

インベスコ・フィクスト・インカム

2024年1月31日

Turgut Kisinbay

Chief US Economist

James Ong

Senior Portfolio Manager

IN THIS ISSUE:

1. 米国 マクロ見通し:
2024年の利下げと回復力
Page 01
2. 金利見通し
Page 13
3. 為替見通し
Page 15
4. グローバル・クレジット・アウトlook:
2024年の収益機会を支えるポジティブな
ダイナミクス
Page 07
5. ボトムライン:
インフレ率の低下と世界的な金利低下に
より、現地通貨建てエマーシングが有利に
Page 09

米国 マクロ見通し: 2024年の利下げと回復力

インベスコ・フィクスト・インカム (IFI) の投資戦略チームは毎月、経済と市場の見通しを評価し、議論を行っています。当チームは、グローバルの金利、通貨、経済、債券資産クラスのパフォーマンスの見通しを決定するために、世界的な動向と市場の推進力を検討します。今月は、米国経済に関するIFIチーフ・エコノミストであるTurgut Kisinbayの見通しと、金利市場に関するシニア・ポートフォリオ・マネージャーのJames Ongの見解をご紹介します。

IFIの見通し (要旨) :

- 米国のソフトランディングは、今や市場とFRB (連邦準備制度理事会) の基本見通しとなっている。
- ここ数十年で最も積極的な金融引き締めは終わった。2024年は米国と世界的な利下げの年である。
- IFIの成長予測に対する主な調整は、より弾力的なものである。以前は米国の成長が小幅に減速すると予想していたが、米国経済は大きく減速していない。2024年前半のGDP成長率は潜在成長率を下回ると予想されるが、かろうじて下回る程度である。
- 労働市場は冷え込んでいく-この部分の見通しは前回の経済減速ストーリーのままである。
- 金融情勢は緩和しており、景気後退懸念が和らいでいる。ソフトランディングの可能性が高まるにつれ、金融情勢はさらに軟化するだろう。そのため、FRBの利下げ回数は制限されるだろう。
- FRBは5月に利下げを開始し、2024年に3~4回の利下げを実施すると予想する。
- 市場はFRBの利下げスタンスについて、IFIの基本的見解が示唆するよりも積極的であることを織り込んでいる。従って、米金利については中立とし、市場がFRBの政策見通しをより忍耐強いものとするれば、エクスポージャーの拡大を図る。

2024年の見通し: 米国の成長率見通しを上方修正

米国経済は底堅く、昨年後半に予想したほどには減速していないようです。数四半期にわたって1%前後の成長率に留まると予想していましたが、第4四半期の成長は力強く、見通しを下方修正した要因のいくつかは変化しました。2024年の平均GDP成長率は市場コンセンサスの1.3%に対し2.4%と予想します¹。

インフレ率は前回予想と同水準を維持

サプライチェーンや労働市場の改善、財需要の若干の緩和により、インフレ率は低下を続けています。2024年のコアCPIインフレ率は市場コンセンサスの2.6%に対し2.4%と予想します²。

