



くせ球

もしくは、見た目が冴えないだけかもしれません。

2023年11月10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

- 米国では、新規発行の増加や金利のピークに対する懸念が後退する中、イールドカーブはフラット化しました。
- 欧州市場は引き続き米国市場につられる動きとなり、ドイツ国債と米国債の相関は高止まりしています。
- 日銀は、インフレ圧力が高止まりするなかでも比較的ハト派寄りのメッセージを強めました。
- 投資環境には引き続き多くのマクロ面での不確実性が存在するなか、2023年が終わるまでに、いまだ多くの出来事がありそうな気がしてなりません。

先週は、国債利回りがグローバルに長期債主導で低下し、イールドカーブはフラット化しました。米国では、9月及び10月に見られた一連の動きで、2年債利回りと10年債利回りの差が-80bpsから-15bpsへと縮小する中、多くの投資家がイールドカーブのスティープ化に備えたポジションを取っていたように見受けられます。

短期金利がピークを付ける中では、金利に強気なポジションは短期ゾーンで表現することが最も相応しい、という一般的な考えが実行されており、経済指標の弱含みが確認されていけば、市場が2024年及び2025年の利下げ期待を織り込んでいくとの見方もここに加わっています。一方で、米財政収支や巨額の新規発行に関連した懸念から、投資家は年限が長い国債のポジションを縮小し、結果として長期資産に対する期間プレミアムが再出現しました。

しかし、直近の米連邦公開市場委員会（FOMC）において、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が足元の金融環境の引き締まりの一因として長期債利回りの上昇を挙げたという事実や、直近の資金調達において長期債の発行額が想定を下回ったことから、長期債利回りが当初の上昇分を一部取り戻し、イールドカーブの動きが反転する格好となりました。

実際、経済指標が減速基調とならない限り、金融環境指数が緩和していれば、12月にFRBが追加利上げのリスクを高める要因になり得るというロジックが当てはまるかもしれません。そのような展開は、2年債と10年債の利回り差が再び一時-45bps近くとなる中、イールドカーブのスティープ化に備えたポジションにとってさらなる痛手になるでしょう。

とは言いながらも、ここ最近ではやや機動的に構築していた米金利のロング・ポジションにつき、10年債利回りを見てターゲットに達したため、利益を実現しました。目先は、米経済状況に関連した見方が大きく変化しない限り、10年債利回りが4.35%に近づけばショート・ポジションの構築を検討する方向に傾いています。

経済指標関連では、今週発表される10月の消費者物価指数（CPI）を前に、先週はやや静かな一週間となりました。我々の分析では、今週木曜日に発表される米コアインフレの指標は予想を上振れるリスクがあるとみています。結果として、物価の伸びが依然として中央銀行の目標とする2%を大きく上回ることが意識されるとともに、目標水準に向けてインフレ率が低下するとの期待感が薄れ始める中で、不安が生じる可能性があるかとみています。

しかし、ここ一週間では原油価格が1バレル75米ドルまで再び下落するなど、コモディティ価格に下落基調が見られました。このことは、今後の物価見通しを和らげる要因となるでしょう。一方先週は、中国において物価が前年同月比0.2%低下となるなど、デフレ基調が確認され、（日本を除く）その他のアジア地域でもインフレがパンデミック前の低水準に回帰しています。

経済の需要サイドに目を向けると、米経済成長が速すぎるスピードで減速しているとの主張に対しては懐疑的な見方をしています。確かに、今年7-9月期の前期比年率4.9%といった高水準からは、今後成長は減速する可能性が高いですが、雇用者数が月間15万人のペースで伸びている状況は、極めて健全な経済状況を示唆しています。

その意味で、市場の価格動向に合わせて見方を変化させ、現場を見もしないエコノミストには常に疑念を持っています。政策引き締めが必要に影響をもたらす中、来年には米経済活動が減速することを予想していますが、米経済が突然停止に向かうとの時期尚早な見方は適切ではないと考えています。

欧州市場は引き続き米国市場につられる動きとなり、日次の動きで見たドイツ国債と米国債の相関は高止まりしています。先週の米国債利回り低下の動きは、日本国債利回りの低下の一因ともなりました。

しかしここでも、日銀の植田総裁は比較的ハト派寄りのメッセージを強め、次回日銀会合でのさらなる政策変更に対する市場の観測を打ち消しました。日銀内の多くは、インフレの継続期間に対して極めて懐疑的であるとともに、米国でリセッションが差し迫る中、自身で行動を起こす必要性は低下するとの考えに納得しているようです。

しかし、日本における経済動向は、グローバル経済の他の地域の状況とは大きく異なるという点は念頭に置く必要があるでしょう。日本のコア物価は4%の伸びを維持しており、10-12月期にそのペースは低下する可能性があるものの、値上げがより広範に確認され始めている中、来年1-3月期にはインフレが再び高水準へと加速する可能性があるかとみています。

