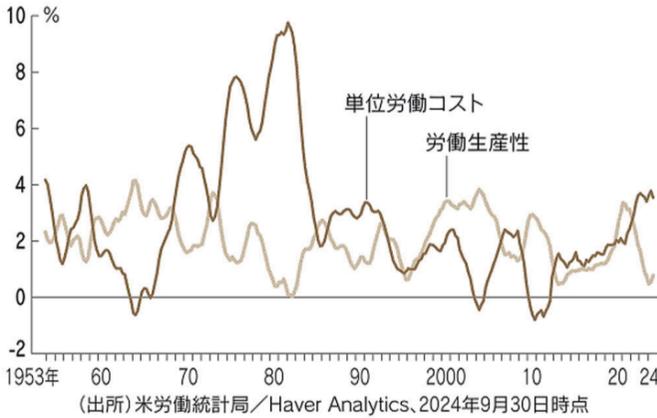


変革期のグローバル債券投資

花井ゆき子 ティー・ロウ・プライス・ジャパン 債券運用戦略部長

(図表1) 労働コストの上昇は生産性向上意欲を高める傾向がある
(12四半期移動平均変化率、年次)



2025年は巳(み)年、変革と成長の象徴である蛇の年です。脱皮を繰り返し新たな姿で成長する蛇のように、新しい成長の始まりとなるのでしょうか。

昨年は、米連邦準備理事会(FRB)の金融政策が緩和へと転換し、金利ボラティリティが高まる中、米国では中短期国債のリターンが長期債を上回る結果となりました。

また、一時的なセルオフがあったものの、投資家のリスク選好姿勢は一年を通じて強く、多くの国の株式市場が大きく上昇したのは印象的でした。債券資産クラスでは、金利リスクを吸収する高い利回りが魅力のハイールド債やバンクローン、ドル建て新興国債券市場のリターンが7~9%程度の高い水準となりました。

先進国経済においては、米国の強さが引き続き突出し、良好な労働市場に支えられた個人消費が景気をけん引しました。11月の選挙で圧倒的な勝利をおさめたトランプ氏が再び米国大統領に就任し、今後しばらくは、関税や移民に関する米国の政策が世界経済にどのような影響を

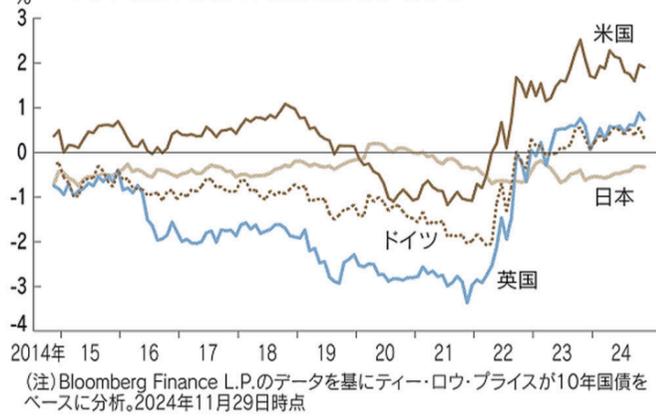
与えるかが注目されます。

■変革の時代は設備投資が加速
最近、世界中で、色々な常識が、過去にないスピードとスケールで変わっているような印象を受けます。「転換期」と言うよりは「変革の時代」というイメージです。利上げから利下げへのレジーム変化や景気サイクルの変化にとどまらない、よりダイナミックな変化です。

例えば生成AI(人工知能)やヘルスケアの分野で見られる技術進化は革新的です。地学的緊張がエネルギー転換やサプライチェーンに影響を与えています。ここ数年の米国の強い成長は、消費者の購買力だけでなく、積極的な財政政策の成果として、国内外からの投資マネーが流入したことにも支えられています。今後、一部の財政支援プログラムは終了しても、税制面での優遇措置や産業特化型の補助金などは、新しい政権下でも継続、更新され、むしろ加速する期待が高まっています。

加えて、民間では、労働コストやその他のインプットコストが上昇しており、設備投資やシステム投資による生産性向上の

(図表2) 主要先進国の実質金利はプラス圏に上昇し、マクロ経済環境の局面変化を示唆する



必要性が高まっています(図表1)。これまで利上げサイクルの終了時期や選挙の先行きを見極めていた企業にとっても、いずれかのタイミングで設備投資に動く機運が高まりそうです。

■財政がテーマに
金利に目を向けると、2022年にインフレ率がピークを打ってからも積極的に実施された利上げによって、先進国の実質金利はプラス圏に浮上しました(図表2)。

昨年12月にはフランスで予算を巡る与野党の対立が内閣不信任案に発展しました。先進国の積み上がった政府債務の金利負担は重く、財政問題は長期的に投資判断の材料として意識され、これが市場に影響を与える局面もあるでしょう。