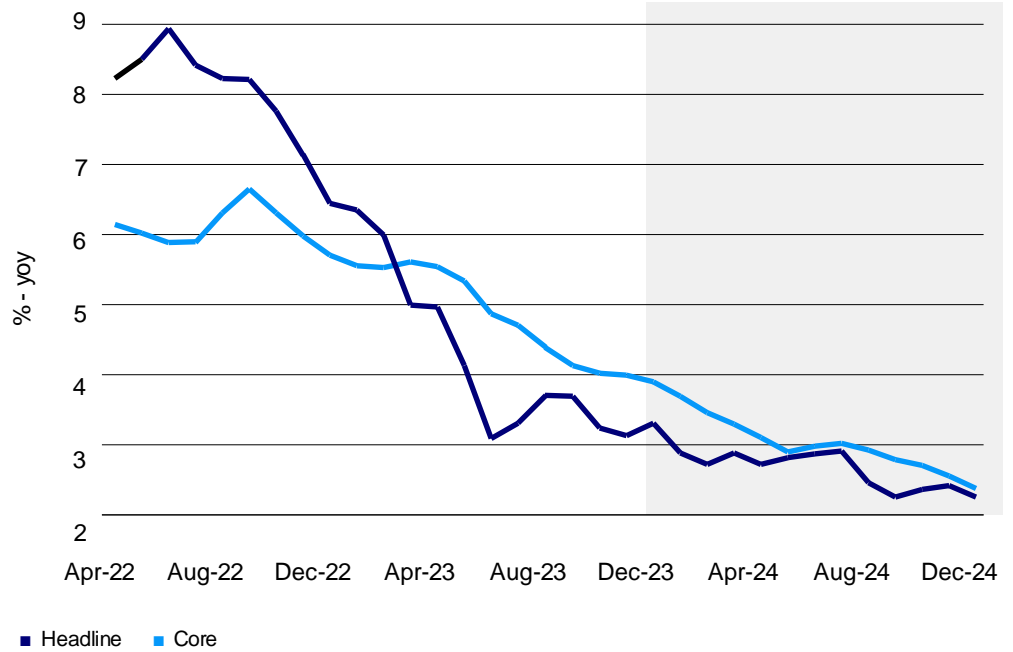
FRBは5月に利下げを開始する可能性

米国経済の回復力、労働市場は軟化しているものの、依然としてタイトな水準であることから、FRBは慎重な姿勢で臨むとされます。FRBは、インフレが物価安定の目標に向かって持続可能な道筋をたどっているとの確信を高めるために引き続きデイスインフレの証拠を集めていくでしょう。FRBが利下げサイクルを開始するには3月は早いと思われますが、5月には利下げが始まる可能性もあると考えます。とはいえ、これは際どい判断であり、データがそのタイミングを左右する可能性が高いです。

1. 出所: Consensus figures from Bloomberg L.P. as of Jan. 25, 2024.

2. 出所: Consensus figures from Bloomberg L.P. as of Jan. 25, 2024.

図1：米消費者物価指数（CPI）インフレ予測



出所：US Bureau of Labor Statistics, Invesco. Data from April 1, 2022 to Dec. 31, 2024. CPI is consumer price inflation.

成長率上方修正の理由

金融環境のタイト化が、昨年後半にIFIが当初の景気減速の見通しを発表した主な要因でした。しかし、インフレデータの改善と12月のFRBのハト派的なスタンスを見せたことにより、金融環境は大幅に緩和され、米国の成長見通しについて再評価を促すことになりました。

2024年はさらに金融緩和が進むと予想します。FRBの引き締めの可能性は2023年の市場と経済の上に吊るされたダモクレスの剣でした。その懸念が後退したことでIFIは利下げを見通すことになりました。失業率が上昇することなくインフレ率は低下し、景気後退リスクも低下しました。金利がピークに達し、景気後退の可能性が低下すれば、アニマルスピリット（野心的な意欲）が高まり、貸し出しや借入れの条件が好転すると見ています。

住宅市場は、金融環境の緩和の影響を示す好例です。高水準の住宅ローン金利は住宅セクターへの信頼感を低下させていましたが、金利が7%以下まで低下したことで急速に回復し、予想されていたよりも早く住宅需要が回復しました。住宅市場の最良のパロメーターである一戸建ての住宅着工件数は増加を続けています。2024年は住宅市場が成長率にプラスに寄与すると予想します。

金利変動に敏感なその他のセクターも2024年のピーク金利とリスク・プレミアムの低下から恩恵を受けるはずと考えます。さらに、その他の逆風も一服するでしょう。学生ローンの返済再開や政府機関閉鎖の可能性など、これまでの懸念はもはや重大なリスクではないように思います。

経済減速の見通しの中に残っているものは？

金融情勢は緩みつつあるとはいえ、まだある程度引き締まった状態にあるとも言えます。短期金利、住宅ローン、その他消費者金利は依然として高い水準にあります。銀行の貸出条件も厳しいままです。こうした状況は改善していくものですが、時間を要するかもしれません。

注目すべき重要な分野は、雇用の伸びの鈍化です。急速な回復局面で十分な雇用を確保できなかった業種、たとえば医療セクターなどは、現在回復しつつあります。しかし、多くのセクターは雇用目標に近づいており、雇用を減らしてきています。新規雇用の減少は所得の伸び悩みを意味します。インフレ率の低下は購買力のバッファーとなりますが、正味では2024年の実質所得の伸びは鈍化すると予想されます。

