

2021年春の5つの投資テーマ



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

2020年春の世界的なコロナ禍の拡大による先の見えない状況から1年が経ち、ワクチン接種の進展や米国の大規模財政出動への期待から希望の春を迎えている2021年。コロナ後の日常を先取りしようと揺れ動く市場と、景気回復の証拠を慎重に見極めたい中央銀行との神経戦は、2021年を通じ金融市場のテーマになるものと予想されます。

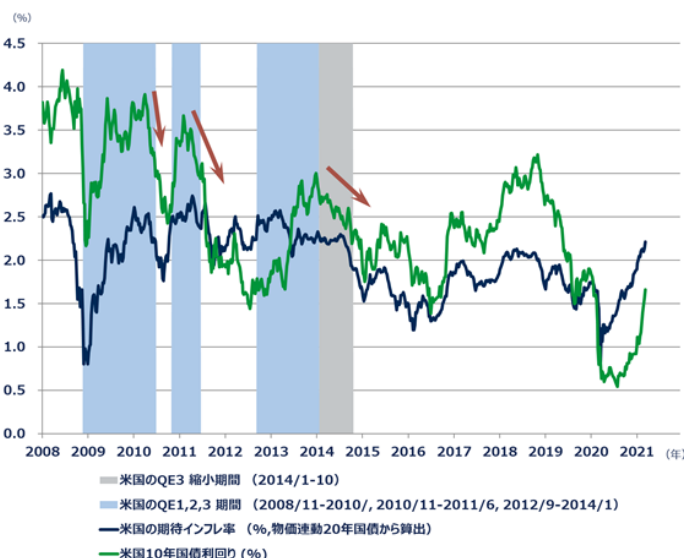
その中で、米国の量的緩和の手仕舞い（テーパリング）に向けた道筋がどのように示されるかは大きなテーマとなります。量的緩和を実行している各国中央銀行の共通の悩みは、①債券市場や株式市場の波乱を起こすことなく、②量的緩和から脱却し金融政策の正常化を行い、③中央銀行として独立した政策遂行に移行する、これら3つを同時に進めていくことは極めて困難であるという事実です。2013年のバーナンキ・ショックと呼ばれる金融市場の混乱は記憶に新しいところです。このような困難な状況を弊社では中央銀行のトリレンマと呼んでいます。

中央銀行のトリレンマ (以下の3つの命題を同時に達成するのは困難)



米国の中央銀行が参考していると言われている2014年の量的緩和（QE3）の解除局面での債券市場の動きを見てみると、量的緩和の解除＝債券の買入減少＝債券需給悪化による長期金利上昇、という直感的な理解とは逆に、長期金利は低下していることがわかります。また、2010年、2011年のそれぞれの量的緩和（QE1、QE2）の解除以降も、長期金利や

物価連動国債が織り込む期待インフレ率もそれぞれ低下していたことが見て取れます。量的緩和という政策自体が長期金利や期待インフレ率を押し上げる政策であることに対して、量的緩和の解除や縮小は、長期金利や期待インフレ率の押し上げ効果の解除・縮小に他ならず、その後の長期金利の低下につながったものと考えることが出来ます。2021年春の5つのベアリングス・インサイトでは、市場と中央銀行のせめぎ合いやコロナ後の世界景気の潮流、各国の政策の変化および帰結を展望し、グローバル債券投資戦略の5つの柱をお示ししたいと思います。



① 波乱の春の注目点：物価、財政、中央銀行

2021年度上期は昨年のコロナショックとの比較で、前年比ベースの景気指標の急改善が見込まれます。更に、米国の大規模財政出動への思惑やコロナ後の経済再開への期待感等が債券市場の波乱材料となると見られます。債券投資の観点では、**物価基調や各国の財政状況、中央銀行の長期金利抑制に対する真剣度合いを総合的に考慮すると、ユーロ圏や日本、オーストラリア、ニュージーランドが債券投資の有望国として浮かびます。**また、これらの国は、量的緩和の維持を表明し**市場のインフレ期待の押し上げを図っており、物価連動国債の投資妙味が高まる展開も予想されます。**

