



短期経済展望
2022年10月

不確かさに 克つ

利回りが上昇したことで、債券はこの
厳しいマクロ環境において説得力のある
価値を提供すると考えています。





著者
ティファニー・ウィルディング
マネージング・ディレクター
エコノミスト

アンドリュー・ボールズ
最高投資責任者(CIO)
グローバル債券担当

要約

- PIMCOの短期 経済予測の基本シナリオでは、主要先進国全般での浅い景気後退と失業率の上昇を見込んでおり、景気が速やかに回復する可能性は低いとみています。中央銀行は、インフレ率の引き下げに重点を置き、真正面から取り組んでいるようにみえます。
- すべての年限で利回りが上昇していることから、債券市場のリターンのポテンシャルは魅力的に見えます。PIMCOでは、様々な経済的、地政学的、市場の動向に対応できる強靱性のあるポートフォリオを維持すると共に、市場のストレスが増大する時期には流動性の提供者となることを目指しています。
- クレジット市場においては、不確実性と景気後退リスクを踏まえた短期的な警戒と、質の高い強靱な資産を重視する長期的観点とのバランスを取るよう努める方針です。プライベート（非公開）市場とパブリック（公開）市場の資産評価のギャップは依然として大きいものの、非公開市場で調整が進み、企業クレジットと不動産の分野の課題が明白になるにつれて、幅広い魅力的な投資機会を狙えるようになると予想しています。
- 世界の株式市場については、開始時点のバリュエーションや、収益予想が継続中の中央銀行の引き締めや景気後退リスクの高まりを考慮していない可能性を踏まえ、下振れリスクがあるとみています。また、質の高い債券と株式の典型的な負の相関が再度強まり、コア債券アロケーションの特性であるヘッジ機能と分散機能が向上すると予想しています。



投資家にとっても政策立案者にとっても、今は極めて重要な時期だと言えます。

地政学的な緊張、市場ボラティリティの高まり、過去数十年で最速ペースの中央銀行の引き締めは、経済の大きな逆風であり、不確実性が異例に高い環境になっています。PIMCOでは、9月にニューポートビーチで開催されたシクリカル・フォーラム（短期経済予測会議）で、こうした要因をはじめ、様々な要因について長時間にわたって議論しました。

景気後退は先進国市場全般に波及する可能性が高く、インフレの高止まりが続く可能性が高いと結論づけました。中央銀行は、成長が既にリスクにさらされている中でインフレに対処しなければならない、苦境に立たされています。

ポートフォリオには慎重さと柔軟性が求められる時期ですが、利回りの上昇で債券の魅力が高まっているとPIMCOでは考えています。投資家は、市場ボラティリティを耐え抜く強靭性を維持しつつ、高いインカムを獲得できる可能性があります。本稿内の「投資への意味合い」では、債券を高く評価する根拠を論じると共に、その他の資産の状況を概観します。

こうした結論に向けて作業を進める中で想起したのが「極端な不確実性」という概念でした。これは、統計的分布や確率加重平均では定量化できず、むしろ測定不可能で、不可知の未知数を表す概念です（例えば、「キング、ケインズ、ナイト：不確実な経済への洞察、」2016年7月をご参照ください）。その結果、成長率とインフレ率の点予測について議論しましたが、起こりうる結果の幅はかなり広いという見方で合意しました。

ただし、確信している点が1つあります。アーサー・オークンが1960年代に考案した悲惨指数は、インフレ率と失業率を合計して国民生活の困窮度を測る指標ですが、この指数を借りると、中央銀行と政策立案者にとって悲惨さが増しています（図1参照）。

初期条件

経済、市場、投資家にとってこの悲惨さが何を意味するのかを理解するには、3月に開催された前回の短期経済予測会議以降の初期条件と最近の動向を思い起こすことが有益です。当時、ウクライナ戦争は始まったばかりで、見通しはきわめて不透明でしたが、PIMCOは今後の指針として5つの主要な結論をまとめました。第1に、戦争は「反適温」経済ショックであり、インフレの加速は実質GDPの成長率の鈍化（ないし、場合によってはマイナス）を伴うと見られました。第2に、サプライチェーンへの影響を踏まえると、成長とインフレの反応は非線形になると見込まれました。第3に、EUのロシア産エネルギーへの依存度が相対的に高いことから、地域ごとの経済のばらつきが大きくなると見込まれました。第4に、中央銀行は成長の下支えよりもインフレ抑制を重視する可能性が高く、金融状況は引き締まるとみられました。第5に、パンデミックの結果としてインフレと政府債務が既に高水準にあるため、ショックに対する財政の反応は限定的なものになる可能性が高いとみられました（2022年3月のPIMCO 短期経済展望「『反』適温経済のなかで」をご参照ください）。