今後のFED

米国経済は、潜在成長率を上回らないまでも、すでに潜在成長率に近い水準で成長しています。金融情勢はようやく緩和されはじめ、失業率は歴史的な低水準に近づいています。企業は依然として雇用を続けており、解雇による削減をしていないのは明らかです。FRBが忍耐強く対応する必要があるのはこのような環境だと考えます。過去6か月間の良好なインフレ動向を過大に推測することには反対と言わざるを得ません。

FRBは5月に利下げサイクルを開始するのが良いと考えます。そうすることで、FRBはより確信を持って政策を進めることができ、「粘り強い」インフレのリスクを軽減することができるでしょう。2024年の選挙はFRBの大局的な意思決定には影響しないと思われませんが、政策のタイミングには多少影響を与えるかもしれません。FRBは、選挙よりも前に緩和サイクルを開始した方がよいと考えます。そうすれば、FRBが計画している緩和策の一部を実施する時間ができます。IFIは、5月、6月、7月の3回の利下げが適切だと考えます。

金利見通し

短期的には、米国金利市場の参加者は、FRBの政策スタンスが、緩やかなプラス成長を見せるというIFIの経済ベースケースの下で正当化される水準よりも緩和的であることを織り込んでいるようです。とはいえ、市場の価格設定は適切だと考えます。低調な経済データが出た場合、FRBは、現在の金利で問題ないほど良好な経済シナリオよりも積極的な利下げを実施せざるを得なくなる可能性があるからです。

従って、当面の米国金利に対するスタンスは中立とし、よりキャリーの高いグローバルのイールド・カーブを 선호します。今後を展望すると、債券市場の長期的な見通しはここ数年に比べてかなり明るいと思われます。この見通しに沿って、FRBがインフレの進展を見極めながら、利下げサイクルを辛抱強くスタートさせるなど、FRBの政策決定に対するベースケースの予想をより忠実に反映した価格水準で、米国金利へのエクスポージャーを拡大する構えです。

Rob Waldner

Head of IFI Strategy and Macro Research

Gareth Isaac

Head of Multi-Sector Portfolio Management

Yi Hu

Head of Asia Credit Research

Michael Siviter

Senior Portfolio Manager

金利見通し

米国：ニュートラル。 短期的には、米国金利市場は、FRBの政策スタンスが、緩やかなプラス成長というIFIの経済ベース・ケースで正当化されるよりも積極的であることを織り込んでいます。芳しくない経済状況となった場合、より良い経済環境となった場合と比べてFRBはより積極的な利下げを実施せざるを得なくなる可能性があるため、その場合、市場の現在のブラッシングは適切となります。従って、当面の米国金利に対するスタンスは中立とし、より高いキャリアを提供するグローバルなイールド・カーブを選好します。今後を展望すると、債券市場の長期的な見通しは、ここ数年に比べてかなり明るいと思われる。このような見通しに沿って、FRBがインフレの進展を見極めながら、利下げサイクルを辛抱強くスタートさせるなど、FRBの政策決定に対するIFIの基本的な予想をより忠実に反映した価格水準となったところで、米国金利へのエクスポージャーを増やす準備をしています。

欧州：オーバーウェイト。 欧州のデフレーションについては、中期的には引き続きポジティブな見方をしていますが、昨年末にかけて金利が急上昇したことを受け、慎重な見方をしています。今後1年間、欧州中央銀行（ECB）は、インフレ率が目標値である2%に向けて低下し、域内経済が金融引き締めと世界的な成長鈍化から苦戦を続けるなか、大幅な利下げに踏み切ると予想しています。ECBはタカ派的なレトリックを維持していますが、インフレ率が再び下降に転じる第2四半期以降、それが試される可能性が高いと考えています。

中国：ニュートラル。 1月24日、中国中央銀行は銀行の預金準備率（RRR）を50ベースポイント引き下げ、1兆人民元の流動性を放出すると発表しました。また、中小企業と農業部門への貸出金利を25ベースポイント引き下げました。中央銀行幹部は、消費と投資を促進するために金利を利用し、実体経済の資金調達コストを引き下げると述べました。実体経済における資金調達コストを引き下げするためです。中銀はまた、現在のインフレ水準と目標水準とのギャップにも言及しました。IFIは、金融政策が十分な流動性を維持し、大規模な国債発行を支援すると予想しています。2023年末には、比較的長い期間流出していた海外投資家からオンショア債券に大量の資金が流入しました。IFIは、中国の金利が「低位の状態が長期化」すると予想してきましたが、中国のオンショア債券の動きの大きさが米国債に比べて限定的であることを考慮し、中立のスタンスを維持しています。

