

インベスコ・フィックス・インカム

2024年3月28日

**Carla Cricco-Lizza**

Senior Product Manager

**Meral Karasulu**

Chief EM Economist

**Wim Vandenhoeck**

Senior Portfolio Manager

本号の内容 :

1. **マクロ : EMの継続的なパフォーマンスは？ : 米国と中国の影響の評価**  
Page 01
2. **金利見直し**  
Page 04
3. **為替見直し**  
Page 06
4. **クレジット:投資妙味の際立つエージェンシー MBS**  
Page 07
5. **ボトムライン : グローバル・マルチセクターのマネージャーは中央銀行と労働市場に注目**  
Page 10

## グローバル・マクロ・ストラテジー

### EMの継続的なパフォーマンスは？ : 米国と中国の影響の評価

今年の大きなサプライズは、特に米国を中心とした世界経済の回復力です。新興市場（EM）もまた、国内金利が高止まりし、中国が低迷しているにもかかわらず、驚異的な成長回復力を示しています。米国を含む世界的なソフトランディングは、依然として当社の基本シナリオであり、新興国経済の支援材料になると思われる。とはいえ、米金利の不透明感や中国の成長鈍化は、EMに対するセンチメントを減衰させています。今後は、利下げサイクルが浅い場合でも、米国の利下げがEMのさらなるパフォーマンスを引き出す主要なきっかけになると考えられます。中国の安定性もEMにとってプラス要因となりそうです。米国の利下げに比べればインパクトは小さいものの、今年後半には中国の金融・財政政策が緩和される可能性があり、それがEMの支援材料となる可能性があります。

### 米国の政策が新興国に与える影響

主要な要点 : FRBは引き続きEM市場の主要な牽引役となりそうです。利下げ開始の時期が近づいており、利下げサイクルが浅くてもEMに利益をもたらす可能性があります。その間、EMのキャリアーは魅力的であり、個々の国のダイナミクスがトータル・リターンを機会を生み出す可能性があると考えています。

昨年12月以来、米国金利の「長期金利上昇」の見直しは後退しているものの、米国の成長とインフレの行方、ひいては米国連邦準備制度理事会（FRB）の政策の行方は、依然としてEMsが直面する主要なマクロリスクであると考えています。

最近、米国の堅調な成長と予想を上回るインフレ率のデータから、市場参加者はFRBの次のステップを再考し、2024年の利下げ幅は3~4回と予想されています。

FRBの大幅な利下げサイクルよりは支援材料が少ないとはいえ、FRBの浅い利下げサイクルはEMにとってプラスに働く可能性があります。米国のフェデラル・ファンド・レートは世界のリスク・フリーのアンカーとして機能しているため、その将来パスが明確になれば、EMの中央銀行がしばらくの間苦しんできた不確実性の重荷を取り除くのに役立つでしょう。新興国のデイスインフレが昨年から2024年にかけて進行し、インフレ率上昇のサプライズもいくつかあったため、一部の新興国の政策担当者は政策金利の引き下げを開始したものの、その一方で政策金利の信頼性は維持されました。米国金利の不透明感が続く中、EM諸国の中央銀行は自国通貨を保護するため、政策金利の引き下げを見送ったり、引き下げ幅を縮小したりするなど、慎重な姿勢を示しました。

今後は展望すると、財のインフレ率に最も大きな影響を与えたエネルギー・ショックと供給ショックによるベース効果が薄れるにつれて、EMのデイスインフレの最後の伸びは達成困難となる可能性があると考えています。したがって、さらなるデイスインフレはサービスからもたらされる必要がありますが、これは新興国全体の労働市場が逼迫しているため困難となる可能性があります。とはいえ、新興国の成長回復力とともに物価上昇圧力が緩和していることは確かです。我々は、「アーリー・ハイカー」と呼ばれる EM諸国の中央銀行が、インフレ率をそれぞれの目標に向かわせる ために十分な規制を維持しながら、利下げを継続できると考えています。他のEM、特にアジアについては、FRBによる最初の利下げが今年後半の利下げへの扉を開くと思われる。

