

グローバル債券市場見通し



2022年夏



Soo Boo Cheah, MBA, CFA
シニア・ポートフォリオオマネジャー
RBC Global Asset
Management (UK) Limited



Suzanne Gaynor
バイスプレジデント, シニア・ポートフォリオ
オマネジャー
RBC Global Asset
Management Inc.



Taylor Self, MBA
アソシエイト・ポートフォリオオマネ
ジャー
RBC Global Asset
Management Inc.

国債市場は1980年代初頭以来の最悪のスタートとなり、主要国の国債は8%超下落しました（図表1）。債券はバランス型ポートフォリオで期待されていたような役割を果たすことができず、株式と共に下落、インフレ率が過去40年間で最も高い水準に上昇する中、積極的な利上げが市場に織り込まれ、債券利回りは急上昇しました。

このような環境下、投資家にとって最も重要なことは、中央銀行が来年にかけて十分な引き締めを行い、インフレが定着する前にそれを払拭できるかということでしょう。当社では、金融当局の引き締めは成功するものの、その代償として経済活動が犠牲になり、景気後退リスクが高まるものと考えております。

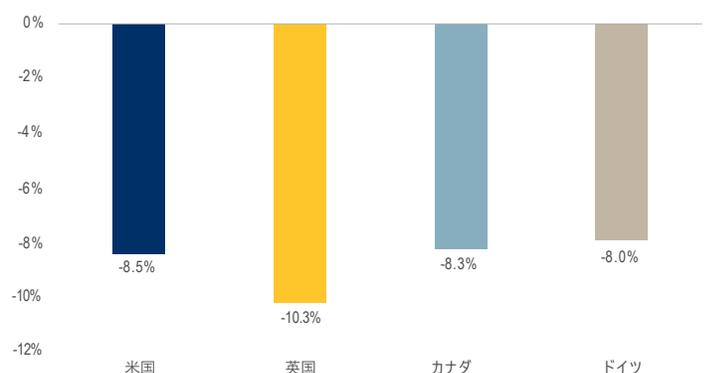
経済の冷え込みと物価上昇モメンタムの鈍化により、1年後の国債利回りはほぼ横ばいを予想し、来年半ばには米10年国債利回りは2.75%程度になるとみています。

しかしながら、今後数か月にわたっては、主要中央銀行が積極的な引き締め姿勢を示していることから、引き続きインフレ動向が債券投資家の最大の関心事になると見られます。

昨年末より債券利回りは大幅に上昇しましたが、それでも歴史的にみれば比較的低い水準です。前回インフレが問題となった時期と比べれば軽微とも言えるでしょう。

1981年、米10年国債利回りは16%近くまで上昇しており、消費者物価指数（CPI）は15%を超えておりました（図表2）。

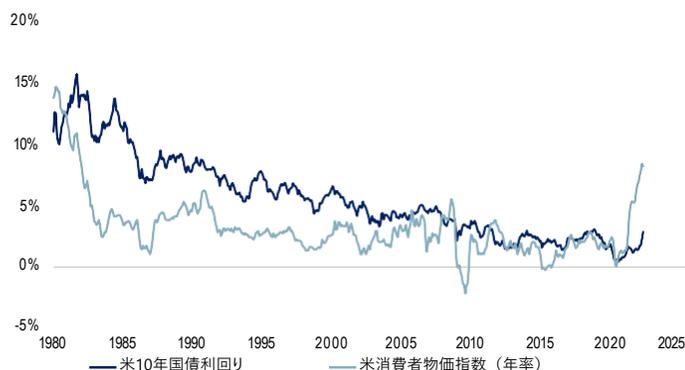
図表1：国債市場は記録的な下落に見舞われた



注釈：リターン計算期間は2021年末から2022年4月末まで
出所：Bloomberg 各債券指数

中央銀行がインフレとの対決姿勢を強く示していることから、当時の水準ほどまでに金利が上昇するリスクがあるとは考えておりませんが、金利上昇圧力は依然として強いと見ております。

図表2：米国債利回りとインフレ



注釈：2022年5月26日時点

出所：Bloomberg, U.S. Bureau of Labor Statistics

インフレは加速しており、サプライチェーンの混乱の影響を最も受けた経済圏でその影響は広がっています。

期待インフレも著しく高まっており、労働者は生活費高騰を受け、大幅な賃上げを求めています。人手不足も賃上げ圧力の要因の一つでしょう。米国と英国では、企業の求人数が求職者数を上回っており、賃金交渉において労働者有利の状況が続いていることが示唆されております。

