



パブリック債券

## 2023年秋の5つの投資テーマ

INSIGHTS

米連邦準備制度理事会 (FRB) は、2023年9月の政策決定会合で政策金利の据え置きを決めました。年内にもう一度利上げがあるかどうかはデータ次第であるとしながらも、現状の金利は景気を抑制する水準に達しているとの判断を示し、今後は、どこまで追加利上げするのかよりも、現在の抑制的な高金利をいつまで維持するのかが焦点になってくると見られます。欧州中央銀行 (ECB) も、政策金利の引上げよりもその維持の方が重要度が高いとの見方を示唆し、米欧いずれも中央銀行の政策運営の局面変化が印象付けられる状況に至っています。

一部の新興国では、チリやポーランドが利下げに踏み切り、先進国よりも早く金融緩和局面に移行し始めました。中国では、不動産業の不振がかつての日本のバブル崩壊を彷彿とさせ、中国依存の強いドイツの製造業の不振にまで影響が及んでいます。

2023年秋のベアリングスの5つのインサイトでは、これまでの積極的な連続利上げから持久戦に移行した先進国の金融政策や、米中対立が招くグローバル経済の構造変化など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

## ① 国別配分で稼ぐ：3つの選択基準

米欧の金利は既に景気抑制的な水準に到達したものの、海外中銀はインフレ退治の手を緩める素振りは見せていません。先行きのヒントを探る市場に手がかりを与えず、パウエルFRB議長は「曇り空の下で星を頼りに航海」と、先行きの不透明さに言及している状況です。

このような中では、「曇り空」から少しでも晴れ間の見える市場に資金を動かし、確実に収益を獲得していく戦略が有効です。債券市場全般の方向性よりも、どの国の債券市場が有望なのかに重点を置いた国別配分に重点を置き、投資戦略を進めて参ります。

国や市場を選別する基準は、①景気減速の度合いを見極めるべく、**中国経済への依存度の高さ**、②これまでの累積的な金融引き締め効果を見極めるべく、**高い金利が経済に浸透するスピード**、③サービス価格の高止まりの影響を見極めるべく、**物価指数全体に占めるサービスの大きさ**、の3つの基準で債券投資に相応しい国を選択して参ります。現状では**豪州**や**ニュージーランド**が挙げられ、これらに**ユーロ圏諸国**が続いている状況です。

## ② 実質利回りの魅力：十分に抑制的

「曇り空の下で星を頼りに航海」していくパウエルFRB議長を筆頭に、これまでFRBが頼りにしていた星、それは自然利子率という景気を熱しも冷ましもしない中立的な金利水準の目安とされるものでした。自然利子率よりも政策金利を高くすれば引き締め、低くすれば景気刺激的というのが政策決定の指針、中央銀行が頼りにする星でした。

現在の5%を超える米国の政策金利は、FRBが長期的に考える自然利子率の水準である2.5%を大きく上回ります。サプライチェーンの再構築や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「曇り空」に立ち込める暗雲が解消されていけば、金利水準は自然利子率の水準へ低下していくものと考えます。この自然利子率からインフレ率を差し引いた実質利回りで見ると現在の金利水準が歴史的な高水準であり、相当に景気抑制的であることが鮮明に見て取れます。インフレの動向に不確実性が残る中、実質の利回りに着目し、**長期の物価連動国債**への投資が有効な戦略になると考えます。

## ③ スティープ化に警戒：大きな政府が曲線を傾ける

2024年は米国大統領選挙の年。既に2024年に向けて米国の産業政策が開始されており、米国内での設備投資に政府からの補助金が支給されています。必然的に欧州、日本も巻き込まれ、産業誘致に政府支出が割り当てられ政府予算の膨張が懸念されます。また、これまでの引き締めの金融政策が景気を抑制する効果を拡張的な財政政策で和らげる政治的な誘因は強そうです。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。

9月に金融緩和に転換したポーランドでは、0.75%の大幅な利下げが拙速なインフレ退治からの撤退と捉えられ、インフレ目標の形骸化や財政規律の弛緩に対するリスクプレミアムを債券市場が織り込み、利回り曲線はスティープ化しました。大きな政府および中央銀行の信頼への懸念、これら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し、金融緩和への転換が近づくにつれ債券の満期構成を短中期に厚めにし、スティープ化に準備すべき国も存在することを認識しておく必要があると考えます。

