



## シャンパン問題

経済に「泡」のような活気が多く残っているのはどの国でしょうか。

2023年9月22日

著者  
マーク・ダウディング  
ブルーベイ債券部門  
最高投資責任者(CIO)



### コメント要約

- 米連邦公開市場委員会（FOMC）は政策金利を据え置く一方で、2023年中にあと1回の利上げを行う可能性を残しました。
- 経済は依然として堅調ななか、政策金利が長きにわたり高水準に留まるとの見方が根付いています。
- 英国では、8月のインフレ率が予想を下回ったことを受け、イングランド銀行は、政策金利を5.25%に据え置きました。
- 欧州のその他の地域では、利回りの上昇がリスク資産の全般的な弱含みにつながる中、社債スプレッドは拡大基調となりました。
- グローバルな利回り上昇や堅調な経済指標を背景に、他の主要国と日本の政策金利差は拡大しています。
- この先を見据えると、あらゆる市場において決定的な瞬間が近づいているように思えます。

先週は、米連邦公開市場委員会（FOMC）を受けて米国債利回りが直近の最高水準を更新しました。パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は政策金利を5.37%（目標レンジの中央値）に据え置く一方で、2023年中にあと1回の利上げを行う可能性を残しました。また、2024年に予想される利下げ幅を縮小させたことも、政策金利がより長く、高水準に留まることを

示唆し、投資家心理の重石となりました。

多くの市場参加者は、政策金利がピークをつけた後即座に低下するとの推測に基づき、投資をしてきたとみられます。しかし、経済活動は依然として概ね堅調で、労働市場も引き締まっている中、FOMCがよりハト派寄りの姿勢を取るまでに、政策金利が現状の水準、もしくはそれに近い水準で、9ヶ月以上据え置かれる可能性もありそうです。

利回り曲線が逆イールド化していることから、このことは利回りの足かせとなります。多くの投資家が既にデュレーションのロング・ポジションを誤って取っている中、利回りを低下につなげるきっかけも見られず、現時点では投資家の動きは鈍い状態が続きそうです。

米労働市場に目を向けると、引き続き週次の失業保険申請件数の力強さが目を引きまします。また、採用活動は減速しているものの、賃金圧力は引き続き高い状態が見られます。全米自動車労組（UAW）によるストライキは、このことを一段と物語る例であると言え、今回のストライキが一時的な経済活動の弱含みにつながったとしても、労働争議が比較的短期間で終われば反発が見込まれるでしょう。

全般的に言えば、金融引き締めが来年の後半に本格的な影響をもたらすまで、インフレ率は3～4%の間にしばらく留まる可能性があるかとみています。また、長期の自然利子率（Rスター）に関する憶測に関しても、問いを投げ掛け続けます。今のところ、FRB参加者の大半が、同水準を2.5%近辺であるとの見方を維持していますが、そのような見方に対してますます厳しい精査が行われ始めています。

我々の分析では、政策金利が高水準に留まる期間が長ければ長いほど、Rスターの上方修正を予測する傾向が強まります。つまり、インフレ圧力が継続的に高止まりしていることを踏まえれば、自然利子率はもはや3%もしくは3.5%近辺にあるとも考えられます。考え方がその方向にシフトしていくことは、長期デュレーションの資産にとって重石となる、さらなる要因となり得るでしょう。

欧州では、先週は英国が最も市場の注目を集めました。8月のインフレ率が予想を下回ったことを受け、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は先週、政策金利を5.25%に据え置きました。この先数ヶ月間では、ベース効果によってインフレがさらに落ち着く可能性があり、経済も減速していることから、同中銀が据え置き姿勢を維持するとの見方が優勢です。

しかし、今月発表されたインフレ率は、一部の一時的な要因による影響を受けていたということも考慮する必要があります。さらに、英国のコアCPIは依然として6%を上回っており、賃金も8%を上回るペースで上昇するとともに、その勢いは加速しています。このような見方を踏まえると、年末もしくは2024年初めの時点で、インフレが再び上昇に向かう可能性は排除出来ないかとみています。

その点においては、原油価格の上昇も懸念材料となります。先週リヤドで行ったミーティングでは、サウジアラビアが現状石油輸出国機構（OPEC）及び原油価格をコントロール出来ている状態に満足しており、ここ最近の原油価格の力強さを維持したいとの意向が伺えました。さらに、米経済の力強さが米ドルを押し上げる中、米国以外の地域では、原油価格の動きがインフレに与える影響がより大きくなっています。

また先週は、カナダのインフレ指標の内容も興味深く受け止めました。カナダ経済は、ほんの数ヶ月前にはソフト・ランディングが達成可能であるように見受けられました。しかし、政策金利が据え置かれた期間を経てインフレが再加速し、カナダ銀行（中央銀行）は再び利上げを始めました。

この経験が、他の経済でも繰り返されることになるのでしょうか。英国では、スタグフレーションが引き続き現実味を帯びているとみています。経済成長は苦戦する一方、物価の伸びは4～5%の間で高止まりする可能性があり、BoEは難しい舵取りを迫られるでしょう。最終的には、同中銀のモデルが成長減速による物価の冷え込みを前提としていることから、BoEがハト派寄りの道を選ぶとみています。