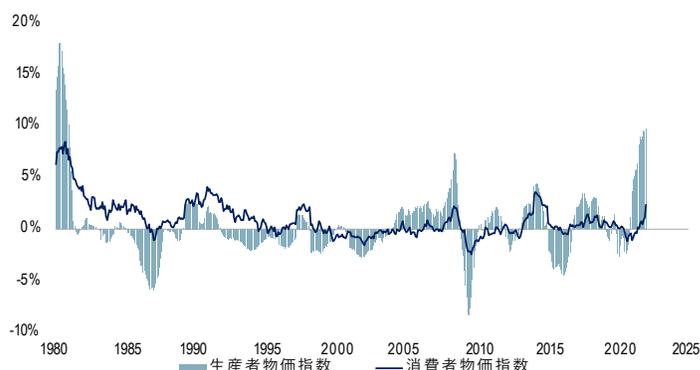
労働市場の底堅い状況が続く限り、中央銀行は引き締め姿勢を続ける可能性が高いと見られます。米連邦準備制度理事会（FRB）は今後の会合において連続して大幅な利上げを行うと見られており、カナダ銀行（BOC）も同様と考えられます。

インフレの直撃を比較的回避できてきたユーロ圏や日本でさえ、今やインフレ圧力に直面しており、過去10年以上に渡って低金利政策を維持してきた同地域の中央銀行に行動を迫っています。

欧州中央銀行（ECB）はまもなく2010年以来初となる利上げに踏み切るとみられる他、日銀も金融緩和姿勢の是非が問われています。

日本のインフレ率は2%強と先進国の中ではかなり低いですが、ここ数年で最も高い水準にあり、先行指標は一段のインフレ加速を示唆しております（図表3）。

図表3：日本の生産者物価指数は一段のインフレ圧力を示唆



注釈：2022年4月時点

出所：Bloomberg

ユーロ圏と日本の国債は、合計で世界の国債市場の50%弱を占める（米国より大きい）ことから、ECBと日銀の動向は重要です。

ECBはすでに引き締め姿勢に転じ、日銀が今後引き締め姿勢に転じた場合、世界の国債利回りを一段と押し上げる可能性があります。

利上げに加え、中央銀行のバランスシート縮小も国債利回りの上昇圧力に繋がる可能性があります。FRBは6月にバランスシートの縮小を開始しており、BOCとイングランド銀行（BOE）もこれに続きます。

ECBは来年までにバランスシートを縮小するとは考えておりませんが、7/1をもって新規の資産購入プログラムを終了しました。

なぜバランスシートの縮小が問題となるのでしょうか？

長年にわたり、中央銀行による国債買入は世界の債券利回りを押し下げできました。概算ですが、GDPの1%に相当するFRBの国債買入は、10年債利回りを0.05%低下させる効果があると見られております。

2020年3月以降、FRBは米国のGDPの14%に相当する債券を購入してきました。つまり、FRBによる債券購入がなければ、10年国債利回りは今より0.70%高い水準にあった可能性があるということです。

中央銀行による債券購入プログラムの恩恵を受けてきた投資家は、それがなくなるときに何が起るのかということを考える必要があると言えるでしょう。

買い手としての中央銀行が不在となり、膨張したバランスシートの解消には数年かかると見られることから、債券価格にとっては逆風が続くと見られます（図表4）。

債券市場の下落はポジティブな側面もあります。債券の長期的なリターンは、パンデミックの発生以降も良好であると考えています。足元でパフォーマンスが悪化したのは、政策金利とインフレに対する市場予想があまりに低すぎたためです。

現時点の長期の政策金利見通しはかなり上昇しましたが、我々が正常状態と考える金利水準と同等となっております。インフレ見通しも急激に上昇しておりますが、1990年代後半から2015年頃まで続いた2%前後のインフレ期と整合的です（図表5）。

インフレと政策金利の市場期待値が正常化し、FRBが積極的な利上げに踏み切ることもあって、米10年国債利回りは、当社が考える1.5～3.5%のフェアバリュー・レンジの上限まで上昇しました。