図表1:先進国市場のマクロ経済 悲惨指数(インフレ率と失業率の合計)は1980年代以降で最高水準

悲惨指数 - 先進国市場



出所：ハイパー・アナリティクス、アーサー・オークン、2022年9月現在のPIMCOの試算。悲惨指数は、インフレ率と失業率の合計で表されます。先進国市場データには、米国、英国、日本、カナダ、ユーロ圏が含まれます。

これ以降、マクロ経済は概ねこの路線に沿って進んできました。しかしながら、いくつかの重要な点で、ショックは予想以上に顕著で、戦争による経済混乱が激化しています。欧米の経済制裁と、ロシアが対抗手段として複数のパイプラインによる欧州へのガス供給を制限し、最近では遮断しようとする動きは、経済に重大な影響をもたらすでしょう。インフレ圧力は、米国だけでなく、様々な地域で定着しつつあるように見えます。また、中央銀行がインフレとの闘いに注力することで、金融状況は予想よりも大幅に引き締まっており、米国はドル高もあって金融状況の引き締めが最も顕著になっています。

3月以降、予期せぬ事態もいくつか起きています。中国経済は予想外に失速しました。新型コロナに関連した断続的なロックダウンや政策緩和の小刻みのアプローチが、景気の重しになったことがその理由です。また、財政政策の地域ごとのばらつきは一段と大きくなり、英国とユーロ圏では需要を押し上げる支援策を強化しています。実際、英国とユーロ圏の政府にとっては、エネルギー価格の高騰による消費者や企業の打撃を緩和することが、最優先課題になっています。英国では、9月下旬に大規模な財政パッケージが発表されました。政策の柱は、幅広い減税と家計のエネルギー価格に上限を設けることで、その規模は初年度だけでGDPの約4%～5%に達します。一方、ユーロ圏内の各国も、エネルギー価格高騰による裁量所得への悪影響を緩和するため、財政移転や補助金の形で政府支出を拡大する動きを見せています。直近ではドイツ政府がGDPの5%相当規模の光熱費に上限を設ける制度の導入を提案しました。ただ、その総額は、英国で提案されている規模には遠く及びません。

見通し:高まるマクロ経済の悲惨さ

こうした動きは、世界経済に遅れて影響を及ぼします。向こう6～12カ月の見通しには3つの重要な意味合いがあるとみています。

1) 景気後退の可能性は高く、失業率は上昇の構え

主要先進国、とりわけユーロ圏と英国では、政府が景気の下支えに一段と注力しているにもかかわらず、景気が後退し、失業率が上昇する可能性がかなり高いとみられます。

パイプラインは欧州のエネルギー輸入の主要な手段ですが、今回の地政学上の対立を受けてロシアは、複数のパイプラインを通るガスの流量を大幅に削減し、さらには遮断するまでになっています。ユーロ圏は、非強制的な割り当て制度や、ロシア以外の地域からの天然ガス輸入の増加、財政措置による負担の分担などで対応してきましたが、ユーロ圏の人々は依然として記録的な天然ガス価格(例年より厳冬になった場合、強制的な割り当て制の脅威)に直面しています。そうなれば裁量的な実質所得が減り、多くの工場の稼働が非経済的になり、グローバルなサプライチェーン全体のコストが上昇します。

ロシアとユーロ圏以外の主要市場との直接的な貿易の結びつきは限られていますが、ユーロ圏の鉱工業生産と貿易の流れが阻害されるにつれて、混乱は英国、米国をはじめ他の先進国に波及する可能性が高いとみられます。特に脆弱に見えるのが英国です。エネルギー価格高騰から家計を保護することを柱とした財政刺激策を打ち出していますが、ユーロ圏と貿易面での結びつきが強く、全般に電源や電力の輸入依存度が高いことがその理由です。

一方、米国の実質GDPも小幅な収縮期を迎える可能性が高く、失業率はNAIRUの推計値を上回る水準に押し上げられるとみられます（NAIRUは、「インフレ率を加速しない失業率」で、米国議会予算局によると約4%と推計されています）。米国内の堅調なエネルギー生産は、ユーロ圏と英国の電力不足危機の影響を遮断するのに役立ちます。とはいえ、ユーロ圏の貿易フローの阻害とサプライチェーンの混乱は、スタグフレーションを起こしかねないショックであり、米国経済の妨げになるでしょう。しかもそれは、2008年の金融危機以来最速のペースで金融状況が引き締まり、消費者心理や企業心理が全般に低調で、不確実性が高まり、総じて米国経済のハードランディングのリスクが高まる状況に対処する中で起きるのです。（2021年2月現在のOECDの貿易の付加価値データによると）、米国で消費される財とサービス全体のうち欧州を調達源とするのは3%に過ぎません。付加価値の小さい構成要素の不足が、サプライチェーンに大きな影響を与えることは、パンデミックで明らかになりました。ドイツの化学産業は、肥料、工業部品、自動車をはじめとする様々な製品の重要な投入であり、その脆弱性が特に懸念されます。こうしたショックが相まって、企業の収益性の重しとなり、投資が制限され、最終的には米国の失業率の上昇につながると予想されます。