日本：アンダーウェイト。 日本の10年国債利回りは、世界的な債券の上昇にほぼ追随する形で、11月上旬の0.97%のピークから30ベースポイント低下しました³。ヘッドライン・インフレ率は、食料品とエネルギー価格の下落によるベース効果により、前年比ではピークに達しましたが、基調的な物価上昇圧力は依然として2%から3%の間で推移しており、10年物日本国債の実質利回りは歴史的な低水準にあり、主要債券市場の中でも最低水準にあります。日本銀行（日銀）の1月の声明文は、インフレ率が持続的に目標の2%に達するという政策当局者の確信が高まっていることを示唆しており、マイナス金利と量的緩和（QE）を年内に終了することを正当化するものでした。実際、利回りの低下に伴い、日銀はすでにQE買い入れ額を減らしています。日銀の需要が鈍化した結果、民間セクターへの債券供給が大幅に増加し、日銀の利上げ時期が不透明な中、民間セクターは価格感応度を高めています。これは国債入札の低迷と日銀買い入れオペの大幅なカバーに反映されています。

英国：オーバーウェイト。 英国10年物ギルト債利回りは今年に入り50ベース・ポイント急上昇し、12月の下落幅をほぼ完全に逆転しました⁴。しかし、利回りは現在、比較的魅力的な水準に近づいているとIFIは見ています。マクロ環境は引き続き、イングランド銀行（BOE）が11月に予想したよりも早いデイスインフレと整合的です。賃金データは予想より早く緩やかになっており、コア・インフレの粘着性は主に変動制の高い品目に起因しています。BOEは、4月の最低賃金の引き上げが賃金全体を押し上げないことを示す証拠をもっと見たいでしょうし、新たな労働市場データがたるみの蓄積という政策決定者の予想と一致していることを確認したいでしょう。とはいえ、BOEは年央に利下げを開始する可能性が高く、利下げ開始が遅ければ、政策決定者が緩和を決定した後、より急速な一連の利下げによって補われるかもしれません。その結果、3.5%前後の政策金利最終目標は、2%に収束する可能性の高いインフレ軌跡に比べると相対的に高く見えます。利回りの上昇リスクは、3月6日の予算案でさらなる財政刺激策が発表される可能性から生じ得ます。しかし、財政刺激策がマクロ見通しを劇的に変える可能性は低く、おそらく10月か11月に実施されるであろう総選挙後に緊縮財政を修正する必要があるかもしれません。

3. 出所: Bloomberg L.P. Data from Nov. 1, 2024 to Jan. 23, 2024.

4. 出所: Bloomberg L.P. Data from Jan. 1, 2024 to Jan. 23, 2024.

豪州：オーバーウェイト。 最近のデータから、オーストラリア準備銀行（RBA）の次の動きが利下げに向かう可能性が強まっています。12月の雇用者数は伸び悩み、景況感と消費者信頼感は依然低迷しており、11月の月次インフレデータはRBAの予想通り緩やかになりました。米ドルやユーロのカーブとは異なり、豪ドルのフォワード・カーブは大幅な利下げサイクルを織り込んでいません。さらに、豪ドル・カーブは金利のリトレスメント上昇を織り込んでおり、5年先5年物などのロング・フォワードは4.8%以上で取引され、10年債利回りはRBAの政策金利をわずかに下回っているにすぎません。これは、豪州の予想実質金利が米国に比べて相対的に低水準にあることによって正当化される部分もありますが、RBAの11月時点の予想よりもインフレ率の緩和が早まる可能性が高いため、絶対ベースでも市場全体ベースでも利回りが下振れする可能性があると考えています。

