

パブリック債券

2024年春の5つの投資テーマ

INSIGHTS

米連邦準備制度理事会 (FRB) は、利下げ開始を織り込む債券市場をけん制する姿勢を後退させ、2024年3月の議会証言でパウエルFRB議長は「今年のある時点から利下げを始めるのが適切になる」という見解を示し、利下げの時期と頻度、幅が市場の焦点となっています。また、欧州中央銀行 (ECB) は、政策金利を高めで維持する効果を見極める姿勢を維持しつつも、3月に開催されたECBウォッチャー向けのコンファレンスで、6月の利下げ開始を示唆しました。欧州発の軟調な経済データを見る限り、ECBがFRBに先んじて利下げを実行する可能性は相応に高いものと想定されます。視点をアジアに転じると、中国では、不動産業の不振が金融政策で対処できる範疇を超えて一段と深刻化しており、国内需要の脆弱さを輸出で賄おうとする中国発のデフレの輸出が世界経済に与える影響が懸念されます。一方、日本では、株価が最高値を更新し、2024年 (令和6年) の春闘の「第1回答答集計」では33年ぶりとなる5%超の賃上げ率が示され、日本銀行は波乱なくマイナス金利解除、イールドカーブ・コントロール (YCC) 撤廃に成功し、これまでの異次元な金融政策を普通の金融政策に修正し、短期金利を操作目標に据えました。

2024年春のベアリングスの5つのインサイトでは、各国で予想される金融政策の経路を探りつつ、それらの市場への影響および今後の展開を展望しながら、グローバル債券投資戦略の5つの柱をお示しいたします。



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



菅原 崇博、CFA
ベアリングス・ジャパン株式会社
運用本部 先進国ソブリン債券チーム

① 金融政策の転換：各国の道のりは違えど

米欧の物価上昇率が減速しており、金融引き締め効果は顕在化してきています。物価の安定が続けば、これ以上の金融引き締めは不要となり、金融引き締めを解除し、利下げの実行が視野に入りますが、各国の状況を鑑みると利下げに至る道のりは共通ではないようです。

米国ではコロナ禍後の景気回復を支えた積極的な財政出動の余熱が残るのに対し、財政支援の乏しかった欧州では景気回復の足取りは弱く、頼みにしていた中国向けの輸出も停滞気味です。その中国では、不動産市況の低迷に拍車がかかっており、かつての日本のような長期デフレが懸念されています。

このような状況下での各国の金利操作のあり方を展望すると、①米国では物価の落ち着き度合いに応じた調整利下げ、②欧州では景気の底割れを防ぐべく、米国よりは大幅な利下げ、③中国ではデフレスパイラル突入を防止する大胆な利下げ、がそれぞれの国で予想されます。

債券市場全般の方向性は金利低下という流れになると見られます。その中で国や市場を選別する基準は、中国経済への依存度の高さ、高い金利が経済に浸透するスピードを参照し、2024年は世界的に選挙の年であることから、財政規律の緩み易さにも配慮が必要になります。豪州、ユーロ圏を中心にした国別配分を基本に据え、金利低下へのリスクテイクを継続するのが得策であると考えます。

② 物価安定の確度はまちまち：下落スピードを測る

一般に金融政策の効果が発揮されるには一定の時間の経過（タイムラグ）が必要とされています。2024年は、2021年後半から2022年にかけて開始された各国の金融引き締め効果が発揮される時間帯になっていくものと見られます。サプライチェーンの再構築、コロナ禍後の労働市場のひっ迫の解消、エネルギー価格の安定など物価安定の確度を高める供給側の要因は正常化していくなか、供給されるモノやサービスに対する需要の強弱が物価の決定要因として重要になります。

金融政策の効果が顕在化しているなか、中央銀行にとってリスクの一つは引き締め過ぎの状態を放置し、需要を過度に抑制し、景気後退を招くことです。需要の急速な変化を見定めるべく、物価変動の足もとでの変化の勢い（モメンタム）に注目します。中央銀行の政策運営の目安となる物価目標は、一般的には前年比での物価上昇率とされます。我々は6ヶ月前比、3ヶ月前比、前月比と詳細に見て、政策当局者の抱く引き締め過ぎのリスクを察知してまいります。

引き締め過ぎが懸念される国（現状では豪州やユーロ圏）の債券を強気にみる一方、インフレ上昇の勢いが残る国（現状では米国）では実質の利回りに着目し、物価連動国債への分散投資を施した保守的な配分が有効な戦略になると考えます。

③ スティープ化の再来：Make Yield Curves Steep Again

米国大統領選挙を秋に控え、米国での党派対立は深刻さを増しています。暫定予算の期限間近の議会の混乱、財政破綻のリスクの増大が年中行事となってきました。バイデン政権の看板政策は、国内投資を活発化させる産業政策と中間層への所得分配を厚くする政府支出であり、共和党は減税の期限延長に力を入れています。財政赤字縮小への道筋を描きにくい状況は続き、債券投資家の財政リスクプレミアムへの要求は高まり、イールドカーブにはスティープ化の圧力がかかるものと予想されます。