## 分散がEMの投資機会を生む可能性

最終的には、経済のばらつきがEMのオポチュニティセットの原動力になると考えています。中・東欧でここ数カ月に見られた急速なデイスインフレを見ると、FRBの決定など外的な結果にかかわらず、個々の国のダイナミクスがリタンの原動力になりうると考えられます。例えば、ポーランドとルーマニアの成長は力強いが、チェコ共和国とハンガリーの成長は厳しいでしょう。これらの国々では、中央銀行の金利決定において国内成長への配慮が優先されると予想されます。アジアでも同様の動きが見られるかもしれません。タイと韓国の中央銀行は、先進国市場の中央銀行から乖離する意思を強めており、次に動くかもしれません。とはいえ、通貨の安定がこの地域の焦点であることに変わりはないため、この政策はそれぞれの通貨の動向によって誘導されたり制限されたりする可能性があります。

## 中国の影響

**主要な要点** 中国が新たに発表した経済政策目標は、昨年に引き続き、経済成長の新たな源泉を模索しつつ、安定を促進することに主眼を置いたものとなっています。広範な景気刺激策を示唆するものではありませんが、これらの政策は新興国にとってわずかながら支援的な環境を提供するものです。中国の全国人民代表大会は最近、2024年の成長率、インフレ率、財政・金融政策の目標を発表しました。ほぼ予想通りでしたが、（わずかではありますが）ポジティブ・サプライズもいくつかありました。これらの目標は、中国が今後どのような政策を重視していくかを示唆しています。

中国の2024年の年間成長率目標は「5%前後」に設定されました<sup>1</sup>。しかし、2023年のより高いベースからのスタートであるため、この目標を達成するのは、政策的支援を強化しない限り容易ではないでしょう。とはいえ、当局の実施計画は、少なくともその表面上は、景気刺激策に大きな期待を抱かせるものではありません。政府は4兆600億元（GDP比3%）の財政赤字目標と、1兆元（GDP比約0.8%）の超長期国債の複数年計画を発表しました。見出しの数字は昨年と同様に、昨年末に超長期国債が初めて発行されました。

しかし、昨年の追加財源は十分に活用されなかったようで、未使用分を今年に繰り越すことで、今年もGDPの0.4%から0.8%の追加財政刺激策を提供できる可能性があると考えています。インフレ目標は3%に設定されましたが、これは現実的な目標というより、むしろ願望的な上限であると考えられます。予算報告では、名目GDP成長率は7.4%で、GDPデフレーターは2.4%程度となりました。インフレ率は極端に低い水準から正常化すると見方もありますが、当局が提示した3%水準よりも1%に近い水準に落ち着くと考えています。

金融政策の基調は、12月の中央経済工作会議で伝えられた基調と同様となりました： 慎重な金融政策は、柔軟で、適切で、的確に的を絞ったものでなければなりません。M2マネーサプライと社会的総資金（「TSF」、経済における信用と流動性の広範な尺度）の伸びは、経済成長とインフレ目標に沿ったものでなければなりません。

消費者側では、「下取り」プログラムによる自動車、商品、製造設備などの消費財の買い替えが明示的に奨励されましたが、下取り補助金の詳細は不明でした。また、消費面では、デジタル消費、グリーン消費、高齢者介護消費といった「新しいタイプの消費」の開発支援が強調されました。これは必ずしも需要サイドへの支援を示唆するものではなく、未開拓の需要を満たすことを期待して供給サイドへの支援を強化することを意味するのかもしれませんが。

コロナ後の中国の緩やかな回復と、不動産主導の成長モデルからの脱却には、おそらく時間がかかるでしょう。この過程では、特に中国の製造業のサプライチェーンと密接に関係し、中国の商品需要に依存している新興国にとっては、十分な政策支援を受けて適正な水準で安定成長を維持することが、世界的なソフトランディング・シナリオの背景となるでしょう。