Rob Waldner

Head of IFI Strategy and Macro Research

Gareth Isaac

Head of Multi-Sector Portfolio Management

Yi Hu

Head of Asia Credit Research

Michael Siviter

Senior Portfolio Manager

為替見通し

米ドル：ニュートラル。米国金利の現在の市場価格設定を考慮し、短期的には米ドルに対して中立の立場をとっています。イールドカーブには約150bpの利下げが織り込まれているため、米国経済が好調を続けられれば、金利市場には失望が生じる可能性があります⁵。しかし、IFIの中期的な予想では、米経済は市場のコンセンサス以上に減速し、FRBによる利下げサイクルがより長期化すると思われる。

ユーロ：アンダーウェイト。IFIは、ECBの利下げサイクルがより活発になるとの予想に基づき、中期的にユーロを否定的に見ています。とはいえ、より短い時間軸では、米ドルの動向と米国経済の持続的な回復力に大きく左右されます。ECBが利下げに踏み切る一方で、米国がトレンド成長またはそれに近い成長を続けるなら、FRBがハト派的な方向へ舵を切ったにもかかわらず、ユーロは苦戦を強いられると予想されます。

人民元：ニュートラル。人民元の対米ドル相場は、最近発表された国内金融市場支援のための政策措置がわずかにプラスに働くと考えています。発表された2兆人民元の安定化基金が機能すれば、資本フローへの影響は人民元のパフォーマンスにプラスに働く可能性が高いと考えています。しかし、4-5月期は通常、現地企業の配当支払いによる米ドル需要が高まると認識しています。人民元の対米ドル相場については、その全体的な安定性を考慮し、中立を維持しています。

日本円：ニュートラル。日本円は今年に入って主要通貨の中で最も弱含み、米ドルに対して5%、ユーロに対して3%下落しました⁶。堅調な経済指標と旺盛なリスク心理による世界的な債券利回りの上昇が、日本との金利差を拡大し、円安につながっています。しかし、11月以降、利回り格差が縮小しているにもかかわらず、現在の円水準は金利差に比べれば割安であり、通貨は安値に近いとIFIは考えています。フロー・ダイナミクスがこの矛盾を説明しているのかもしれませんが。商品取引アドバイザーは12月に手仕舞いした円ショートに再参入しており、日本の投資家は非課税投資口座「NISA口座」の拡充を通じて海外資産への配分を増やしています。今後については、FRBとECBの利下げ見通しと日銀の利上げの可能性が円相場を下支えするはずですが、大幅な円高を促進するには、利下げを価格設定に比して前倒しするような弱いデータの兆候が必要でしょう。スイスフランに対する円ロングは、米ドル円やユーロ円のショートに比べてマイナスキャリーが少なく、またスイス国立銀行がスイスフラン高に消極的であるため、魅力的であると考えています。

英ポンド：ニュートラル。ディスインフレは英ポンドを適度に下支えています。実質所得の見通しが改善したため、成長期待が高まり、BOEは利下げサイクルにおいてFRBとECBに遅れをとったため、ポンドは相対的に高い利回りの恩恵を受けることができました。しかし、成長率やリスク心理が弱まり、将来的に金利の低下が加速する可能性がある場合、ポンドは依然として脆弱となりそうです。

豪ドル：ニュートラル。現在の金利とコモディティ価格の水準を考えると、豪ドルは米ドルやユーロに比べて割安に見えます。しかし、中国の成長見通しをめぐるネガティブなセンチメントと、現在のFRBとECBの予想を上回る利下げには相当な下振れサプライズが必要となり、豪ドルにとってマイナスとなる可能性が高いというリスクが、バリュエーションに逆風となっています。豪ドルは、米国外、特に中国の成長見通しが改善し、FRBの利下げが急速に進むという、今のところありそうもない組み合わせから恩恵を受ける可能性があると考えています。

5. 出所: Bloomberg L.P. Data as of Jan. 24, 2024.

6. 出所: Bloomberg L.P. Data from Jan. 1, 2024 to Jan. 24, 2024.