② 2つのテーパリング：買い場は夏場？

景気回復期待は緩和的な金融政策の巻き戻し（テーパリング）を市場に想起させる一方で、経済の正常化が近付けば、失業補償の停止や企業および富裕層への増税などの危機対応の財政出動の巻き戻しも視野に入ってきます。米国の経験では、過去の量的緩和の巻き戻しは長期金利低下を主導することになりました。2つ（金融、財政）のテーパリングが意識される国では、長期金利および期待インフレ率のピークアウトや低下も予想されます。ワクチン接種の進展が進み、財政支出から歳入確保へ政策の軸足が移ることが予想される夏場にかけて、米国やカナダ、英国の国債市場でのフラット化進展が予想され、超長期ゾーンの債券の買い場到来との見方が強まる可能性があると考えています。

③ ラダーを組む：中央銀行の投錨ポイント

中央銀行の次の動きを探る思惑で長期ゾーンの債券価格は振れやすいものの、オーストラリアやニュージーランドでは、短期～中期の金利は中央銀行の資産買い入れおよびフォワード・ガイダンスによって一定の安定化措置が図られています。これらの国の債券市場では、短期～中期の安定ゾーンに相対的な利回り魅力の残る地方債を中心にラダー・ポートフォリオを組み、安定収益の確保を図る方針とし、夏場以降に予想される長期債および超長期債の投資拡大の機会を慎重に窺う戦略を取ります。

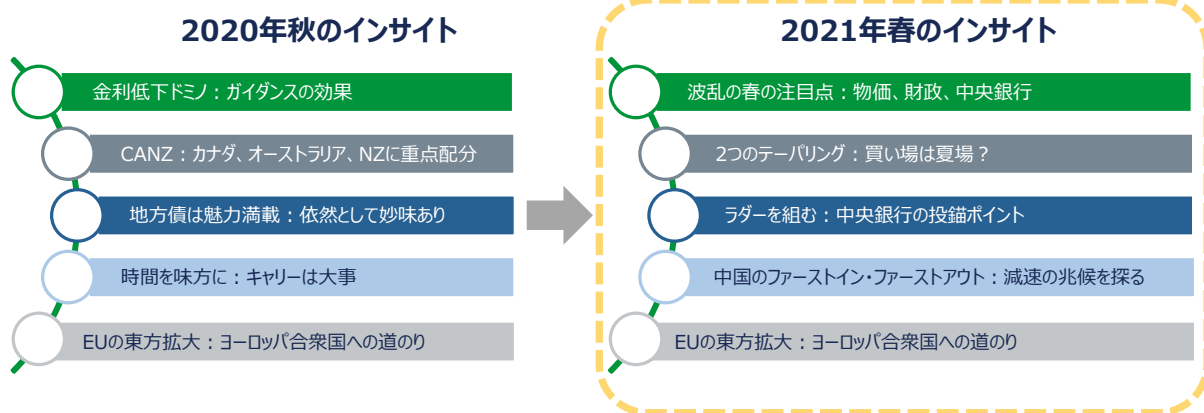
④ 中国のファーストイン・ファーストアウト：減速の兆候を探る

ワクチン接種の進展を背景に、米国およびワクチン接種が進展した国における危機からの経済正常化が視野に入る一方、昨年の段階でコロナ抑制に成功し、コロナ禍をいち早く脱した中国の景気回復の持続性が注目されます。つまり、早めに危機を脱した中国が、その分早めにピークアウトを迎えてしまうのかに注目です。中国景気の先行指標に着目し、減速の兆候が見られれば日本やオーストラリア、ニュージーランド、東南アジアの景気の先行きにも暗雲が立ち込めることから、債券投資の観点ではこれらの地域にリスクテイクの機会が生じると予想します。

⑤ EUの東方拡大：ヨーロッパ合衆国への道のり

2021年は欧州復興基金の本格稼働の年となります。当面の財源としては欧州連合（EU）が発行する債券が充てられる模様ですが、EU共通税等が財源として確立すれば基金の位置付けが発展していく可能性もあり、EU財政統合の機運を一段と高めるものと予想します。

欧州中央銀行の長期金利抑制姿勢が明確なことやEU財政統合の機運の高まりは、引き続きイタリアやスペインといったユーロ圏周縁国債券の支援材料になるものと予想します。ユーロ圏周縁国の金利低下はEU財政統合への期待の高まりとともに、東欧のユーロ非加盟国の債券市場の追い風になるものと予想します。ポーランドやチェコ、ルーマニアなどの東欧新興国債券にも引き続き投資妙味があるものと見ています。



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
FAX：03-4565-1047
www.baring.com

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。

Date Complied（東京）：2021年4月2日
Ref No. M20212Q04