最後に、中国が景気後退に陥るとは予想していませんが、同国のゼロ・コロナ政策と不動産セクターの景気後退に伴う実質成長の下振れリスクはあるとみています。ロシアとの貿易は多少増加しているものの、米国、欧州、その他の先進国への輸出の減少も、成長目標の維持に努める中国の政策当局にとって、強い逆風になる可能性が高いでしょう。

こうした厳しい見通しではあるものの、PIMCOの基本シナリオでは、主要先進国全般で比較的浅い景気後退を予想しています。その理由は以下の通りです。（1）家計と民間セクターのバランスシートは平均して引き続き堅固である、（2）インフレ環境で債務制約の拘束力が弱まりつつある、そして（3）これまでのところ、金融状況の急速な引き締めによって銀行や資金調達市場にはまだストレスが生じているわけではないこと、が挙げられます。もっとも、最近の英国の出来事を背景とした世界的な金融状況の引き締めりは、実体経済と金融市場の結びつきや、金融市場で不測の事態が起きた際は、主要先進国により深刻な景気後退を引き起こすリスクを改めて浮き彫りにしました。

2) 粘着性のあるインフレ

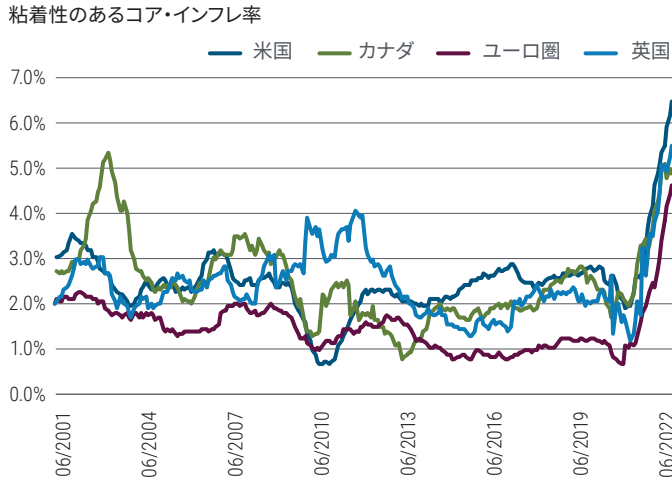
足元で中央銀行の目標を上回るコア・インフレ率は、定着しつつあるように見えます。総合インフレ率は、PIMCOの短期見通しの対象期間に大幅に緩和される可能性が高いものの、以前の予想よりも時間がかかるとみられます。

政府が卸売価格のエンドユーザーへの転嫁を緩和し、さらには上限を設けようと模索する中、ユーロ圏と英国の消費者は様々な程度で電力と電気料金の高騰の痛みを感じるようになるでしょう。世界的な原油価格の緩和は、米国、カナダ、オーストラリアをはじめ様々な地域の総合インフレ率の緩和に資するとみられます。総合インフレ率については、PIMCOの短期経済予測の対象期間中に、顕著に沈静化すると予想しているのは確かです。ただしこの一部は、試算上の仮定によるものです。というのも、PIMCOではエネルギーのインフレ率予想に、エネルギーの先物曲線を活用しているからです。エネルギー以外のほとんどの物事がそうですが、先進国の景気後退は、ウクライナ戦争だけでなく、ブラウンからグリーン・エネルギー源への世界的な移行に起因する供給制約と相まって世界のエネルギー価格の見通しはいつも以上に不確実なものになっています。

PIMCOの基本シナリオにとってより重要なのは、コア・インフレ率の上昇が定着しつつあると見られる点です。インフレ率の上昇は、パンデミックに伴う世界的な財の生産の混乱の影響を受けたカテゴリーにとどまらず、住居費（シェルター）やサービスなど、価格バスケットの中でも景気循環の影響の強い項目にまで広がっています。実際、インフレの「粘着性」の指標は、主要先進国全般で加速しており、米国での加速が特に顕著です（図表2を参照）。さらに、より長期のインフレ期待の指標も引き続き上昇傾向にあり（図表3を参照）、一方で、労働市場の引き締めりが賃金を押し上げています。これは特に米国で顕著であり、賃金圧力は低賃金・低技能のサービス・セクターから様々な産業、職業、スキルレベルに広がっています。

