



## 世界が暑くなる中、少なくともインフレはクールダウンし始める

市場が熱狂に包まれるなか、アイスクリームもその熱を冷ますのには十分ではないようです。

2023年7月14日

著者  
マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者 (CIO)



### コメント要約

- 米消費者物価指数（CPI）の落ち着きは市場を押し上げたものの、インフレは以前高すぎる水準にあることから、追加利上げが実施される可能性は高いと見ています。
- インフレがFRBの目標に回帰しているとの期待感が市場の楽観的な見方を後押ししています。
- 米国債の利回りカーブには、2024年までの大幅な金融緩和見通しが織り込まれています。
- 英国では、金融政策の影響が本格的に現れ始めています。
- この先、市場の注目は徐々に経済指標から中央銀行へ移行するとみています。

先週の金融市場では、米消費者物価指数（CPI）に落ち着きが見られたことが、金融引き締めサイクルが早期に転換点を迎えるとの期待感の再燃につながり、市場を押し上げました。前年同月比で見たコアCPIは5.3%から4.8%に鈍化し、これは明らかに米連邦準備制度理事会（FRB）が歓迎すべき内容でしょう。ただし、6ヶ月連続で0.4%の伸びが記録されていた前月比ベースで見ると、依然0.2%の伸びが確認されたことは特筆すべきでしょう。

その意味で、インフレは依然として高すぎる水準にあり、前週に発表された雇用統計が米国経済鈍化の兆しをほとんど示していなかったことと相まって、今月末に米連邦公開市場委員会

(FOMC) が利上げを見送るための材料としては不十分である可能性が高いでしょう。投資家は、価格圧力の低下ペースが成長鈍化ペースを上回っていると察しているようで、このことも、経済の幾分ソフトなランディングを見据えた期待感の醸成につながり、株式市場や社債市場を支えています。しかし、そのような熱狂の最中では、足元の市場の動きのどの程度が持続可能なものであるかを問うことが賢明であると考えています。

米国債のイールドカーブの動きを見ると、引き続き方向感を持った動きをしているように見えます。つまり、金利の低下局面においては、短期ゾーンがこれを主導する中でイールドカーブはブル・スティーブ化する一方、金利の上昇局面ではその反対にフラット化する傾向が見られると言うことです。したがって、米国の利回りの低下余地を精査する上では、イールドカーブの2年ゾーンの価格評価が興味深い分析対象となります。具体的には、足元の2年債の名目利回りは4.65%近辺ですが、これを金利フォワードを使って分解すると、1年先の1年フォワード金利が4.05%の水準であることを示唆しています。

言い換えれば、目先政策金利が5.5%近辺でピークをつけると予想されている中、市場は2024年を通じて大幅な利下げを完全に織り込んでおり、来年末時点では政策金利が4%を下回ることが想定されていることを意味します。

このようなフォワード金利で見た政策金利の織り込みは、過去数ヶ月間に亘るFRBの予測を継続的かつ大幅に下回っており、金利市場に存在する強気バイアスを示しています。そのような点を踏まえ、米国債利回りの低下が継続するためには、政策金利がさらに低下するとの確信が必要となり、現段階ではそう断言することに強い確信を持ちづらいついて考えています。

我々の分析を踏まえると、米国のインフレは今年中に3%近辺までクールダウンするものの、米労働市場に大幅な弱含みが見られたり、米消費が急激に落ち込まない限りは、FRBが目標とする2%に回帰するのは、なかなか難しいであろうと考えています。

経済活動が強さを維持し、労働市場が歴史的に逼迫した状態が続く中、FRBが政策の緩和を急ぐ理由はほとんどないとみています。堅調な株式及び社債市場、米ドル安が、全て足元の緩和的な金融環境につながっている中では、尚更です。ただし最終的には、過去の金融引き締めの影響がこの先数四半期に亘ってタイムラグを伴って経済に及ぶとの見方を維持しています。

結果として足元の米政策金利の織り込みはフェア・バリューからさほど大きく乖離していないと結論付けています。そのような点を踏まえ、米国金利に関しては、今年初めの時点からそうであるように、機動的なレンジ取引に適した投資環境になっているとみています。

金利の観点で、ここ最近より興味深いと考えているのは英国市場です。英国では、より確信を持ってこの先数ヶ月間での景気減速を予想しており、金融政策のタイムラグも短いことから、これまでの利上げの影響が本格的に現れ始めています。特に、過去の低金利で組んだローンをかなり高い金利で更新されることで、住宅ローンの借り手の多くが痛みを感じ始めています。

さらに、ベイリー総裁率いるイングランド銀行（英中央銀行、BoE）は、我々が面談する他の中央銀行と比較して、かなりハト派寄りのメッセージを発信し続けています。つまり、足元のインフレの大半が供給側のショックに起因するものであるとの見方に基づき、金融政策が達成できることの限界を認めているようにも見受けられます。

また、インフレとの闘いに伴う全ての痛みを、住宅ローンの借り手となっている一部の家計に押しつけることは適切ではなく、金利急騰を抑制するために、金融政策と並行して財政政策も出動することが、より公正であるとの考え方が日増しに広がっているように見受けられます。

英保守党内の大半には理解されていないとしても、スナク首相及びハント財務相はそのような見方を理解しているとみられます。ここでのリスクは、来年後半の選挙を見据え、保守党が自ら自爆ボタンを再び押し、首相交代を目指すことであると言えるでしょう。