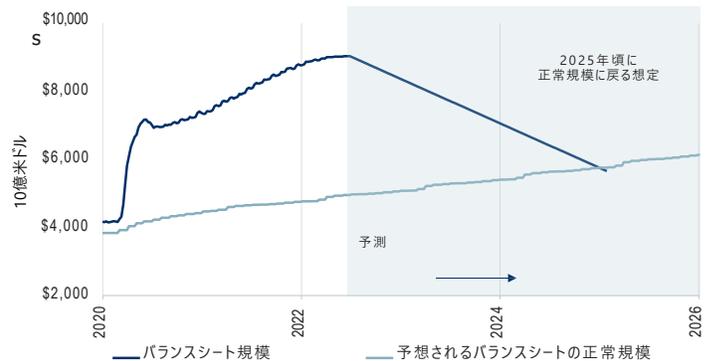
今後さらにインフレが加速し、かつ中央銀行がそれに対処しないとといったことがない限りは、直近1年で見られたような金利急上昇が続くリスクは限定的と考えています。

当社では金融引き締めにより、世界の経済活動とインフレ圧力は年内に鎮静化すると考えており、金利上昇圧力はある程度緩和されるものと予想しています。

物価高騰は家計の購買力を低下させるため、それ自体が高インフレへの治療法となりえます。また、経済が減速し労働需要が緩和されれば、賃金インフレ圧力も低下し、中央銀行の積極的な利上げ期待も後退すると見られます。

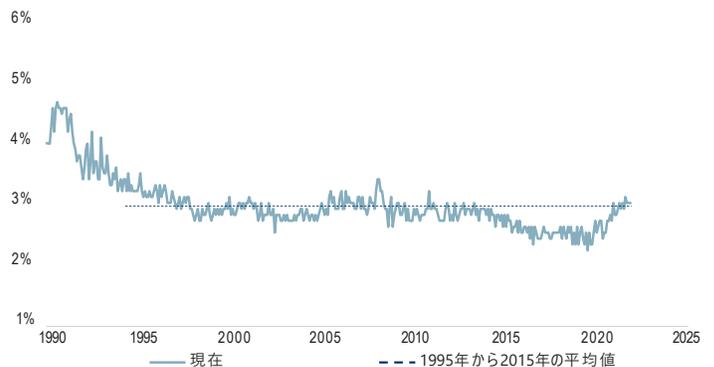
これにより、金利上昇圧力は弱まり、仮に1年後の金利水準が横ばいであったとしても、債券投資家は1桁台のリターンを期待できることになります。

図表4：数年にわたるバランスシート縮小プロセス（FRBバランスシート予想）

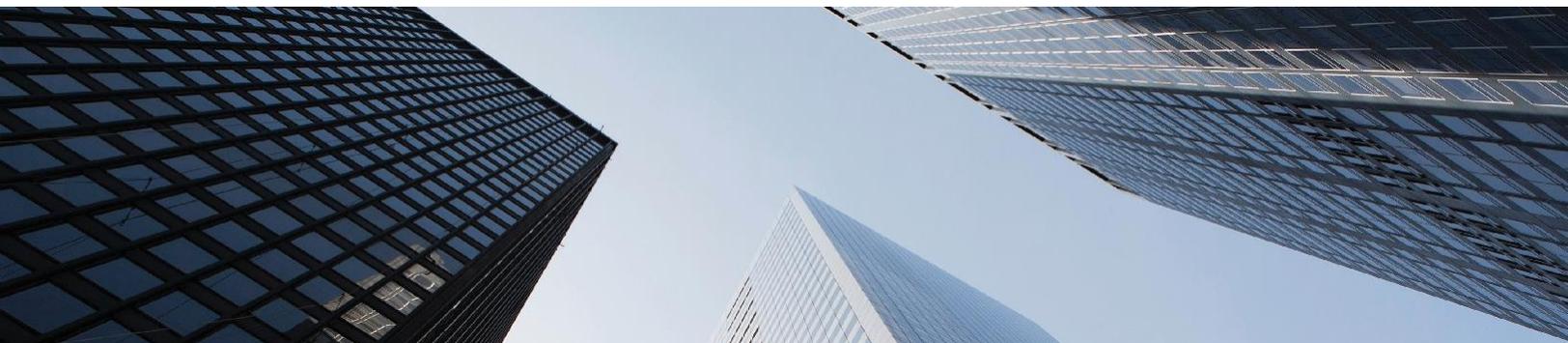


注釈：2022年5月26日時点
出所：Bloomberg

図表5：インフレ期待は過去のインフレ期と同等水準まで上昇 - 消費者の長期インフレ期待の中央値より



注釈：2022年3月時点
出所：Bloomberg



金利の方向性について



- FRBは来年半ばまでFF金利を引き上げ続けると予想しております。
- 1年後の米10年国債利回りは2.75%程度になると予想しております。前回の年間予想から50bps引き上げています。

