

パブリック債券

2023年春の5つの投資テーマ

INSIGHTS

米連邦準備制度理事会 (FRB) が政策金利を5%に引き上げることを市場が織り込み始めた矢先に、米欧で金融システム不安を惹起するイベントが起きました。FRBは景気減速への懸念を認識しつつも、引き締めが足りずにインフレ抑制に失敗するケースと、引き締め過ぎて景気後退に至るリスクのトレードオフを念頭に政策運営を行ってきましたが、金融システム不安への対処という新たな難題に直面し始めました。

新興国では、中国のゼロコロナ政策解除後の経済活動再開が景気の下支えとなることが予想されますが、習一強体制への警戒もあり、国内不動産の不振や米中対立といった内憂外患が、国営企業中心の経済発展に影響を及ぼす懸念が根強く残存します。

2023年春のベアリングスの5つのインサイトでは、大きな転換点を迎つつある先進国の金融政策や、ポストコロナの世界経済の構造変化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 悩めるパウエル利上げを止める：見過ごせない亀裂

3月の米銀破綻を金融システムに生じた見過ごせない亀裂として、FRBは注意深く見つめている模様です。これまでFRBは景気後退回避とインフレ退治の両立できない課題のうち、インフレ退治に優先的に取り組んできました。この姿勢に各国中銀も追随し、2022年は世界的な金利上昇を招きました。この金利上昇が金融システムに亀裂を生んだ原因となり、現在、景気後退回避、インフレ退治に加え、金融システムの安定確保という3つの課題にFRBは直面しています。

新たな課題である金融システムの安定確保については、金融システムの根幹を司る中央銀行として失敗は許されないものと考えられるでしょう。金融システムに生じた亀裂を放置すれば、経済全体に亀裂が拡大していく最悪シナリオに至る展開も想定されます。連鎖的な混乱と金融システムの機能低下を回避すべく、FRBは各国中銀と連携して流動性の供与を積極化し、利上げは早晚停止され、2023年後半の利下げが実行されていくものと予想します。債券投資の逆風は止み、追い風が強まっていくものと見込まれます。

② ディスインフレ・プロセスの開始：債券の復権

2月の米連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見で、パウエルFRB議長はディスインフレのプロセスが始まったと連呼、債券市場は大いに沸き立ちました。その後、公表された米国の雇用、消費、物価に関する指標がいずれも市場予想を大きく上回ったことで、ディスインフレの話題は雲散霧消したかに思えましたが、足元の米欧の金融システム不安の台頭は实体经济に大きなデフレ圧力として作用します。パウエルFRB議長がディスインフレ・プロセスに再度言及する日が到来する日も遠くないものと予想します。ディスインフレ局面がデフレ局面に移行する様相を見せ始めれば、国債を中心とした安全資産への需要が高まることが予想されます。各国の国債金利は2022年に相応の金利上昇を経験しており、マネーの滞留先としての投資魅力は十分です。2023年上期は「債券の復権」がキーワードになると思われます。

③ インフレ目標形骸化リスクを織り込む：スティッキーさが招くスティープ化

金融システム不安>インフレ懸念の構図の中では、中央銀行のインフレ目標が棚上げされるリスクが意識されます。一時的に中央銀行がインフレ目標数値を引き上げる可能性も排除できません。一方、金融システム不安への対処には、中央銀行と政府の緊密な連携が必要です。金融システムが抱える不均衡を政府部門が肩代わりすれば、政府債務の持続性への懸念が高まります。加えて、ポストコロナの経済回復軌道を維持したい政府側の財政規律弛緩への誘惑は強まりそうです。米国では2024年の大統領選挙、中国では3期目の習体制の足場固め、日欧は防衛費拡張など、それぞれの事情によって財政規律の弛緩を生むリスクが存在します。

粘着的なインフレへの金融政策の限界が意識されれば、財政支出による所得サポートへの期待が増していきます。インフレ目標の形骸化への懸念に加え、財政規律の弛緩に対するリスクプレミアムを債券市場は利回り曲線のスティープ化として織り込んでいく可能性があります。インフレ連動国債への投資がこうしたリスクに対する緩衝材として期待されます。また、2023年上期の債券投資国の選別には財政健全性が重視されると考えます。

