国のそれに収斂すると予想されます。その時点で、当チームの焦点はDM通貨に移るでしょう。

そのため、米ドル対高利回り（および高実質利回り）通貨のアンダーウエイトを維持する一方、米ドル対低利回り通貨（中国人民元や台湾ドルなど）のロングを維持しています。

**図1：米ドルの実質実効為替レート - 指数とトレンド線**



出所：Bank of America。2023年7月31日時点。

**Q：このようなマクロ経済的背景を踏まえて、世界のクレジットについてどのようにお考えですか？**

単にバリュエーションの観点からは、クレジットのアンダーウエイトを選好します。米国経済のリスクに総じてエクスポージャーがあるクレジット資産はかなりの割高感がありますが、これは魅力的な利回りと経済的ストレスが欠如する中でクレジットが買われているからだと考えています。しかし、これらの資産は、前述の2種類のテール・イベント（金利の高止まりまたはハードランディング）に対して脆弱であり、バリュエーション上の根拠がないことを考慮すると、アンダーウエイトを選好します。

**Q：ここ数年、米ドル高とともにグローバル投資は敬遠されてきましたが、グローバル債券市場は平均回帰する傾向があります。債券全体の資産配分の中で、投資家はグローバル投資をどのように考えるべきでしょうか？**

私たちは、グローバル債券をコア債券配分と見なしています。市場サイクル全体では、米国以外の債券への配分は20%が最適な組み合わせとなっていますが、米ドル動向における長期サイクルを考慮すると、5%から30%の間で変化させる、よりダイナミックな資産配分が適切であると考えています。

ドル高による米国を除く海外資産の長期にわたるアンダーパフォーマンスと、前述した経済、景気循環、バリュエーションの背景を考え合わせると、現在、このレンジの上限近くでアロケーションを行うべきとの強い主張があると考えています。

---

## 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す。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下さい。【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