ただしそれとは別に、英国の政策金利のピークは、足元で市場が織り込んでいる水準よりも低いと考えています。市場では今年末までに政策金利が6.00%を超える水準に達することが織り込まれていますが、政策金利は5.75%近辺で年末を迎えるとみており、現状の英国短期金利には割安感があるとみています。

先週は欧州市場にとっては比較的静かな一週間で、米国市場につられた動きが見られました。そんな中、米ドル安基調となった結果、ユーロが1ユーロ＝1.10米ドルを突破して上昇し、過去5年の平均レート近辺に達しました。ユーロ高は域内のインフレ圧力の緩和につながりますが、その動きがどの程度持続するかはわかりません。

今年に入ってこれまでのところ、欧州経済は米国経済をアンダーパフォームしており、過去2四半期に亘ってGDP成長率が前四半期比マイナス0.1%となっている事実に基づけば、ユーロ圏はテクニカル・リセッション入りしています。この先数四半期に関しては、エネルギー価格の低下や、これまでに発表された財政刺激計画の影響によって、見通しが改善するとみえています。

しかし、中国経済の見通しについて、直近発表された緩和策にも関わらずやや低調にみており、このことが欧州からの輸出需要の重石になるとみえています。そのような点から、通貨ユーロは、魅力的な金利差や成長格差、価格評価面での割安感など、1ユーロ＝1.20米ドルに押し上げるための要因に欠けるとみえています。

日本では、6月の賃金統計の上振れを受けて、低い水準にあった日本国債利回りがやや上昇しました。日銀の植田総裁は以前、政策正常化を遅らせる要因として賃金の伸びが期待を下回っていることを挙げていました。したがって、賃金に関する良好な話題によって、7月の政策決定会合におけるイルドカーブ・コントロール（YCC）政策の調整に関する憶測が高まりました。

また、超緩和的な政策が割安な水準までの円安をもたらす一因となっているとの、内田副総裁の発言もこのような観測を加速させる要因となりました。これを受け、為替市場ではドル円の水準が145円から139円まで円高が進む展開となりました。今月28日に予定されている会合では、四半期ごとのインフレ見通しが更新される予定となっていますが、2023年及び2024年のインフレ予想が引き上げられる可能性が高いとみており、このことが政策シフトの理由になるとみえています。

その意味で、政策変更は四半期見通しが発表されるタイミングで実施される可能性の方が、その間の会合で実施される可能性よりも高いと言えるでしょう。その点を踏まえ、植田総裁就任後初の会合となった4月の会合での政策変更を予想していましたが、その後の日銀高官との会話から、日銀は当時はまだ、米シリコンバレー銀行（SVB）破綻やそれがリセッション・リスクに及ぼす影響を懸念していたことがわかってきました。

今となってはそれらの懸念材料は一旦は払しょくされているほか、この間、日本とその他海外市場との金利差は拡大の一途をたどっています。このような点を踏まえ、今月の会合で日銀が政策変更を実施するとの見方に一定の正当性はあると考えており、2週間後の会合に向けて、日本国債利回り及び日本円の上昇基調が続く可能性があるかとみえています。

その他の市場では、先週、トルコが「アゾフ連隊」の元司令官らをウクライナに帰国させたほか、黒海経由のウクライナ産穀物輸出合意の延長をロシア側に促すとの報道、さらに軍事用ドローンのウクライナへの提供を支援するなど、北大西洋条約機構（NATO）同盟国寄りの姿勢を示したことを興味深く受け止めました。このような言動はロシア側の反発を買っていますが、おそらくトルコは、ロシアの立場がこの先も弱まると結論付け、どちら側につくかを決定したよう見受けられます。

また総選挙以降、エルドアン氏は率先して主流派の政策へと回帰することを認めているようで、トルコ資産の上昇につながっていますが、通貨リラに関しては、何らかの介入がない限り、フェア・バリューと見られる水準まで下落を続ける余地があると考えています。ロシア資産に関しては、経済制裁の影響でほとんど取引されていませんが、ルーブルはここ最近で幾らか圧力下に置かれ、ユーロに対して100を突破して下落しています。

さらに先週、トルコがスウェーデンのNATO加盟に向けた批准手続きを取ることで合意をしたことは、プーチン大統領が仕掛けた戦争が、おそらく望んだものとは真逆の結果をもたらしていることを物語る出来事でした。ウクライナに関しては、紛争の最中にある今、NATO加盟が認められないことはそれほど驚きではないでしょう。しかし、各国からの揺るぎない支援がある中、この先5年から7年といった時間軸で見れば、ウクライナがEU及びNATOの双方への加盟を成し遂げる可能性はあるとみえています。

## 今後の見通し

目先、市場の注目は徐々に経済指標から中央銀行へ移行するとみています。主要中央銀行の会合が2週間後に控える中、ブラックアウト期間を前にして、この先数日間は中央銀行高官が会合前に自らの見方を共有する最後のチャンスとなります。

ただし、それらの会合前にも、今週は英国及び日本でインフレ指標が発表されます。これら両市場で金利のロング及びショート・ポジションを構築していることから、我々としても特に注目している指標です。

市場のボラティリティを示す指標を見ると、VIX指数は一時13.5と、パンデミック後で最も低水準をつけました。しかし、足元のマクロ経済環境に関しては議論や決定の余地が多くあり、向こう半年後に市場がどこに位置するのかに関しても、かなりの不透明感が存在しています。

一方、議論の余地がそれほどないこととして、今年は地球の歴史の中で最も暑い年になりそうだという事です。クールに、冷静に、落ち着き払う、ということが、この先の夏に向けてのテーマになるかも知れません。

## ディスクレーム

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

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成報報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management