欧州も米国の動きに翻弄され、自国産業の保護や地政学的懸念を背景とした防衛費の増大に伴う政府予算の膨張が懸念されます。中国では不動産市場の崩壊に苦しむ消費者の救済、地方政府の財務健全化などの諸問題の解決へ向け、中央政府による資金拠出により財政赤字の拡大リスクが存在します。

財政規律の弛緩、政府支出の肥大化への懸念に対して債券市場がスティープ化で反応するリスクに警戒すべき国はどこかを見極めることが重要になると考えます。

④ デフレを輸出する中国：収支悪化は習氏が原因

中国国家外貨管理局が公表した2023年の国際収支によると、外資企業の中国投資は30年ぶりの低水準に落ち込んだようです。2023年7-9月期では四半期ベースで直接投資は流出超の状態にまで至りました。習近平氏が権威主義的な

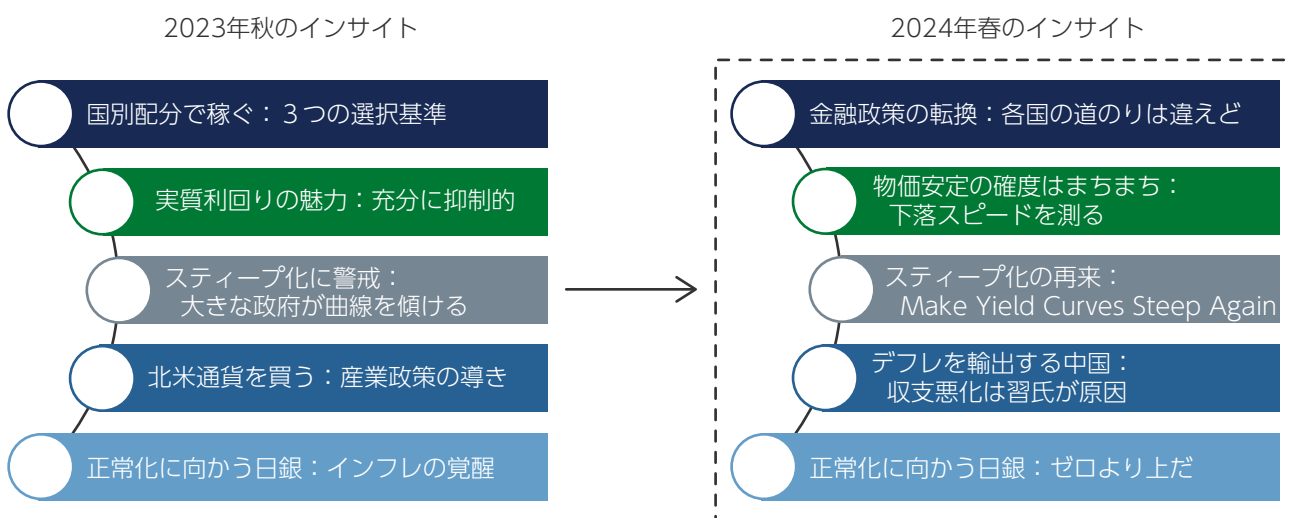
支配体制確立を目指し、スパイ摘発など国家安全を一段と重視するようになったことが外資企業の撤退や新規投資の手控えにつながったと考えられます。

貿易収支を見ると、2023年でも黒字は確保していますが、輸入額、輸出額のいずれも前年比で大きく減少し、中国経済のデカップリングの進展が見て取れます。ハイテク製品の国内の流入に制限が加えられていることもあり、品質よりは価格で訴求できる汎用品を海外に輸出することに活路を求めていくことが予想されます。不動産不況から国内経済がデフレ的な環境にあることを鑑みると、中国発のデフレ輸出が先進国経済に浸透することも予想されます。人民元安が更に進行すれば、中国発のデフレ圧力が世界景気の重しとなることが予想されます。

⑤ 正常化に向かう日銀：ゼロより上だ

マイナス金利政策を撤廃し、無担保コールレート・オーバーナイト物を 0.0~0.1%の間で操作する新たな政策を、「それをゼロ金利政策と呼ぼうとは考えて」いないとした植田日銀総裁の真意は、利上げの終着点はゼロより上だ、ということに尽きると考えます。日本経済を再びデフレスパイラルに陥れることはしないという植田総裁の強い思いも垣間見えました。

一方、植田総裁は、今後の金融政策の運営は慎重に進めるとも発言しています。もっとも、これからは普通の金融政策に戻るということであれば、データ次第では追加利上げの思惑も高まることが予想されます。今後、日本の中立金利水準はどれくらいなのか、等の議論も煮詰まり、最終的にどこまで日銀は利上げするのかに市場の焦点が集まりそうです。一方、金融政策の変更がもたらす構造変化には限界があり、急速な引き締めで日本経済が耐え得るか疑問が残ります。マイナスやゼロよりプラスの水準で金利が推移する世界に日本が復帰することで、一定の円高の進展、国内金利の上昇が予想されますが、その動きには一定の限度があることを念頭に置き、市場の思惑が一方向に傾き、急速な円高、金利上昇が進行した場合は買い場と見る逆張りの発想が有効になる局面が想定されます。



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 京橋エドプラン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。

3474689