④ 資本はメキシコを目指す：サプライチェーンの再構築

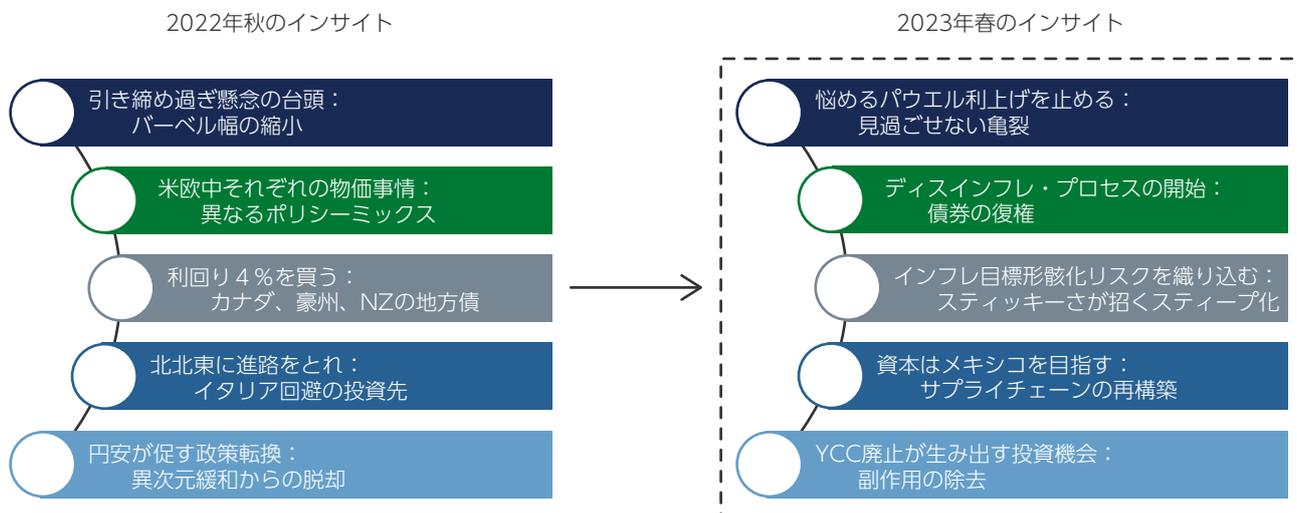
バイデン米政権の打ち出す米国の競争力向上策の狙いは、脱中国のサプライチェーンの再構築や北米内の生産促進にあると見られます。今後の自動車産業の中心となる電気自動車（EV）の製造販売については、EVやEVの主要部品である電池の生産がカナダ、メキシコを含めた北米で行われることに多額の補助金、インセンティブが与えられています。日本や欧州の有力自動車メーカーがメキシコでのEV生産工場の建設を表明しており、メキシコでの機械設備投資は大きく増加しています。

コロナ禍、ロシアのウクライナ侵攻でサプライチェーンの混乱や燃料コストの上昇といったリスクが浮き彫りとなり、消費地に地理的、政治的に近い国を中心とした生産体制の見直しが進んでいます。世界最大の消費地であるアメリカとの近さという観点から、資本が北米、特にメキシコへと向かう流れが展望できます。メキシコ・ペソは2023年の最も有望な通貨と見ています。

⑤ YCC廃止が生み出す投資機会：副作用の除去

新体制下の日銀では黒田日銀の10年に及び異次元緩和の総点検がなされ、効果が乏しく、副作用の強い政策手段の修正が行われる見通しです。イールドカーブ・コントロール政策（YCC）は修正候補のリストの筆頭にあるものと予想されます。異次元緩和によって10年金利を抑制し続けた副作用は、過度な円安および10年超の日本国債利回り曲線のスティープ化に表れています。YCCの修正ないしは撤廃が現実味を帯びれば、これらの副作用の軽減が想定され、円高や10年超の利回り曲線のフラット化が進行していくものと見ています。

ただし、YCCの修正ないしは撤廃が、直ちに急速な円高や国内金利の急上昇をもたらすかは疑問です。効果の乏しい政策を長期間取り続けた代償は日本の競争力や成長期待の低下につながっており、YCC撤廃後の円や国内金利の上昇余地にも限界があり、急速な円高および国内金利の一方的な上昇等の過剰反応が生じた場合に大きな投資機会が生じるものと見ております。



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。

2806204