米国

他の多くの市場と同様、米国のインフレ率は過去数十年で最も高い水準にあります。しかし他の市場と異なり、インフレ要因のかなりの部分が、パンデミック期における手厚い政府プログラムによる過剰需要に関連していると見られます。

さらに労働市場が極めてタイトであることから、インフレ期待が定着する可能性が他国に比べて高いと言えます。賃金上昇率は6%近くあり、一般的に労働市場が逼迫している場合でも3~4%とされることから、それより高い水準にあります。経済の需要サイドがこれだけ強いということは、FRBが過度に経済に配慮せずとも引き締めを行える余地があることを意味します。

利上げに関しては、年末に向けて1回50bpsを中心としたペースで利上げが進むことに加え、6月からはバランスシートの縮小も始まりました。バランスシートの縮小は、利上げに換算して70bps相当分のインパクトがあるとされています。全体として、市場では、1980年初頭以来の最も積極的な引き締めサイクルにあることが想定されているようです。

しかしながら、成長とインフレにはすでに陰りが見え始めており、FRBは市場が期待するほど引き締めを行う可能性は低いと当社では見ております。消費者信頼感に関するサーベイの結果は、経済見通しが極めて不透明な現在の状況と一致しており、労働者が比較的マイルドな賃上げを要求する限り、依然として物価上昇の影響を相殺できず、実質所得の低下に繋がっております。

イールドカーブもまた、景気減速の兆候を示しております。2年債と10年債の利回りの逆転は、その1~2年後にリセッションが発生するリスクがあることを示唆しております。当社ではリセッションを想定しているわけではありませんが、金融当局はインフレ対処が優先であり景気減速に関してはやむを得ないと考えているように見られます。直近1年でインフレが大幅に目標を上回ったことを受け、中央銀行がその対処に確固たるコミットメントを示すことで、その後のさらなる引き締めに減らすことが可能になると考えております。

当社では、FRBは来年半ばまでFF金利を引き上げ続けると予想しており、1年後の米10年国債利回りは2.75%程度になると考えております（前回の年間予想から50bps引き上げ）。





- 1年後のカナダ10年国債利回りは2.60%程度になると予想しております。
- 政策金利は2.50%まで引き上げられると予想しております。

カナダ

インフレ高進が続く中、BOCは4月と6月に政策金利を50bpsずつ引き上げ1.50%としました。過去20年間で最大の利上げ幅となっております。また、保有債券の償還再投資も終了し、量的引き締めを開始しました。満期を迎えたカナダ国債の再投資はなくなり、BOCのバランスシートは縮小することになります。中央銀行が保有しない債券が増え、政策金利が引き上げられることによって景気が冷やされるとBOCは考えています。エネルギー価格の高騰やサプライチェーンの混乱が収束に向かうにつれて、現在の高インフレの状況は解消し、金利上昇圧力も緩和すると見られます。

当社では、1年後のカナダ10年国債利回りは2.60%程度を想定、政策金利は2.50%まで引き上げられると予想しております。



- 政策金利のピークは前四半期から50bps上方修正し、2.00%と予想しております。
- 英10年国債利回りも2.25%に上方修正しています。

英国

同国のインフレ率は年末までに2桁に達すると予想されており、他の先進国に比べても深刻な状況にあるように思われます。パンデミック期の財政支援がインフレに結び付いている米国と異なり、英国の問題は2020年のBREXITに起因しているように見られ、食料品とエネルギー価格の高騰に拍車をかけています。これに対してBOEができることは、残念ながらほとんどないというのが現状です。

とはいえ、BOEはインフレが定着することを避けるべく、できる限りのことはしています。同中央銀行は他の先進国に先んじて利上げを開始しました。また、バランスシートの縮小、特にBOEが大量に保有している社債の売却について積極的な計画を打ち出しています。

しかし、BOEのスタートダッシュの優位性は今や薄れつつあります。2021年後半のインフレと経済環境は、利上げサイクルの開始が賢明であることを示唆していましたが、足元のエネルギー価格と食料品価格の高騰はすでに経済の需要サイドを大きく傷つけています。ゆえに、英国債利回りは他の先進国債利回りに比べて低く、将来の利上げ期待も後退しています。

当社では、政策金利のピークは前四半期から50bps上方修正し、2.00%と予想しております。また、英10年国債利回りも2.25%に上方修正しています。



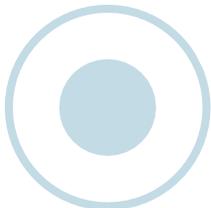
- ドイツ10年国債利回りは、0.5%に向かって低下していくことを想定しています。