1. Source for all People's National Congress policy targets: Bloomberg L.P., March 5, 2024.

**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。**最近のインフレ率や成長率のデータは市場の予想以上に堅調です。これを受けて米国債利回りは上昇に転じました。現在の水準では米国債利回りはキャッシュ利回りに比べてプラスの超過収益が期待できると考えています。しかし、今後の利下げサイクルの開始時期については不透明感が残っています。我々はFRBの利下げサイクル開始のペースを5月から6月に修正しました。市場は、米国金利のロング・エクスポージャーを追加する忍耐強さに報いるでしょう。

**欧州：オーバーウェイト。**中期的に欧州のデレレーションにポジティブです。今年に入って利回りは上昇し、買いの好機が訪れていると考えます。インフレ率が目標である2%に向けて低下し、欧州経済が金融引き締めと世界的な成長環境の低迷から苦戦を続けるなか、欧州中央銀行（ECB）は今後1年で大幅な利下げを実施すると予想されます。ECBのレトリックはよりハト派的になっており、6月の利下げもあり得ると思われれます。私たちは、市場が今後2年間に予想される利下げのペースと深さを過小評価していると考えています。

**中国：ニュートラル。**中国の金利が「より長く、より低く」と予想していますが、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ます。ここ数カ月、さまざまな形での利下げが続いた後、中央銀行総裁は全国人民代表大会（全人代）後の記者会見で、中国には銀行システムの流動性を放出するために預金準備率（RRR）を引き下げる余地がまだあると述べました。首相が全国人民代表大会（NPC）の演説で述べたように、今後1兆元の超長期特別国債の発行が予定されていますが、金融政策は大規模な国債発行を支えるために十分な流動性を維持すると予想しています。テクニカルな観点からは、中国オンショア金利の長期ゾーンのポジションが比較的集中しているため、データやニュースの流れに対する市場の反応が非対称になる可能性があることを認識しています。

**日本：アンダーウェイト。**予想を上回る賃金の伸びを受けて、日本銀行（日銀）は3月の会合でついにイールド・カーブ・コントロール（YCC）の枠組みを廃止し、短期金利を0.10%まで引き上げました。この劇的な変化にもかかわらず、日本国債（JGB）利回りは先月ほとんど変化しませんでした。穏やかな反応の理由は、YCCとマイナス金利の終了が予想より早かったとはいえ、ほとんどのコメンテーターが4月か7月の日銀会合での政策変更を予想していたため、予想外ではなかったからです。さらに重要なことは、植田日銀総裁が緩和的な政策を維持し、将来の利上げへの期待を和らげることを示唆したこと、日銀が4月の国債買い入れペースを現在の買い入れペースに極めて近いものにするを約束したことです。

しかし、日本が日銀の目標と一致する基調的なインフレ水準に達したことを認めたことは、将来のインフレ率や成長率の上振れサプライズが今後の政策方針に大きな影響を与える可能性が高いことを示唆しています。日銀の政策決定会合は、過去19年間にはなかったような形で「ライブ」になりました。短期金利だけでなく、国債購入ペースの鈍化は、今後もフリーフロート残高の増加を意味すると思われる。日銀が国債市場の支援に踏み切るハードルは、YCC体制下よりもはるかに高くなっています。日本国債のカーブの形状は民間セクターによって決定されることが多くなり、5年から20年満期の利回りが高くなる可能性が高いです。今後、日銀の買い入れはさらに縮小し、2025年にはバランスシートが縮小する可能性があります。