## ④ 北米通貨を買う：産業政策の導き

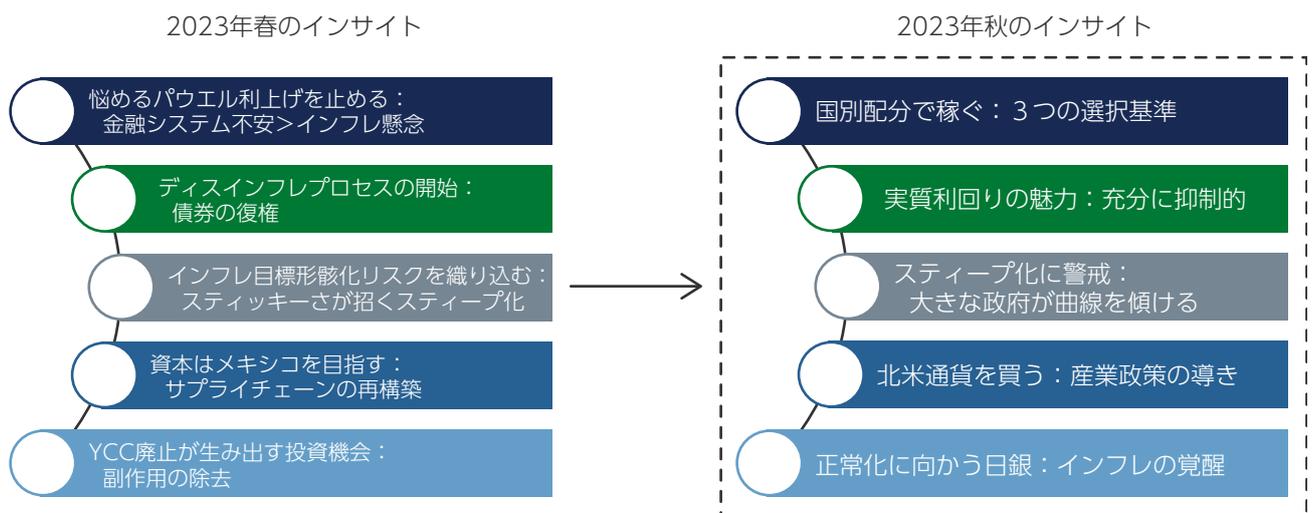
バイデン米政権の打ち出す米国の競争力向上策の狙いは、脱中国のサプライチェーンの再構築および北米内の生産促進にあると見られます。今後の自動車産業の中心となる電気自動車（EV）の製造販売については、EVやEVの主要部品である電池の生産がカナダやメキシコを含めた北米で行われることに多額の補助金、インセンティブが与えられています。日本や欧州の有力自動車メーカーがメキシコでのEV生産工場の建設を表明しており、メキシコでの機械設備投資は大きく増加しています。

北米圏の通貨は金利差を追い風に上昇傾向にありましたが、バイデン米政権による北米生産回復の動きは北米通貨の一段の押し上げ要因になるものと見られます。地政学リスクの台頭や燃料コストの上昇といった要因も引き続き、消費地に地理的および政治的に近い国を中心とした生産体制の構築を後押しします。世界最大の消費地であるアメリカとの近さに着目した資本の流れが北米通貨の下支えとなる展開を予想します。

### ⑤ 正常化に向かう日銀：インフレの覚醒

日本の8月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数）は前年同月比で3.1%上昇し、12ヶ月連続で前年同月比で3%以上の上昇が続いています。前年同月比で上昇した品目の割合は85%を超えており、日々の生活でもインフレの覚醒を実感しています。日本銀行は輸入物価の下落に期待を寄せ、年度後半の物価の落ち着きを展望しているようですが、円安や原油高などの不確定要素は多く、予断を許さない状況です。

イールドカーブコントロール（YCC）の撤廃、マイナス金利政策の解除などの異次元緩和策から引き締め方向への転換が物価の抑制には必要ですが、日本銀行は賃金上昇の流れがさらにもう一年定着してから動きたいようです。物価上昇に対して、日本銀行が確信犯的に後手に回るようなら、更なる円安進行、日本国債の利回り上昇を通じて市場が日本銀行の政策転換を催促する展開を予想します。



## 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。

3142885