ユーロ圏

市場ではECBが7月に利上げを開始し、年末までに最低でも3回以上の利上げを実施し、7年間続いたマイナス金利政策に終止符を打つと見られています。市場の注目はインフレに集まっていますが、ECBにとってはエネルギーコストの大幅な上昇が経済活動に及ぼす影響の方がより大きな懸念材料になると思われます。確かにECBは利上げに踏み切りますが、多くの投資家が考えているほどの引き締めにはならない可能性があります。

政策金利の引き上げは、欧州債券市場に対する重要な政策支援の縮小・終了と同時期に行われます。これまでイタリアやスペインのような発行体は、ECBの大規模な資産購入により借入コスト低下の恩恵を受けてきました。これらの政策が終了すれば、借入コストの上昇に繋がります。イタリア国債を購入する際に投資家が要求するリスクプレミアムは、これまでの著しく低かった水準からすでに上昇しており、このような傾向は続くと考えています。

欧州全体では、政策金利に関して、現在の▲0.50%というマイナス水準から来年にかけて脱却するとみています。当社の政策金利の予想は市場コンセンサスより保守的であるため、ドイツ10年国債利回りの予測にも反映されており、本稿執筆時点では0.5%程度に向かって低下していくことを想定しております。



- 日本の10年国債利回りは0.25%と予想しており、前四半期から10bps引き上げています。
- 政策金利に関しては変更なしと見えています。

日本

円債マーケットの予想において最も重要なのは、日銀がイールドカーブコントロール政策を継続するか否かです。この政策により政策金利は0%未満に抑えられ、10年国債利回りは0%を中心とした±0.25%の上下レンジに維持されてきました。

今後1年間でインフレ率が急上昇する可能性が高まれば、日銀が2016年9月にイールドカーブコントロールの枠組みを立ち上げて以降、最大の難題に直面することになります。インフレ率はすでに数年来の高水準にあり、生産者物価指数や為替の円安など、先行指標は今後さらなる物価上昇圧力が待ち受けていることを示唆しております。国内のインフレ圧力や他の先進国の政策金利見通しが次々と上方修正されていく様相は、日銀に対しても同様の政策転換が起こりうる可能性があるのではないかという投資家の疑問にも繋がっています。

一部の投資家は、オーストラリアの国債市場で起きた事件の再来を期待しています。2021年11月、オーストラリア準備銀行は、これまでのガイダンスで示されていた時期よりも早くにその独自のイールドカーブコントロール政策の撤廃を突然発表し、それによりオーストラリアの債券利回りは急上昇することとなりました。

一方、当社のメインシナリオとしては、日銀がイールドカーブコントロールを放棄する可能性は低いと考えています。新型コロナウイルスからの回復期でありながら、日本の経済成長ペースは依然として緩慢です。確かにインフレ率は上昇していますが、その大半はエネルギーと食品価格の上昇に拠るものであり、その持続可能性は低いと考えております。