**英国：オーバーウェイト。**最近のデータから、イングランド銀行（BOE）が今夏、早ければ6月の会合から利下げを開始する可能性が高まっています。コア・インフレ率は2月に鈍化し、雇用と賃金のデータは労働市場の圧力緩和を示唆しています。BOEのタカ派であるハスケル氏とマン氏は、インフレ見通しの改善を認識し、3月の会合で利上げへの投票を取り下げました。第2四半期にはインフレ目標に向けた更なる進展が見られ、エネルギー価格の急落により、年央にはヘッドラインインフレ率が目標に近づくと思われれます。短期的なモメンタムは、コア・インフレ率が前年同期比で低下する可能性が高いことを示しています。BOEの利下げサイクルが始まれば、短期利回りはさらに低下すると考えられます。成長期待が高まり、新年度に供給が再開されるため、長期フォワードの下落はより困難になるかもしれません。2023/2024年度にはギルトの供給が新記録に達する可能性が高く、ターム・プレミアムの上昇とアセット・スワップの引き締め圧力が強まるでしょう。

**豪州：オーバーウェイト。** オーストラリア準備銀行（RBA）は3月の会合で、国内成長の鈍化とインフレ率の鈍化を反映し、利上げバイアスを引き下げました。市場は現在、8月の会合から2024年に50bpの利下げを実施し、2025年末のターミナルレート3.55%まで合計80bpの利下げを実施するとしています<sup>2</sup>。リスクは、2025年に比べて2024年の利下げ幅が縮小する方に偏っているようです。しかし、豪州のイールドカーブが際立っているのは、2025年後半から2026年初めを超えると、フォワード金利が再びスティープ化し、豪州の中立金利の長期推定値や海外に比べて割安に見えることです<sup>3</sup>。

しかし、クロス・マーケットのバリュエーションは、特にイールドカーブのフロント・エンドにおいて、全面的に魅力的なものではなくなっていると見ています。豪州のイールドカーブの勾配は他市場と比べ、さらに極端になっています。従って、米国や欧州のスティープなイールドカーブに対して、豪州のイールドカーブ・フラットナー・トレードは魅力的に映ります。

2. 出所: Bloomberg L.P. Data as of March 19, 2024.

3. 出所: Bloomberg L.P. Data as of March 19, 2024.

**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

**Thomas Sartain**

Senior Portfolio Manager

**為替見通し**

**米ドル：ニュートラル。**短期的には米ドルに対して中立的です。米国経済がアウトパフォームしていること、短期金利が他国より高いことから、米ドルは短期的にはサポートされ続けるでしょう。しかし、FRBが今年後半の利下げを依然として意図しており、バリュエーションがストレッチしているため、米ドルのオーバーウェイトはチャレンジングです。中期的な予想では、米国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はより長期化するとみられ、これは米ドルにとってよりマイナスになると見えています。

**ユーロ：アンダーウェイト。**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、中期的にユーロをネガティブに見ています。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回復力の継続に大きく左右されます。ECBが金利を引き下げている間、米国がトレンド成長またはその前後の成長を続けるなら、ECBの利下げサイクルがより活発になると予想します。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られれば、FRBがハト派的な方向転換をしたにもかかわらず、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、最近発表されたオンショア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。しかし、米国と中国の金利差は、一部の投資家や輸出企業の米ドル対人民元への関心を維持すると思われる。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でしょう。しかし、4-5月期は通常、現地企業の配当支払いに伴う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て中立を維持しますが、季節性により若干の圧力がかかる可能性があります。

**日本円：ニュートラル。**欧米の金利市場でリスクセンチメントが改善し、経済データが堅調に推移していることから、利下げ観測が後退し金利差が拡大したため、円安が進んでいます。加えて、日本のデータが低調だったことから、日銀の利上げ観測が後退しました。米ドル/円やユーロ/円の為替レートは高値に近いものの、金利スプレッドはまだ10月のワイドに近いため、金利スプレッドの水準と比較すると、現在の円バリュエーションは相対的に割安に見えます。とはいえ、経済データが大幅に悪化し、FRBとECBによる急激な利下げサイクルが始まるまでは、大幅な円高を期待するのは難しいと考えます。