David Todd

Head of Global Credit
Research

Paul English

Head of US Investment Grade
Research

Sam Morton

Head of European Investment
Grade Research

Andy Geryol

Head of Global High Yield
Research

Adrian Garcia

Senior Credit Analyst

Yi Hu

Head of Asia Credit Research

Lisa Tao

Senior Credit Analyst

グローバル・クレジット・アウトック：2024年の収益機会を支えるポジティブなダイナミクス

インベスコ・フィックス・インカム投資戦略チームは毎月、世界のクレジット・トレンドに関する見解を議論しています。当チームは、広範なクレジット資産クラスのパフォーマンスに影響を与えそうな主要なファンダメンタル、テクニカル、市場要因について評価しています。今月は、グローバル・クレジット・リサーチ責任者のデビッド・トッドによる紹介を交え、以下のグローバル・クレジット・セクターに関するIFIクレジット・チームの見直しをお伝えします。

イントロダクション

去年はインフレの懸念から世界経済が後退に転じることはなく、消費者の堅調さが光りました。第4四半期に入ると、米国債利回りの安定性に対する懸念からアセット・オーナーが資金投入に消極的になり、市場参加者にとってはますます厳しい環境となりました。緊張がようやく解けピボット支持派が優位に立った後の上昇の大きさは、それまでの好機が失われたことを意味します。最近の投資戦略会議での主な収穫のひとつは、現在、コーポレートは他の資産クラスと比べてやや割高に見えるということです。

クレジットの質に注目することは常に重要であり、今年には国債のボラティリティが低下することで、IFIが特定した市場のテーマや推進力に息吹を吹き込む余地が生まれることを期待しています。もちろん、いくつかの重要な選挙が控えており、さらなる不確実性が再びボラティリティを引き起こすリスクはあります。しかし、1年前の利回りは比較的魅力的なエントリー・ポイントであったため、1年後のクレジット・イールド・カーブにはさらに50ベースポイントのクッションがあると考えています。以下は、世界の主要クレジット・セクターに関するIFIの見解の要約です。

米国投資適格社債

米国投資適格社債のспレッドは歴史的にタイトな水準にありますが、それでも魅力的な利回りを提供しているとIFIは考えています。IFIはセクター選択に重点を置いており、特に金融は他の企業セクターと比較して引き続き割安です。また、イールドカーブにも注目しており、短期債券に価値があると信じています。インベストメント・グレードのファンダメンタルズは堅調ですが、金利カバレッジは大幅に低下し、投入コストの上昇により利ざやは縮小しています。この傾向は続くと思われる。市場テクニカルは非常に良好で、供給予測は管理可能であると考えます。

欧州投資適格社債

年末の力強い上昇の後でも、спレッドの水準は、今後1年もごくわずかなデフォルト・リスクと小幅な格付け移行リスクにとどまると予想されるものに対して、投資家を十分に補償するものであると考えます。シングル・ネーム・リスクは根強いですが、クレジットの選択によりこれを軽減することが可能です。純供給は比較的低下水準で推移し、「ニューノーマル」の利回り水準がアセットクラスへの資金流入を促進すると予想します。公益セクターと金融セクターのオーバーウェイトを选好し、AT1やコーポレート・ハイブリッドなど、劣後債の選別機会がますます強まると考えます。ベース・ケースでは、2024年末の欧州投資適格社債指数は2023年末の水準からさほど引き締まっていないと想定しています。

米国ハイ・イールド

米国ハイ・イールド債券は堅調なファンダメンタルズですが、金利上昇の影響が債務者に重くのしかかると予想されます。景気減速によりデフォルト率が上昇する可能性は高いものの、管理可能な水準にとどまると予想されます。2023年末の債券市場の上昇によりспレッドはかなり縮小し、バリュエーションについては、ほとんどのセクターでフェアからリッチという見解にとどまっています。割安と判断されるのは、デレストが占める比率が高い分野です。今年のリターンは、спレッドの縮小よりもキャリアによって牽引される可能性が高く、小幅な超過リターンとなる可能性があります。バリュエーションと景気減速懸念から、ハイ・イールド債券セクターの格付けは中立からアンダーウェイトに傾いています。このような偏りはあるものの、ボトムアップのクレジット・セクションを通じ、引き続き各セクターのバリュー発掘に注力していきます。