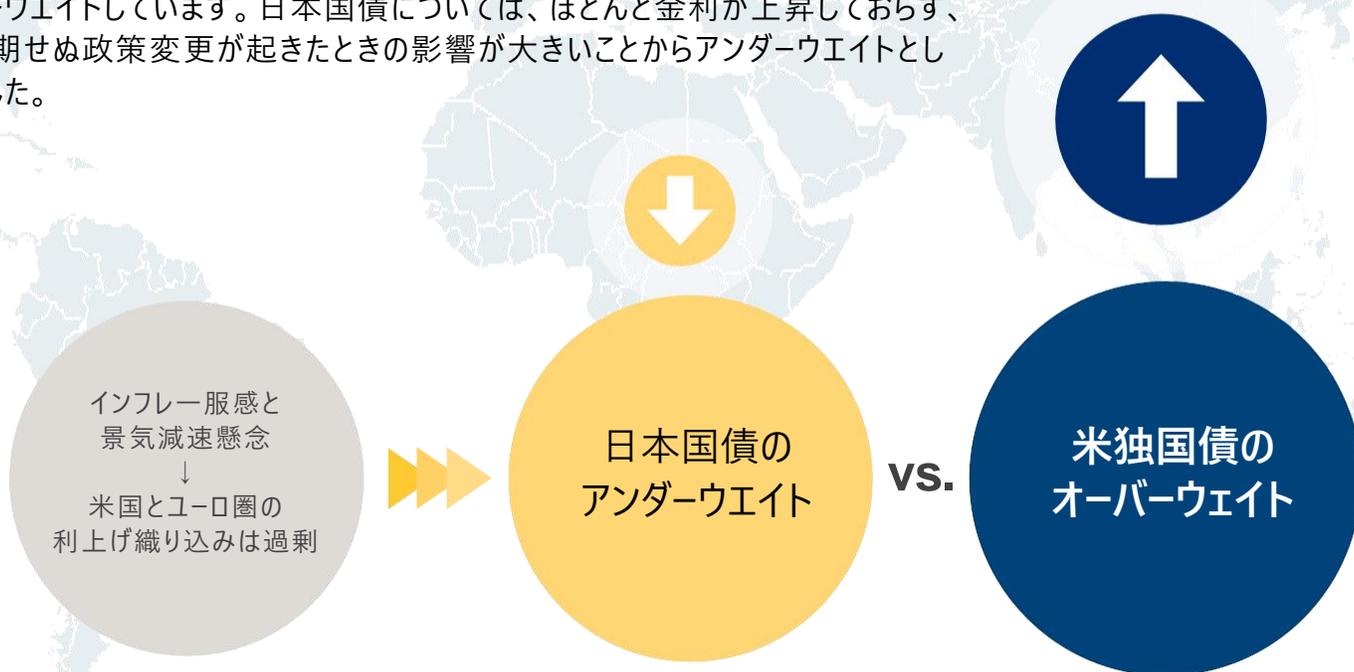
また金融当局も、0.25%の利回り水準を守るべく、全営業日に渡って無制限に国債買入を行う政策を展開しており、現行の政策枠組みを守ることに一貫した姿勢を見せております。

従って、当社の日本の10年債利回りは、0.25%と予想しており、前四半期から10bps引き上げました。政策金利に関しては変更は予想しておりません。

結論：地域の見通し

米国とユーロ圏に関しては、インフレに一服感が見られはじめ、経済活動がスローダウンしつつある中、足元の市場の利上げ期待は行き過ぎと見ています。

従って、当社では米国債とドイツ国債をオーバーウエイトし、日本国債をアンダーウエイトしています。日本国債については、ほとんど金利が上昇しておらず、予期せぬ政策変更が起きたときの影響が大きいことからアンダーウエイトとしました。



今後1年間の金利見通し

トータルリターン計算期間: 2022年5月末から2023年5月末まで

米国						
	3M	2Y	5Y	10Y	30Y	期間リターン (現地通貨)
ベースシナリオ	2.8%	3.0%	3.0%	2.8%	2.7%	3.9%
前四半期予想からの変化	1.5%	1.3%	1.0%	0.5%	0.2%	
上限	3.3%	3.5%	3.8%	3.8%	3.5%	(1.0%)
下限	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%	2.0%	10.6%

ドイツ						
	3M	2Y	5Y	10Y	30Y	期間リターン (現地通貨)
ベースシナリオ	0.0%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%	11.0%
前四半期予想からの変化	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	
上限	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	5.0%
下限	(0.5%)	(0.4%)	(0.1%)	(0.1%)	0.1%	16.3%

日本						
	3M	2Y	5Y	10Y	30Y	期間リターン (現地通貨)
ベースシナリオ	(0.1%)	0.1%	0.2%	0.3%	1.0%	1.3%
前四半期予想からの変化	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	
上限	(0.0%)	0.2%	0.4%	0.5%	1.1%	(0.6%)
下限	(0.1%)	(0.1%)	(0.1%)	0.0%	0.5%	9.1%

カナダ						
	3M	2Y	5Y	10Y	30Y	期間リターン (現地通貨)
ベースシナリオ	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%	5.0%
前四半期予想からの変化	1.0%	1.0%	0.7%	0.6%	0.4%	
上限	3.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.4%	(1.4%)
下限	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%	1.9%	11.6%

英国						
	3M	2Y	5Y	10Y	30Y	期間リターン (現地通貨)
ベースシナリオ	2.0%	2.1%	2.3%	2.3%	2.1%	5.4%
前四半期予想からの変化	0.5%	0.8%	0.9%	0.7%	0.5%	
上限	2.8%	2.6%	2.6%	2.5%	2.3%	2.5%
下限	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.8%	11.2%

出所: RBCグローバルアセットマネジメント

注釈: 本レポートにおける市場予想は、ブルーベイ・アセット・マネジメントの見解とは異なる可能性があります。

ディスクレーム

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものでなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のもので、ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc.、RBC Global Asset Management (UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

©/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.