**英ポンド：ニュートラル。**英ポンドは、リスクセンチメントの改善、国内経済データの改善、利下げ期待の見直しに支えられ、相対的な高利回り通貨としての地位を強化し、年初来で先進国市場通貨の中で最も好調なパフォーマンスを示しています。しかし、今後のポンドの上値は限定的と見ます。英国のイールドカーブに織り込まれている今年の利下げ幅は70ベース・ポイントを下回っており、金利差がポンドに有利にシフトする余地は限られています。成長期待はすでに高まっており、さらなる上昇幅は限定的かもしれません。加えて、英国の成長水準は相対的に見るとまだ不十分です。世界経済が大幅に回復した場合、ポンドが豪ドルやノルウェークローネのような景気循環性の高い通貨を上回することは難しいでしょう。あるいは、成長率が低下すれば、ポンドは米ドルや日本円に対して苦戦を強いられるでしょう。

**豪ドル：ニュートラル。**豪ドルのバリュエーションは、金利差や交易条件に対して魅力的に見えます。しかし、豪ドルのアウトパフォームの道筋は比較的狭いように思います。豪ドルが米ドルに対して有意に上昇するには、おそらくハト派的なFRB、安定からハト派的なRBA、そして米国外、特に中国の成長回復の組み合わせが必要でしょう。世界的な成長が回復し、中国の景気刺激策が進展している兆しはあるものの、こうした傾向はまだ始まったばかりで、FRBの緩和期待を後退させ続けている米国の力強い成長の影に隠れています。

**Ken Hill**

Senior Portfolio Manager

**Brian Norris**

Senior Portfolio Manager

**Clint Dudley**

Senior Portfolio Manager

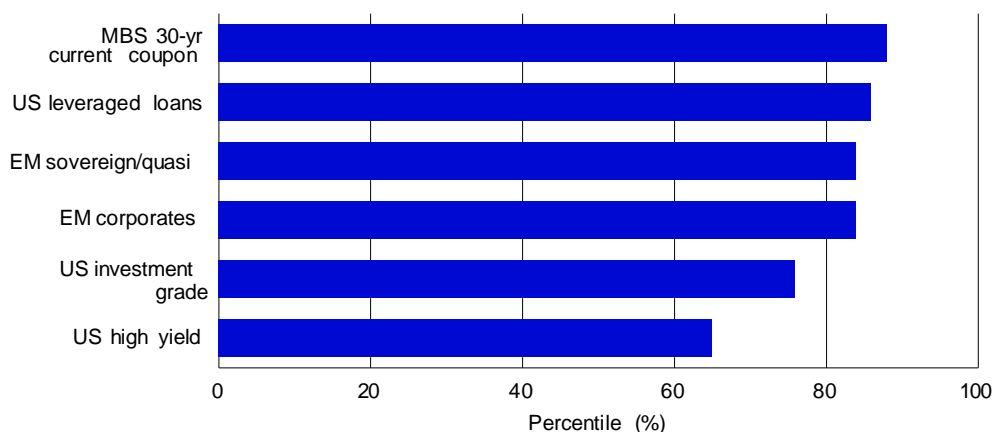
## グローバル・クレジット・ストラテジー 投資妙味の際立つエージェンシーMBS

利回りが15年以上ぶりの水準まで上昇するなか、債券が最近投資家から大きな注目を集めているのは驚くことではありません。利回りがこれほど高く、ほとんどの中央銀行が利上げサイクルを終了し、今年中に政策金利の引き下げを開始するだろうというIFIの見通しを考慮すると、確かに先行きのリターンは魅力的に見えます。しかし、このような環境下で、マルチ・セクターのマネジャーは、債券の中でどこに投資すべきでしょうか？

債券セクター全体で利回りが歴史的に高いのはその通りですが（図1）、その上昇の大部分はリスク・フリー・レート部分の上昇になります。一般に、投資家がさまざまなリスク（流動性、格付変化、デフォルトなど）に対して支払われる米国債に対する超過スプレッドは、過去1年間で大きく縮小しました。しかし、債券市場には、スプレッドの厚い主要なアセットクラスが少なくとも1つ残っていると考えています。