エマージング・クレジット

2023年末の広範な新興市場（EM）のソブリンやコーポレートのリレーは新年になって勢いを失い、バリュエーションは公正な領域に近づいたと見ています。現在、新興国債券については中立ですが、バリュエーションの改善を待って、より楽観的な見方に転じると予想しています。ソブリンと社債のEMインデックスのトータル・リターンは、スプレッドが依然として割高であるため、キャリアと米国債のパフォーマンスに牽引されると予想します。米国のインフレ率が再び上昇すれば、見通しは大きな下振れリスクに直面することになります。しかし、戦略的な投資視野を持つ投資家にとって、EMの総合利回りは依然として魅力的であり、特定のハイ・イールド銘柄は、今後のカタリストまたはEMソブリンのテクニカル環境から生じる大幅なディスカウントにより、引き続き魅力的な価値を提供すると考えています。

EMのファンダメンタルズは底堅いです。米国がソフトランディングに転じ、2024年の利下げが織り込まれた場合、より確信度の高いベースケースとなるため。主要国債の利下げサイクルは急速に進行します。

EMのバリュエーションは公正であると考えます。先進国市場との比較では割安に見えますが、少数の発行体に偏ったBBBを除けば、すべてのEM格付けバケットは歴史的に公正な水準に近いと見ています。インデックス・レベルの利回りは、ディストレスト銘柄をインデックスから除いたとしても、依然として歴史的に魅力的です。2022年から2023年末にかけての金利低下によりスプレッドが大幅に縮小した後、ハイ・イールドと投資適格債のコンプレッション・トレードが奏功しました。しかし、COVID以前の水準に向けた次の引き締め動きは、より困難なものとなり、残存するハイ・イールド債券の間でさらなる政策改革が必要となるでしょう。IFIは、シングルBおよびCCCバケットに真のアルファ・ストーリーが存在し、債務再編の解決やIMFプログラムへの署名がそのカタリストになると考えています。

市場のテクニカル面では、2024年の純発行額は2023年と同水準になると予想する一方、アセットクラスへの資金流入は引き続き厳しいでしょう。バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチによると、今年のEMのAUMの1%の資金流入があれば、主に投資適格級からの純発行を吸収するのに十分であるとのこと⁷。IFIは、このようなテクニカルな背景を好意的に受け止めていますが、その実現には時間がかかる可能性があり、より広範なマクロ環境の安定性に左右される可能性があります。

アジア・クレジット

2024年のアジア企業のファンダメンタルズは、まずまずの経済成長見通し、現地資金への十分なアクセス、デフォルト傾向の正常化に支えられ、全体として改善すると予想されます。リスクに関しては、利回りの上昇による資金調達コストの持続的な上昇圧力が、特に成長見通しが弱まった場合、企業収益の悪化につながる可能性があります。中国の不動産セクターは引き続き企業の信用パフォーマンスの足かせとなる可能性が高く、香港の不動産セクターの信用リスクは高まると予想されます。とはいえ、債務不履行率は数年間上昇した後、正常化すると予想され、不動産の債務不履行が拡大しても市場への影響は少ないと思われる。

中国／香港以外の地域の信用ファンダメンタルズは、事業環境の改善と現地の資金調達への良好なアクセスから恩恵を受け、堅調であると思われる。一次産品価格が比較的高いことも好材料です。現地の産業政策はほぼ支援的であり、今年はクレジット・イベントが少ないと予想されます。国内の資金調達環境が緩和的であるため、米ドルの調達コストは高いものの、一部のシングルBや特異なケースを除けば、ファイナンスリスクは管理可能であると思われる。バリュエーション面では、スプレッドはタイトであるものの、オールイン利回りは引き続き魅力的であると考えます。市場のテクニカルは、アジアにおける米ドル建て社債の乏しい供給量に支えられ、2024年もこの状況が続くと思われる。アジアの社債発行体は、米ドル債が割高と判断された場合に利用できるバンクローンや現地通貨建て債券市場への代替アクセスを持っています。この供給不足は、需要が堅調であるにもかかわらず、昨年ほど顕著ではありません。特筆すべきは、アジアの投資家基盤の比率が高いアジア社債ほど回復力が高い傾向にあることです。

パネリスト



Wim Vandenhoeck
Senior Portfolio Manager



Claudia Castro
Portfolio Manager



Gerald Evelyn
Senior Client Portfolio Manager

ボトムライン: インフレ率の低下と世界的な金利低下により、 現地通貨建てエマージングが有利に

2024年の現地通貨建てエマージング (EM)のパフォーマンスについての見通しは？現在のファンダメンタルズ、バリュエーション、市場テクニカルをどのように見えていますか？