一方で、新興国政府の中には、インフレをうまくコントロールし、財政規律を堅持している国があります。このような新興国の国債のボラティリティは先進国国債よりも低く(図表3)、昨年は米国国債よりも優れたパフォーマンスとなりました。広いグローバル債券市場を見渡し、国別やセクター別の異なる特徴を見極め、ポートフォリオの要素として利用することが可能です。

一方、新興国政府の中には、インフレをうまくコントロールし、財政規律を堅持している国があります。このような新興国の国債のボラティリティは先進国国債よりも低く(図表3)、昨年は米国国債よりも優れたパフォーマンスとなりました。広いグローバル債券市場を見渡し、国別やセクター別の異なる特徴を見極め、ポートフォリオの要素として利用することが可能です。

クレジット債市場では、投資

家のリスク選好が強く、スプレッド水準は非常にタイトです。しかし企業のファンダメンタルズは特に米国において堅調で、米新政権の規制緩和などによって恩恵をうける産業もあるでしょう。

またグローバルには、トランプ政権の関税戦略次第で悪影響をうける国や産業が見込まれますが、中国政府は政策の重心を過剰債務の削減から経済成長の支援に移しており、欧州は金融政策で経済を下支えすると予想されます。企業も設備投資による効率化に動き、利益水準の確保を目指すでしょう。市場では、いまだ投資開始のタイミングを見極めており、仮にセルオフがあっても、それを押し戻す潜在的な力を温存しているように見えます。

■広い債券市場で分散投資を
変革ともいえるダイナミックな時代の始まりに、変化を先取って運用するアクティブ運用者としてワクワクしていますが、足元の債券市場で投資家が注意をしなければいけないことは、コンセンサスが強く、市場見通しの幅が狭いことかもしれません。

私たちは、今年も引き続き米国経済は堅調であると見ていますが、これは多くの投資家のコンセンサスです。トランプ氏が選挙中に掲げた政策の実現可能性や規模・タイミングなどは不透明であるにもかかわらず、「米国は強く、その他の国は弱い」という強いコンセンサスが形成されています。

政策の中には、米国経済にマ



はない・ゆきこ 慶大法卒。オリックス、三井住友信託銀行ロンドン支店、米アライアンス・バーンスタインを経て2017年米ティー・ロウ・プライス入社。債券部門のスペシャリストとして投資戦略を立案する。

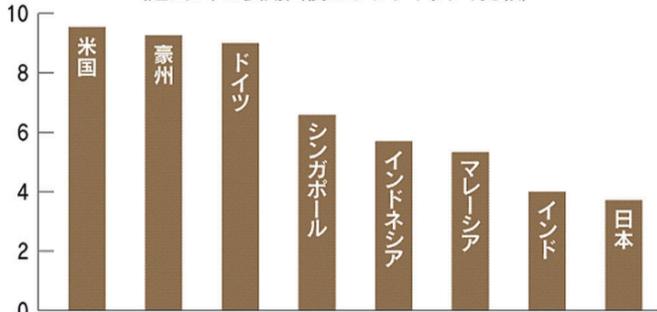
イナスとなりそうなものもあります。また、中国や欧州経済が市場の期待に反して、回復に向かうシナリオを完全に否定することはできません。昨年12月の米連邦公開市場委員会(FOMC)後に発表されたドットチャートでは、委員による今年のリ下げ予想回数が減少し、市場は驚きました。

不確実な物語を背景に形成されたコンセンサスは、間違っていることがわかると、急に反転します。市場では修正されたリ下げ見通しが急速に織り込まれ、米国利回りは大きく上昇しました。今後も、新たな物語や噂、経済データや様々な関係者の発言が出るたびに、レンジバウンドでの動きが繰り返される可能性があります。

今年の債券市場は、引き続きボラティリティ(価格変化)が高い水準で推移すると見ています。債券もバリュー型投資の発想で、レンジバウンドの動きの中でも、柔軟に割安な銘柄を選別し続ける力が求められます。

また、市場の大きなトレンド変化のタイミングを見極めることは非常に難しいことですが、市場が軽視している変化の兆しを捉え、将来を見据えた独自の視点で対象となる証券の将来の適正価値を割り出すことで、トレンド変化に備えることは可能です。広い債券市場をフルに利用して、割高な投資機会を追いすぎず、分散の発想で取り組むことが奏功する年になるかもしれません。

(図表3) 一部の新興国のリスクは先進国より小さい
(過去3年の長期国債のボラティリティ比較)



(注) Bloomberg Finance L.P.のデータを基にティー・ロウ・プライスが分析、2024年10月25日時点。米国は10年国債と20年国債の平均値。それ以外は15年国債の価格ボラティリティを計算