**図 1：債券資産クラスの利回りは歴史的に見て高水準**

Yield (percentile, last 20 years)



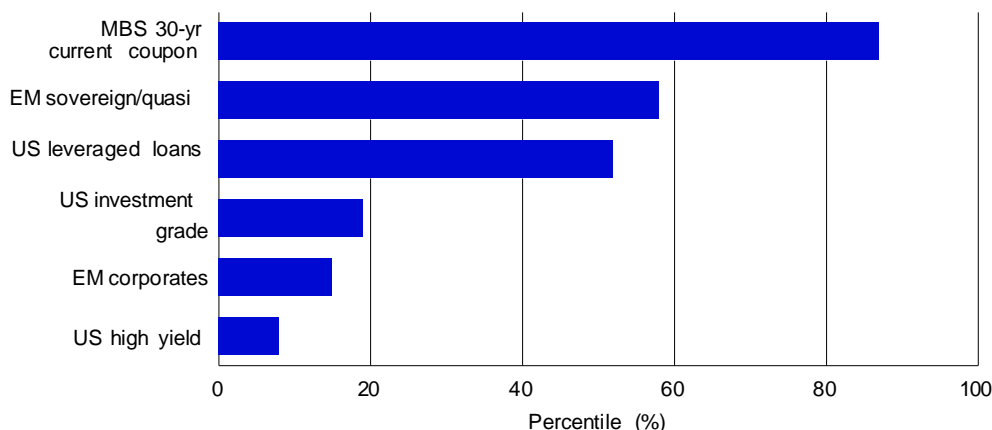
出所：JP Morgan. Data as of Feb. 29, 2024.

30年物カレントクーポンのエージェンシー・モーゲージ担保証券（MBS）は、歴史的に高水準のスプレッドと利回り水準を提供しているという点で、他の主要債券セクターの中でも際立っています（図1、2）。エージェンシーMBSには実質的な信用リスクはないと言えますが、金利ボラティリティの影響を受けます。エージェンシーMBSには期限前償還オプションが組み

込まれているため、金利の大幅な上下動は投資家にとって不利になる可能性があります。プロダクション・クーポンMBSはパーに最も近い価格設定であるため<sup>4</sup>、この影響を最も強く受けると考えられます。2022年と2023年に経験した政策金利の急上昇は、その後の金利ボラティリティを高め、結果としてエージェンシーMBSのスプレッドを高める結果となりました。

**図 2：際立つエージェンシーMBS**

Spread (percentile, last 20 years)



出所：JP Morgan. Data as of Feb. 29, 2024.

4. Production coupon refers to the MBS coupon currently being issued in the market. Whereas "current coupon" is the interpolated coupon for a par-priced MBS, "production coupons" are actual coupons issued in the marketplace and are typically priced near par (both above and below).

とはいえ、IFIはこれを好機と見ています。成長率がトレンドに近く、インフレ率が低下しているため、金利のレンジは縮小する可能性があります。最も可能性が高いと思われるシナリオでは、FRBは6月に政策金利の引き下げを開始し、年末までに合計3～4回の引き下げを行うでしょう。そのため、金利変動が穏やかな環境になり、結果としてエージェンシーMBSが上昇するものと思われます。エージェンシーMBSのその他の利点は、流動性の高さと、TBA 契約の利用によるマネジャーの拡張性です<sup>5</sup>。

最後に問わなければならないのは、どうすれば我々の見方が間違っているのかということでしょう。マクロ経済学的見地から言えば、おそらく最も顕著なリスクは、インフレ率がFRBの目標である2%をずっと上回ったままである場合だと考えます。