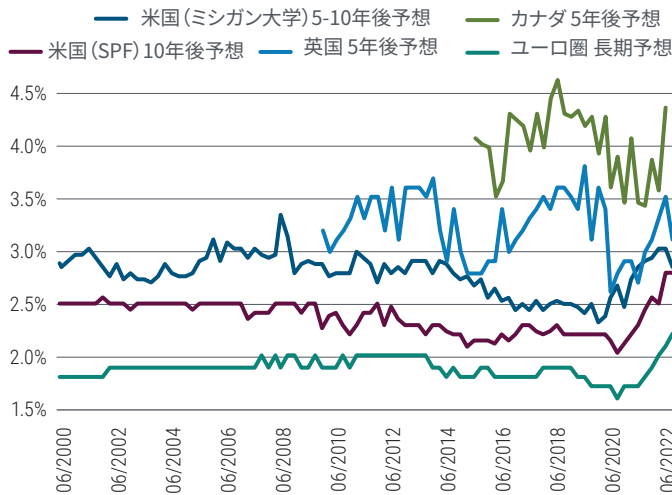
PIMCOの基本シナリオでは、コア・インフレ率が落ち着くまでには中央銀行の最近の見通しより時間がかかると考えています。一方で、実質成長率の見通しの下振れリスクも、インフレの不確実性が通常よりも高いことを示唆しており、より劇的なディスインフレ的な破綻の可能性も有り得ないわけではないとみています。

図表2: コア・インフレ率は、いくつかの先進国市場で、かなり定着し粘着性が高い



出所: ヘイバー・アナリティクス、2022年9月現在のPIMCO試算。「粘着性のある」バスケット価格は、2012年から2019年までの各国/地域で最も変動の少ないカテゴリーを使用して構成されます。算出手順は、マイケルF.ブライアンとブレント・マイヤーによる研究「CPIの一部の価格項目は他の項目よりも将来をより示唆しているか?我々はそう考える」(クリーブランド連銀、2010年)に基づいています。

図表3: 長期インフレ期待は上昇傾向



出所: ヘイバー・アナリティクス、2022年9月現在。米国のデータ(ミシガン大学): ミシガン大学による5年~10年先の消費者インフレ予想。カナダのデータ: カナダ銀行による5年先の消費者期待調査。米国のデータ(SPF): 10年先のCPIのインフレ予想に関する専門家の予測調査。英国のデータ: 5年先の消費者の期待に関するイングランド銀行のインフレ意識調査。ユーロ圏のデータ: ECBの長期インフレ期待に関する専門家の予測調査。

おそらく中央銀行にとって最も懸念されるのは、サプライチェーンの強靱性の構築と、グリーン・エネルギー源への移行という長期的な課題に取り組む中で、インフレの高騰と上昇が起きている点です(2022年6月の長期経済展望:「レジリエンスを求めて」をご参照ください)。価格の上昇は、最終的にはイノベーションへの強いインセンティブになるはずですが、こうした長期的な動向の短期的な意味合いはコストの上昇であり、消費者物価のインフレ率がパンデミック前の低い水準に戻るのを妨げることになります。

3) 金融政策: 長期化する引き締め

失業率の上昇と目標を上回るインフレ率の定着が相まって、中央銀行は厳しい立場に追い込まれていますが、これまでのところ、インフレ率の引き下げに重点を置き、真正面から取り組んでいるようにみえます。インフレ率上昇がインフレ期待を拡大させるといったリスクは、パンデミック関連のサプライショック時よりも広範にわたるとみられる現在のインフレのトレンドという文脈において、より重大だと思われる。そして、インフレの分野が拡大しつつある今、実質金利を中立水準以上にするために、追加的な金融引き締めなしでインフレが自然に鎮静化するかはまったく明確ではありません。これまでのところ、金融状況が総じて引き締まっているにもかかわらず、実質金利は低水準にとどまっており、名目金利のさらなる引き上げを支持する根拠になります。

欧州中央銀行(ECB)は、公式には物価の安定のみを責務としていますが、雇用とインフレの最も厳しいトレードオフに直面する可能性が高いとみられます。ユーロ圏は、主要国の中でもウクライナ戦争と対ロシア経済制裁の影響が最も大きく、GDPの落ち込みが最大となる可能性が高いとみられます。しかし、西側の制裁(およびロシアのエネルギー供給停止)がすぐに撤回される可能性は低いいため、ECBは新たな供給制約に直面して需要を制限することを念頭に置きながら、金融政策を位置づける必要があるでしょう。確かに、ユーロの実質中立金利の推計値は、他の先進国市場の市場金利を大幅に下回っており、ECBは労を少なくして制限的な金融政策スタンスに移行できることを示唆しています。