インフレによって岸田首相の支持率は低下しており、超緩和的な金融政策が続き、堅調な経済に対して、財政刺激策がこれまで実施されてきています。

一方、日銀の政策は引き続き円安を促しており、円相場は先週、貿易加重ペースで見て数十年ぶりの安値を更新しました。これら全てがインフレ圧力を高める要因となる中、日銀はビハインド・ザ・カーブに陥っていると見られ、これまでのところ財務省からの為替介入もない中で、円はさらに下落する可能性があるかとみています。

日銀は政策ミスを犯しているとの見方を維持しており、日本国債利回りの上昇に対する確信度を維持しています。

先週は社債市場で新規発行額が再び増加し、とりわけ欧州の金融機関の発行が目立ちました。今年3月からのTier1債市場の回復にも関わらず、偶発的転換社債（CoCo債）の利回り及びスプレッドは年初来で見て依然として高く、低下しているハイ・イールド社債市場とは対照的です。

クレディ・スイスを巡る混乱が落とした影が依然として市場を取り巻いていますが、次第にこれが過去のものとして薄れていけば、同イベントが個別企業とスイスの規制市場特有のものであったとの認識が広がるとみえています。その意味で、先週発行されたUBSのTier1債の9.25%という利回りは、同銀行がこれまでに発行した社債の利回りと比較しても大幅に割安であったと言えるでしょう（もしかしたら、スイスの「ごめんなさい」プレミアムが付与されたのかもしれませんが）。

同利回り水準において、当該新規発行に対しては、募集額の30億ユーロに対して300億ユーロを超える記録的な金額の申し込みがありました。より債権者に対してプロテクションが提供されるよう、起債にあたっての文言を変更する動きがあったことも、投資家に安心感を与えたとみられます。

欧州金融機関の社債に対しては前向きな見通しを維持しており、強固な金融機関でありながら、その劣後債の利回りが2桁に近づいていることに、他の社債には見られない、まれな価格評価面での魅力があると考えています。

中東地域におけるさらなる戦闘激化に対する警戒感が引き続き和らぐ中、リスク・プレミアムも低下し始めました。これに関連して、ポートフォリオではドイツ国債に対して250bpsのスプレッドを提供していたユーロ建てイスラエル国債に投資を行いました。

直近の衝突前、イスラエルのスプレッドはその半分の水準で取引されていました。ガザにおける問題は引き続き懸念材料であり、解決に至っていませんが、長期的な視点で見れば、イスラエルは低債務国であるとともに、ハマスが排除されれば戦闘は終息し、中東地域により安定性をもたらされるとの期待を持っています。

今後の見通し

今週は、間違いなく米CPIが市場の注目の的となるでしょう。我々の分析モデルは、10月のCPIが前月比0.4%増となる可能性を示唆しており、前年比ベースでも上昇するとみています。この点を踏まえ、今回のCPI発表前に米国金利のロング・ポジションを解消することとしました。

とはいえながらも、経済指標を正確に予測することには困難が伴い、（米国金利のロング・ポジション解消という）投資行動の背景には、ここ最近の利回り低下基調には自ら歯止めが掛かる可能性があるとの見方もあります。ある意味では、FRBが過度な金融環境の引き締まりに懸念を示したことが、米長期国債の良好なパフォーマンスを促したとも言えます。しかしその動き（過度な金融環境の引き締まり）が反転した今となつては、FRBの言動が再びタカ派寄りとなつても不思議ではないでしょう。コアインフレが引き続きやや問題視される水準となれば、尚更です。

より広範に言えば、投資環境には引き続き多くのマクロ面での不確実性が存在し、方向性を持ったリスクを多く積み増すことはそれほど賢明ではないと考えています。社債スプレッドの縮小が見られたことから、スプレッド拡大時に取り外していたクレジット・リスクのヘッジ・ポジションを再び積み増しました。ここ最近の上昇を追う形で、リスク資産に対して早すぎるタイミングで強気になることには慎重で、上昇が行き過ぎれば、落胆を伴う余地があるとみています。

今年に入つての金融市場では、痛みを伴う取引を探し出すような傾向が見られており、市場でコンセンサスとなっている見通しを採用することには慎重になっています。唯一の例外が日本市場ですが、ここではインフレに関連したファンダメンタルズ面のドライバーと、金融政策の進展によって、日本国債利回りは構造的に上昇に向かうとの見方を維持しています。

2023年が終わるまでに、いまだ多くの出来事がありそうな気がしてなりません。とはいえながらも、年末が視野に入ってきていることは事実であり、あたりには突如としてホリデーシーズンの買い物客や宣伝広告が出現しています。その点に関して言えば、先週は、オーストラリアのスーパーマーケットで、ハムが入ったバッグに「Merry Ham-Mas」との表記があったことが（イスラム組織を連想させ）物議を醸しました。

もしかしたら、自らの商品を宣伝するために、クリスマス（Christmas）から「キリスト（Christ）」を取り除いてしまえば、どんな災難が起り得るのかを物語る出来事だったのかもしれない。もしくは、私たちが今生きている分断された世の中では、いかに誤解が生じやすいかということのメタファーであったのかもしれない。

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