2024年の現地通貨建てEMのパフォーマンスには前向きです。FRBが12月にピボットを実施したことで、どちらの方向にも政策が大きく反応する可能性が低くなったため、今年の金融政策のボラティリティは低下すると思われます。EM諸国の中央銀行は、FRBが追求する緩和路線を利用し、政策金利の下方修正も可能にするオーソドックスな政策を継続する可能性が高いです。ファンダメンタルズ面では、EMと先進国市場の相対的な成長率の差、高い名目・実質利回り、明確なディスインフレ傾向、そして資産クラスの未所有が多いという性質を考慮したテクニカル面の裏付けが、現地通貨建てEMを魅力的なものにしていると考えます。

今年の市場を牽引する主な要因は何だと思われるか？また、どのような展開に注目していますか？

EM諸国の魅力的な名目利回りを考えると、ほとんどのEM諸国中央銀行による緩和バイアスと穏やかなマクロ経済の背景が、金利と通貨キャリーの両方から収益を生み出す支えとなっています。金利の期間構造の正常化も、今年の市場を牽引する重要な要因となりそうです。EM金利は現在の利回り水準よりも高いベータ・リターンを実現する可能性があり、短期債は利回り水準に比して著しく高いリターンを実現すると思われます。マクロ経済ベース・ケースは依然としてソフト・ランディング・シナリオですが、特に米国のインフレと成長の動向は世界のリスク資産の基調を決めると思われるため、引き続き注視していきます。

主なリスクは何ですか？

主なリスクは、世界的なインフレの再加速、地政学的不安定性、米国の政治です。インフレは、対外的な資金調達コストに大きな影響を与えるため、先進国よりも途上国にとって大きな宿敵であり、全体的なクレジットの質を低下させ、その結果、金融情勢が逼迫し、成長の足かせとなります。さらに、イールドカーブの形状への影響、すなわちフラットからインバートへのシフトは破壊的です。中東、アジア、欧州などの地域における地政学的不安定性や、2024年の選挙を控えた米国の政治は、市場のボラティリティを高め、EMのパフォーマンスに関する不確実性を高めるベータドライバーです。

見直しにおける米ドルの役割と、今年のドルの動向をどのように見えていますか？

米ドルに対する見方は過去15か月間変わっていません。ドルは引き続き弱含みで推移しており、キャリー通貨が上昇することで、より良いパフォーマンスが期待できると考えています。キャリー通貨は為替変動の主な原動力であり、金融緩和サイクルが世界的に拡大するにつれて、今後もその傾向が続くと思われます。このようなドル観の背景には3つの理由があります：

ドルは実質ベースで50年ぶりの高値からわずか10%しか下落しておらず、長期的な評価額の中央値を大幅に上回っています⁸。

米国の双子の赤字は、米国の資産を投資家にとってより魅力的なものにすることで、その資金を調達するためにドル安を必要とする可能性が高いでしょう。

FRBが緩和サイクルに乗り出せば、ドルが享受してきた金利の下支えは時間とともに弱まるでしょう。

今年、収益機会が目立つ地域はありますか？

現在、途上国の利回りには大きなばらつきがあります。特にラテン・アメリカでは、長期中立金利をはるかに上回る金利を維持している国もあり、この地域は今年、アクティブ・マネジャーがアルファを引き出す魅力的な投資機会を提供すると考えています。

この資産クラスにおいて、インベスコのチームと投資プロセスはどのように差別化されていますか？

IFIがこのアセットクラスで成功を収めている3つの主な差別化要因には、マクロ経済リスクの枠組み、ダウンサイドリスクの軽減への注力、投資プロセスにおけるESG要因への完全統合アプローチがあります。ポートフォリオのボラティリティをベンチマークの水準か、それを下回る水準に維持し、トラッキング・エラーのみを取ってリスクを軽減することで、ダウンサイド・リスクの管理を図っています。この非対称リスク・アプローチにより、同業他社と比較してダウンサイド・リスクの軽減効果を高めることができると考えています。ESG要素を投資手法に組み入れることで、EM経済を総合的に評価し、長期的にリターンを向上させることが期待できると考えています。

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ください。【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等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