米連邦準備制度理事会 (FRB)、イングランド銀行 (BOE)、カナダ銀行 (BOC)、その他の先進国の中央銀行も、同様のトレードオフに直面しています。しかしながら、インフレ率が長期目標を大幅に上回るなかで、政策立案者が制限的なスタンスにすることを模索しているため、追加利上げが妥当になるでしょう。特に英国では、BOEが最近の財政出動を相殺するために金融政策を位置づけると予想され、インフレが目標に向かって大幅に緩和されるまで、金利水準を維持するとみられます。米国では、FRBが政策金利を4.5%~5%のレンジに引き上げた後、一旦休止して、引き締めが経済に与える影響を評価するものと予想しています (金融政策が経済に与える影響は、時間的な遅れを伴い、しかも不安定であることを認識しています)。

最終的にどの程度まで政策金利を引き上げれば、十分に制限的な金融状況になるかは、それぞれの経済の金利感応度次第です。最近の住宅市場の動向から判断すると、カナダ、オーストラリア、ニュージーランドの中央銀行は、米国や特に英国よりも先に一旦休止のポイントに達する可能性があります。英国では先般、長期金利の急激な調整による英国の年金制度に対するシステムック・リスクを軽減するため、BOEはバランスシートの縮小から拡大へと方針を転換しましたが、財政刺激策が発表されたことを受けて、BOEの政策金利の最終的な到達点は、他の先進国の中央銀行の政策金利を大幅に上回る可能性があります。

インフレ率が長期目標を大幅に上回る中、政策立案者が制限的なスタンスを実現するには、さらなる利上げが適切でしょう。

この見通しの唯一の例外が、日本銀行 (日銀) です。日本のインフレ率がこれまでのところ、驚くほど落ち着いていることがその理由です。日本のインフレ動向が最終的に諸外国を後追いするようであれば、日銀はそれに応じて政策を調整することになるでしょう。しかし、今のところ賃金圧力は落ち着いており、日銀はインフレ期待のアンカリングに引き続き注力するものとみられます。インフレ期待は、長年にわたり目標水準を下回り続けるインフレ率に適應しています。

言うまでもありませんが、こうした金融政策の見通しは、ハードランディングのリスクも高めます。PIMCOの基本シナリオでは、浅い景気後退を予想していますが、中央銀行が金利やバランスシートといった切れ味の鈍い手段で需要を減速させなければならない環境では、金融市場の不測の事態や債券市場の突然の停止といったリスクが高まる傾向があります。こうした二次的な影響を、事前に予測するのは困難です。市場が既にストレス下にある中、システムックな金融市場の繋がりは、事後的にしか明らかになりません。

次の景気後退：浅いが期間は長い

PIMCOの基本シナリオでは、先進国全般での浅い景気後退を予想していますが、成長率がトレンドを上回るペースに速やかに戻るとは予想していません。インフレ率が中央銀行の目標を大幅に上回り、パンデミック後の財政赤字と債務が大幅に増加しているため、景気後退に対する財政政策の対応も控えめなものになると見られます。このためマイナス成長となった後も景気は低迷を続け、しばらくの間、成長率はトレンドを下回ると予想しています。インフレ率の低下が失業率の上昇によって相殺されるため、悲惨指数は、たとえピークに達しても安心できる水準に戻るにはそれなりに時間がかかるかもしれません。

ユーロ圏や英国では、景気が後退する中、財政緩和が緩衝材になると予想していますが、中央銀行のさらなるインフレ圧力への対応を考えると、財政緩和は景気後退を回避するには不十分で、その後、成長率をトレンドを上回る水準に戻す可能性も低いとみえています。米国では、インフレ亢進が懸念される中、民主・共和両党が対立していることから、当面はせいぜい小幅な追加財政支援が見込めるに過ぎません。

こうした財政見通しは、中央銀行の引き締め政策と相まって、短期的な成長には好ましい材料ではありませんが、インフレを克服するにはまさしく必要なものでしょう。パンデミックのエピソードは、インフレが貨幣的な現象であるだけでなく、財政的な現象でもあることをはっきりと示しました。

投資への意味合い

すべての年限で利回りが上昇していることから、債券に投資する根拠は足元で一段と強まっていると考えています。PIMCOでは、質の高い債券市場ほど長期平均とより整合的なリターンをもたらすことができると考えており、ほとんどの市場でイールドカーブの短期部分は、既に十分な金融引き締めを織り込んでいるとみています。このように債券市場で高まりつつある価値を活用できる機会が豊富にあるとみています。例えば投資家は、過去1年で大幅に増加した品の高いベンチマーク利回りのエクスポージャーと、質の高いスプレッドセクターの厳選したエクスポージャーを組み合わせることで、アクティブ運用による潜在的なアルファを追加することが可能です。PIMCOの短期見通しに照らすと、リターンのポテンシャルは魅力的であり、多くの投資家は債券に回帰することで報われる可能性が高いだろうと考えています。