しかし、インフレ期待が既に一定の上昇を見せている中、そのような道のりにはやや懐疑的な見方をしており、政策担当者が成長を支援しようとする中で、英ポンドには圧力が掛かるとの見方を維持しています。

欧州のその他の地域では、利回りが米国市場の動きにややつられる格好となり、ドイツ国債利回りは2011年振りの高水準となりました。一方で、利回りの上昇がリスク資産の全般的な弱含みにつながる中、社債スプレッドは拡大基調となりました。

月初旬に見られた巨額の新規発行を経て、投資家のクレジット・リスクはやや満杯になっているかもしれませんが、ただしこれまでのところ、市場の軟調な動きにそれほどの混乱は見られていません。一般的には、クレジット・リスクを保有する際、金利リスクをヘッジしない形で保有することが理にかなっているとされていました。経済成長が弱含み、リセッション懸念からスプレッドが拡大した場合には、国債利回りが低下するであろうとの見方に基づくものです。

ただしこのような投資姿勢は、インフレ動向がより厄介で、利回りがさらに上昇する局面では機能しません。その意味で、2022年には、金利リスクのロング・ポジションとリスク資産のロング・ポジションという投資の組み合わせが大幅なマイナス・リターンにつながり、一般常識が覆され始めました。

そのような点で見ると、足元で米国総合債券指数のリターンも今年に入って初めてマイナス圏に入ってきたことも注目に値しそうです。

日本では、植田日銀総裁へのプレッシャーが高まる中で日銀の金融政策決定会合を迎えました。グローバルな利回り上昇や堅調な経済指標を背景に、他の主要国と日本の政策金利差は拡大しており、日本円を保有する際のキャリー面での負担は増しています。

円は極めて割安な通貨であると考えていますが、日銀が過度にハト派寄りの姿勢に同調することで円安を助長し、国債購入額を積み増すことで結果としてさらなる金融緩和を行っているように見受けられます。

このような状況は擁護できないものとなり始めており、円安は基調的なインフレ圧力に拍車を掛け、日銀がさらに物価上昇への対応が遅れるビハインド・ザ・カーブ（後手に回る）リスクを高めているように思えます。

財務当局は、円の下落を食い止めるために米当局に協力を仰いでいる可能性があります。問題はより身近な国内にあるのかもしれませんが。グローバル経済の状況が短期的に大きく減速しない限り、日銀へのプレッシャーは高まる一方であるとみられ、仮に日銀が過度に楽観的な姿勢を、長きに亘って維持し続けられれば、植田総裁は最終的に極めて大幅な金融引き締めを迫られるリスクがあるとみています。

## 今後の見通し

この先を見据えると、あらゆる市場において決定的な瞬間が近づいているように思えます。利回りのさらなる上昇は、米10年債利回りで4.5%、2年債利回りで5.25%を突破した場合などに、ポジション解消の動きにつながるとみています。一方で、ここ最近の株価の下落基調が続くようであれば、全般的にはより広範なりスク資産の下落につながり兼ねないとみています。

その意味で、米国債利回りの上昇及びクレジット・スプレッドの拡大が市場で最も痛手となる組み合わせとみられますが、ひとたびポジション解消の動きが見られれば、興味深いエントリー・ポイントになり得ると考えています。その場合、まずはCDSを通じた社債のヘッジ・ポジションを削減することを検討しますが、現時点ではもう少し市場の進展を見極めるために様子見の姿勢を維持したいと思っています。

その他では、長期の英国債と米国債の相対価値の動きに注目しており、英長期債の利回りが米長期債利回りを20bps下回ったタイミングでは、米国債に対して英国債を売るポジションを検討する方針です。

インフレの水準は、中期的に見て米国よりも英国の方が高止まりする可能性があるかとみており、結果としてFRBよりもBoEの方が高い政策金利を求められることになるとみています。財政状況に関しては、米国、英国ともに弱い状態にあると言わざるを得ません。しかし米国では、力強い成長動向や準備通貨としての立ち位置が、これを補う強力な要因になるとみえています。

一方英国は、国として、政府や市民が望む全てのアジェンダに費やす十分なお金がないという事実を受け入れる必要があるように思えます。

つまり、(地域活性化に向けた) レベリング・アップ計画や、グリーン・イニシアチブ、インフラ投資、機能的な医療サービスなどの全てに同時に費やす財源はなく、選択する必要があるでしょう。その意味ではグリーン関連アジェンダの縮小は、政治的な目的に沿ったものであるとも言えるかも知れません。

一方で、環境団体Just Stop Oilの抗議活動が日常生活に混乱をもたらすようであれば大衆の怒りを引き兼ねない、という主張は、英保守党がよりアンチ・ウォークかつポピュリスト的な思想を受け入れることで支持を得られると期待した政治的な計算によるものかも知れません。ただしこれは、スナク政権が藁にもすがる状況であることをむしろ浮き彫りにしていると言えるでしょう。

大西洋の反対側の米国では、トランプ氏が掲げる一部アジェンダが一定の政治的共感を集める可能性はあるものの、根底にあるマクロ経済動向は大きく異なります。むしろ米国は、他国と比較した場合、「シャンパン問題」に直面しているとも言えるかも知れません。明らかに、米国経済には依然として「泡」のような活気が多く残っているようですから。

## 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