予想されるFRBの利下げが遅れるか、全面的に打ち切られるようなことがあれば、MBSと債券全般にとってマイナスになる可能性が高いです。反対に、経済成長率が大幅に低下し、FRBの大幅な利下げが必要になった場合、トータル・リターンはプラスになると考えられますが、超過リターンはマイナスになる可能性があります。最後に、今年11月には米国大統領選挙があり、その結果が米国債利回りの大幅な変動をもたらす可能性があります。

市場において通常そうであるように、健全なリターンを生み出すためにはリスクを取らなければなりません。ですので、そのリスク負担に見合った対価を得るべきです。IFIは、カレントクーポンのエージェンシーMBSは、良い利回りを魅力的な価格水準で提供していると考えています。

5. TBA contracts are "to-be-announced" and are essentially the forward market for fixed rate agency MBS coupons.

## Panelists



**Stuart Edwards**  
Portfolio Manager



**Mark McDonnell**  
Macro Analyst

## ボトムライン: グローバル・マルチセクターのマネージャーは中央銀行と労働市場に注目

ポートフォリオマネージャーのStuart EdwardsとマクロアナリストのMark McDonnellにグローバル・マルチセクターの資産配分を決定するマクロ・テーマについて話を伺いました。

### Q : 債券のどのエリアに重点を置いていますか？

**Stuart :** このチームのアプローチは、債券戦略の中でも柔軟性に富んでいます。金利、EM、クレジット（投資適格債とハイ・イールド債の両方）に投資します。まずトップダウンのマクロ的な見方から始めますが、その見方は常に進化しています。チームは、自らの見解と一般的な市場のコンセンサスを絶えず疑っています。インベスコのマクロ・ストラテジスト（エマージング・マーケットと新興国市場担当）と密に連携し、IFIのプラットフォームや外部の分析リソースを活用して、主要なマクロ・テーマのリスクと投資機会を把握します。

### Q : マクロ環境について現在の考えをお聞かせください。

**Mark :** 複雑であると同時に、経済学を学ぶ者としては魅力的でもあります。ソフトランディングのシナリオに共感するところが多く、合理的なベースケースとさえ言えるかもしれませんが、しかし、非対称的で下向きに偏っていると思われるリスクもあります。2023年初頭に広くコンセンサスとされていた米国の景気後退観測が的外れに終わったのは事実ですが、政策の遅れは短期・長期を問わず依然として変化しうるものであり、パンデミック後のこの世界ではなおさら予測不可能であるという立場です。多くの人にとっての謎は、過去40年間で最も積極的な利上げが、理論で示されるようになぜもっと噛み合わなかったのかということです。実際には、勝ち組と負け組が存在します：住宅建設など金利に敏感なセクターは明らかに打撃を受け、現在は回復過程にあります。一方、パンデミック後に低金利で借金をし、高い短期金利で預金することができた経済主体（消費者や企業）は、明らかに恩恵を受けました。しかし、いつかは借金の借り換えが必要になります。商業用不動産のリスクは、目に見えるものもあればそうでないものもある。それはシステムック・リスクではなく、むしろ緩やかな出血であり、中小銀行や地方銀行の融資能力を損なうものかもしれません。この点で、NFIBの中小企業調査によると、米国の中小企業の楽観的な見方はまだかなり弱いのです。

### Q : 今後、どのようなテーマを重視していますか？

米国の労働市場の状況とインフレ見通しがFRBの意味ある緩和に資するかどうか、今後の重要なポイントになると思われます。必ずしもベースケースではありませんが、経済と労働市場が弱含みで推移しているときに、インフレ率がやや高止まりするリスクがあります。後者には亀裂の兆しもあり、その動向には注意が必要です。景気悪化は直線的なものではないかもしれませんが、総実質所得がここから回復するという希望を損なう可能性があるからです。