さらに、インカムのポテンシャルの向上に加えて、利回りが十分に高いため、成長率とインフレ率が予想を下回った場合や、株式市場の弱さが目立った場合には、キャピタルゲインをもたらす可能性があるとみています。品の高い債券と株式の典型的な負の相関が再度強まると予想しており、そうなれば、株価が下落した場合に一般に価値が上昇する、質の高いコア債券のヘッジ特性が向上するとみています。また、債券市場の足元での利回り上昇は、不確実性が高く、ボラティリティが上昇する可能性のあるこの時期をやり過ごすことを選択した人々の埋め合わせにも役立ちます。

質の高い債券市場は、今や長期平均にかなり近いリターンをもたらすことが見込めるようになったと考えています。



確かに、PIMCOの予想以上にインフレに粘着性があれば、中央銀行は現在織り込まれている以上の利上げを余儀なくされるかもしれません。また、景気後退がPIMCOの予想並みに浅ければ、政策立案者は現在の高インフレのなかで成長を後押しするため、政策金利の引き下げを遅らせる可能性があります。「中央銀行プット」は、過去10年から20年に比べて損失を出す可能性が高くなっています。つまり、中央銀行がもたつく市場にテコ入れする政策をとると想定することは、通常よりリスクが高いようにみえます。長期に焦点を合わせることは、投資家が不確実性を乗り越えるのに役立つはずですが。

しかし、インフレの軌道の明確な変化は、確かに成長と市場の安定に対する懸念への突然の転換につながる可能性があります。PIMCOでは、株式と債券が異なる方向に動く正常なパターンは徐々に戻って来ると予想していますが、マクロ経済や市場の混乱が大きかった場合、債券と株式の相関関係がにわかに正常化され、この移行に耐える柔軟性と強靭性に欠けるポートフォリオのリスクが高まる可能性があるかとみています。

コア債券戦略

コア債券ポートフォリオにおいては、現在は、様々なリスク要因についてリスクを軽減し、いくらか待機資金を維持（流動性を維持）するという積極的かつ慎重な判断を下す環境にあると考えます。流動性管理は常に重要ですが、困難で不確実性の高い市場環境においては特に重要です。PIMCOでは、長期の見通しに沿って、さまざまな経済的、地政学的、市場的成果に対して強靭なポートフォリオを維持することを検討します。

質の高いデュレーションと質の高いスプレッド資産に価値を見出しています。短期経済予測の対象期間中には、デュレーションとスプレッドのポジションニングの両方でポートフォリオにリスクを追加する好機があると予想していますが、当面は、両方にきわめて慎重な姿勢を取る必要がある点を強調しておきます。

デュレーションについては、ベンチマーク重視のポートフォリオにおいて中立に近い水準を見込んでいます。足元でのデュレーションは概ね適正で、グローバル市場の大半で予想レンジの真ん中にあるかとみています。短期的なインフレ・リスクを踏まえると、場合によってはデュレーションを小幅アンダーウエイトにする可能性もあり

ますが、全体としてはデュレーションへの確信は低く、債券市場においてはポートフォリオを過度の金利リスクにさらすことなく、魅力的なリターンを追求できると考えています。日本は特殊なケースで、一部の戦略において、日銀が長期的にイールドカーブ・コントロールから離れることを前提としたポジションニングが理に適うとみています。

モーゲージ債(MBS)

政府系モーゲージ債のオーバーウエイト・ポジションを予想しています。バリュエーションと、FRBのバランスシート上に大量の低クーポンMBSがあることを踏まえ、低クーポンより高クーポン債を選好しています。政府系モーゲージ債は、トリプルA格の資産で、相対的に魅力的なスプレッド、高水準の強靭性、潤沢な流動性を提供します。FRBが量的引き締めプロセスの一環として、(単に元本の再投資額を制限するのではなく)、ある時点で、バランスシート上の低クーポン・モーゲージ債の売却を開始するリスクはありますが、短期的に困難な現在の環境で、そのリスクが顕在化するとは予想していません。

パブリック／プライベート・クレジットと証券化商品

スプレッド資産については、不確実性と景気後退リスクを踏まえた短期的な警戒と、スプレッドがさらに拡大する可能性はあるものの、デフォルトの可能性はきわめて低いだろう質が高く、強靭な資産を重視した長期的観点とのバランスを取るよう努める方針です。これには、質の高い様々な証券化商品、投資適格債、金融銘柄、さらには、様々な経済的逆境に耐えうる強靭なバランスシートをもつ一部のハイイールド債が含まれます。一般的な企業クレジットについては、アンダーウエイトとする方針です。

PIMCOでは、クレジット市場の中でも景気循環への感応度が高い分野は極力避ける方針です。具体的には、脆弱なエマージング市場の企業エクスポージャー、格付けの低い銀行ローン、プライベート・クレジット市場の一部セグメントが含まれ、質の低い借り手は、債務返済コストの上昇を通じて中央銀行の利上げの影響を直接被ると共に、収益力の悪化を伴う可能性があります。

予想される経済・金融市場の実現ボラティリティは、忍耐力と新たな資本を備えた投資家にとって、非常に魅力的な機会につながるとみえています。プライベート市場とパブリック市場の資産評価のギャップは依然として大きいものの、プライベート市場で調整が進み、企業クレジットと不動産の分野の課題が明白になるにつれて、潜在的に大きなリターンをもたらす膨大な投資機会が浮上するはずで、この点については、高い確信をもっています。

為替市場およびエマージング市場

通貨については、米ドルの割高なバリュエーション(今後数四半期で米ドルがピークを迎えると予想しています)と、世界経済が減速する中で継続的な質への逃避のリスクのバランスを取りながら、米ドルの大規模なポジションの回避を模索していくこととなります。ただし、米ドルから離れた相対バリュー・トレードの好機を見出すことを期待しています。

景気サイクルの現段階では、FRBの政策金利の最終的な到達地点を巡る不確実性に照らして、エマージング市場のエクスポージャーには慎重な姿勢を取ることになるとみられます。しかしながら、エマージング投資には、非常に幅広い投資機会が揃っています。高い実質金利と、先進国の同等の債券に比べてかなり上乘せされたスプレッドは、現下の政治的、地政学的ボラティリティに対して、ある程度、クッションになるはずで、また、エマージング諸国の一部で固有の価値が創出されており、これにより、先進国や中国発のショックを吸収しながら、エマージング諸国間の軌道のばらつきを活用する、アクティブ運用のアプローチが可能になると考えています。

コモディティおよび物価連動債

コモディティ市場は、依然として、より広範な市場が直面する課題の震源地となっています。とはいえ、コモディティはインフレ・リスクに対する強力なヘッジ手段になる可能性があります。

景気減速と供給制約の継続という相反する要因によって、コモディティ価格の見直しには大きな不確実性が生じています。パイプ天然ガス供給の急激な減少は、消費者インフレの強力な触媒であ

るだけでなく、電力、石炭、卑金属、石油、肥料などの他の商品市場にも直接渡っており、後者は農家のコストを増加させ、作付面積を拡大するためのインセンティブを低下させるだけです。ガス・電力市場に衝撃を与えるロシアの能力は、既に供給が大きく落ち込んでいることを考えると低下していますが、海運保険の制限を含む石油貿易に対する今後の制裁は、ロシアの供給をさらに低下させる可能性があります。OPECプラスの余剰生産能力が過去20年間で最低水準に近づいているため、ロシアの供給の損失は、ここからの石油価格を支えることとなります。ブルームバーク商品指数などのコモディティ指数は現在、2022年9月時点で10%を超えるプラスのキャリーを提供しています(つまり、フォワードカーブはすでに循環的な期間にわたって商品価格の大幅な下落を割り引いています)。コモディティのインフレ全体への寄与や中央銀行の政策への影響を考えると、コモディティのエクスポージャーをインフレ・ヘッジとして活用する根拠は、かつてないほど強くなっています。

また、長期の米物価連動債(TIPS)への小幅な配分が、適正なバリュエーションでのインフレ・ヘッジに役立つ可能性があるとの見方を継続しています。

アセットアロケーションと株式

アセットアロケーションのポートフォリオにおいては、株式のベータリスク全般をアンダーウエイトとする見通しです。開始時のバリュエーションや、コンセンサスの収益予想が、現在進行中の中央銀行の引き締めや景気後退リスクの高まりをまだ十分に織り込んでいないと見られることを踏まえると、世界の株式市場には下振れリスクがあるとみえています。PIMCOでは、1株当たり利益(EPS)の格下げに伴う株価収益率の引き下げを見込んでいます。企業は、需要が徐々に減退する中でコスト圧力が継続し、利幅が圧縮されかねないという非常に困難な環境を切り抜けていかねばなりません。こうした環境では、景気循環に敏感なセクターをアンダーウエイトとする一方、バランスシートが健全で、よりディフェンシブなセクターとの取引が多い質の高い企業を、適切なバリュエーションで組み入れることを選好します。