### Q : 米国、ユーロ圏、英国のマクロ見通しについて、成長とインフレに関連する全体像をどのようにお考えですか？

**Mark :** 英国とユーロ圏の実質国内総生産は、パンデミック前のピークをちょうど超えた水準にあります。対照的に、米国のGDPはパンデミック以前の水準を10%近く上回っています。もちろん、これには多くの説明があります。そのひとつは、米国の財政支援の規模と性質です。より多くの財政支出は確かに助けになりましたし、景気刺激策と一時帰休プログラムによる家計支援は、経済の新しい急成長部門に労働者を再配分する好循環を生み出しました。これは、比較的柔軟な労働市場と並んで、米国の生産性を押し上げる要因となっているようです。

もう1つは、インフレショックの性質の違いです。2022年当時、ECBは当初、（米国流の）デマンド・プル・インフレではなく、コスト・プッシュ・インフレを理由に利上げに慎重でした。欧州のインフレ率が低下し続け、景気回復の足取りがやや掴みにくく、ECBの当初の慎重な姿勢は正当化されるのではないかと思わざるを得ませんでした。少なくとも、これは英国やユーロ圏の政策がタイトで、中立金利が動く可能性は低いということを物語っています。欧州中央銀行（BOE）と欧州中央銀行（ECB）が方針を転換するまでは、景気回復は緩やかなものになる可能性が高く、欧州の労働硬直性を反映した遅れはあるものの、インフレ率を低下させるのに役立つでしょう。

米国は景気減速を経験していないため、景気回復という言葉はふさわしくないと考えます。そのため、より構造的な何かが働いているのかどうかという大きな疑問符がつきます。米国の中立金利の問題は、まだ決着がついたとは言い難いですが、今後数四半期にわたって大きな注目を集めそうです。



**Q : もう少し掘り下げると、特に目立つマクロのリスクはありますか？**

ソフトランディングは依然として妥当なベースケースです。しかし、人の感情が利下げサイクルにどのような影響を与えるかは分かりません。中央銀行はルールに基づくテクノクラートの機関であるべきです。現実には、人間は感情的であり、政策決定には多くの裁量に伴います。先進国の中央銀行はどれも、アーサー・バーンズの過ちとポール・ボルカーの功績を熟知しています。政策を引き締めすぎて積極的に利下げする方が、急いで緩和するよりも良いのです。その意味で、中央銀行は成長リスクよりもインフレリスクの上昇に敏感です。この考え方が維持される限り、真のリスクは、インフレ上昇リスクではなく、成長下振れリスクを悪化させるような政策の誤り（すなわち、政策の引き締めを長期化させること）であると考えざるを得ません。

**Q : 投資の観点から、こうした見解をどのように反映させるのでしょうか？**

**Stuart :** 前述のような見解を踏まえると、フレキシブル・アセットやマルチ・アセット戦略だけでなく、ハイ・イールドや投資適格の戦略においても、バリュエーションを考慮し、リスクに対して徐々に慎重になってきたと言えます。ここ1年ほどの間に、クレジット・リスクを減らし、国債、特に英国ギルトや欧州デュレーションなど、よりバリューが高いと思われる国債への注力を強めてきました。これとは対照的に、米国債市場は、イールド・カーブの反転や、より底堅い成長見通しにより、しばしばバリュエーション面でより大きな課題を突きつけられてきました。要するに、経済見通しが大幅に弱まれば、デュレーションはより魅力的になる可能性があるということです。

**Q : 他にリスクテイクするところは？**

依然としてクレジットを愛好していますが、過去1年間は、特にクレディ・スイスが引き起こした欧州のボラティリティと米国の地方銀行危機を受け、より良いバリュエーションを見出す傾向がある金融に傾倒してきました。非金融企業セクターでは、国債、特に英ポンド建ての国債に比べ、利回りの高い短期投資適格債を愛好しています。要するに、我々のリスク・スタンスは2021年、2022年に比べて慎重になっています。とはいえ、厳選したEM諸国の地方債を愛好することには変わりはありません。EM諸国のデイスインフレ・プロセスは継続しており、米国を含む一部の先進国市場よりも定着していると考えます。従って、一部の市場では実質利回りがまだ魅力的に見えます。

## 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