すべての投資 リスクを含み、価値を失う可能性があります。**債券市場への投資** は、市場、金利、発行体、信用、インフレリスク、流動性リスクなどのリスクを伴います。ほとんどの債券と債券戦略の価値は、金利の変化の影響を受けます。期間の長い債券や債券戦略は、期間の短い債券や債券戦略よりも敏感で不安定な傾向があります。債券価格は一般的に金利が上昇するにつれて下落し、低金利環境はこのリスクを高めます。債券カウンターパーティ能力の低下は、市場流動性の低下と価格変動の増加に寄与する可能性があります。債券投資は、償還時の元のコストよりも多かれ少なかれ価値があるかもしれません。**商品**、市場、政治、規制、自然条件など、リスクの高まりを含み、すべての投資家にとって適切ではない可能性があります。**株式** は、実際の市場および認識されている一般的な市場、経済および業界の状況の両方により、価値が低下する可能性があります。**外貨建ておよび/または本籍地の証券への投資** には、為替変動によるリスクの高まりや、新興市場では高まる可能性のある経済的・政治的リスクが伴う可能性があります。**通貨レート** は短期間で大きく変動し、ポートフォリオのリターンを低下させる可能性があります。**住宅ローンおよび資産担保証券** は、金利の変化に敏感であり、早期返済リスクを伴い、一般的に政府、政府機関または民間の保証人によって支援されていますが、保証人がその義務を果たすという保証はありません。エージェンシーおよび非エージェンシーの住宅ローン担保証券への言及は、米国で発行された住宅ローンを指します。政府が発行する**インフレ連動債(ILB)** は、インフレ率に応じて元本価値が定期的に調整される債券です。ILBは、実質金利が上昇すると価値が低下します。財務省インフレ保護証券(TIPS)は、米国政府が発行するILBです。民間信用には、非流動性リスクの対象となる可能性のある非公開証券への投資が含まれます。**プライベートクレジット** に投資するポートフォリオは、レバレッジをかけられ、投資損失のリスクを高める投機的投資慣行に従事する可能性があります。分散投資は損失に対する保証はありません。

アルファとは、リスク調整後の運用成績を計る指標であり、ポートフォリオのリスク調整後の運用成績のボラティリティ(価格変動リスク)とベンチマーク・インデックスを比較することによって求められます。つまり、ベンチマークに対する超過リターンがアルファを構成します。アルファはプラスの場合もマイナスの場合もあります。**ベータ**とは、市場変動に対する価格の感応度を計る指標です。マーケット・ベータは1と定義されます。**ロールダウン**とは、上向きに傾斜したイールドカーブを想定して、債券が満期に近づくにつれて実現されるリターンの形態です。

ここでの「割安」、「割高」という用語は、当該証券や資産クラスの長期平均並びに運用担当者の将来予想価格を大幅に下回る、あるいは上回るという意味で使われています。将来の運用成果や、証券の評価による利益の確定または損失の回避が保証されるものではありません。

特定の証券の信用格付により、ポートフォリオ全体の安定性や安全性が保証されるものではありません。個別の銘柄、および発行体の信用格付はそれらの信用度を示すため付与されており、一般的には、信用格付会社スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ、フィッチそれぞれ、最高格付のAAA、Aaa、AAAから最低格付D、C、Dまでの幅があります。

本資料に含まれる予測や推計及び特定の情報は独自のリサーチを基としており、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。予測や推計は本質的な限界があり、実際のパフォーマンス・レコードとは異なり、現実の取引や流動性の制約、手数料およびその他の費用が反映されていません。さらに、将来の成果に関する記述は、お客様のポートフォリオの運用成果の見込みや保証をするものではありません。

金融市場動向やポートフォリオ戦略に関する説明は現在の市場環境に基づくものであり、市場環境は変化します。本資料で言及した投資戦略が、あらゆる市場環境においても有効である、またはあらゆる投資家に相応しいという保証はありません。投資家は、自らの長期的な投資能力、特に市場が悪化した局面における投資能力を評価する必要があります。投資判断にあたっては、必要に応じて投資の専門家にご相談ください。見直しおよび戦略は予告なしに変更される場合があります。

本資料には、本資料作成時点でのPIMCOの見解が含まれていますが、その見解は予告なしに変更される場合があります。本資料は情報提供を目的としたものです。資料に記載されている情報は、信頼に足ると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。

ピムコジャパンリミテッドが提供する投資信託商品やサービスは、日本の居住者であり、かつ法律による制約のない方に対して提供するものであり、かかる商品やサービスが許可されていない国・地域の方に提供するものではありません。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、デリバティブ取引等の価値、金融市場の相場や金利等の変動、及び組入有価証券の発行体の財務状況や信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、損失をこうむることがあります。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。弊社が行う金融商品取引業に関してお客様にご負担頂く手数料等には、弊社に対する報酬及び有価証券等の売買手数料や保管費用等の諸費用がありますが、それらの報酬及び諸費用の種類ごと及び合計の金額・上限額・計算方法は、投資戦略や運用の状況、期間、残高等により異なるため表示することができません。

PIMCOは、アリアンツ・アセット・マネジメント・オブ・アメリカ・エル・ピーの米国およびその他の国における商標です。

本資料の一部、もしくは全部を書面による許可なくして転載、引用することを禁じます。本資料の著作権はPIMCOに帰属します。

(注) PIMCOはパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーを意味しその関係会社を含むグループ総称として用いられることがあります。©2022

ピムコジャパンリミテッド 東京都港区虎ノ門4-1-28虎ノ門タワーズオフィス18階

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第382号

加入協会: 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会