



煙と鏡のようなごまかし

ボラティリティの上昇と季節的な流動性の低下が見られています...

2023年11月24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、直近の消費者物価指数（CPI）が市場予想を下回ったものの、インフレは依然としてFRBの目標の2倍の水準となっています。
- 12月の会合での利上げの可能性は低いとの見方を維持しており、経済指標のさらなる弱含みは、米政策金利がおそらくピークを付けたことを確かにする内容でしょう。
- 欧州市場は、先週も引き続き米国市場につられる格好となったものの、ドイツの財政計画に市場の注目が集まりました。
- 日本経済は前向きな方向へと進展しており、2024年に掛けてその流れが続くと見えます。
- リスク資産は今月に入って堅調に推移しており、バリュエーションにはやや割高感も感じられることから、短期間で過度に上昇した可能性のある資産については利益を実現することを検討していきます。

先週は、ここ最近の債券利回り低下の勢いにやや落ち着きが見られる展開となりました。10月の米連邦公開市場委員会（FOMC）議事録では、米連邦準備制度理事会（FRB）のタカ派バイアスが改めて確認され、会合後の数週間で、FRBによる経済状態の評価の再考を促すような変化は見られていません。

今月発表されたインフレ指標はやや低下し、米経済の成長ペースが鈍化していることを示唆する指標も見られ始めました。しかし、FRBにとっては、前回会合以降の金融環境の緩和によって、これらは十分に打ち消されているとみられます。

12月の会合での利上げの可能性は低いとの見方を維持しており、今後数か月間での経済指標のさらなる弱含みは、米政策金利がおそらくピークを付けたことを確かにする内容でしょう。しかし、金融緩和策の議論を開始するような状況に至るまでには依然として長い道のりがあると考えています。

したがって、既に今年複数回に亘って確認されてきたように、市場が早期の利下げを織り込もうとすればその後幾らか落胆の余地が生じるかもしれないと考えています。

ある意味では、基調的な経済ファンダメンタルズが伴っていないタイミングから、市場参加者は過剰に金利の低下トレンドに乗っかろうとしてきたとも言えるでしょう。直近の消費者物価指数（CPI）に市場は沸き立っていますが、コアインフレは依然としてFRBの目標の2倍の水準であるということを念頭に置く必要があります。同水準が3%を下回らない限りはFRBが利下げを実施する可能性は低いとみており、これは早くても来年の後半になることでしょう。

そんな中、前回発表された失業保険申請件数の弱含みを踏まえ、労働市場の軟化を指摘する一部コメンテーターもいましたが、今回発表された同指標が目立って力強い内容であったことで即座に否定される格好となりました。

米国では先週感謝祭の祝日があり、その後のブラック・フライデー及びサイバー・マンデーを通じての小売売上上の統計を今後興味深く見守っていきます。過去数年間の統計では、一部消費者がこれらの小売イベントにやや疲労感を抱いていることも示唆されていました。とはいえながらも、これらの指標には消費者の動向を見極めるための重要な手掛かりが存在する可能性もあり、12月を迎えるにあたっての市場のトーンを形作る可能性もあるとみて注目しています。

欧州市場の動向は、先週も引き続き米国市場につられる格好となりました。一方政治面では、直近の憲法裁判所による「違憲」判決を受け、ドイツの財政計画に市場の注目が集まりました。ドイツ憲法裁判所は、未使用であった600億ユーロの新型コロナ対策予算を気候変動予算に振り替えた連邦政府の措置を違憲としました。

今回の判決は、ドイツ政府が財政均衡を達成できるように、政府の主たるバランスシートから切り離され、負債指標や要件などから除外されてきた、その他の歳出計画にも影響をもたらすとみられています。このような、ドイツの「ブラック・ゼロ（財政均衡を重視する政策）」へのコミットメントを変更するためには、連邦議会の3分の2の承認が必要となり、現状においては政治的に難しいため、今回の憲法裁判所の判決はシュルツ政権にとってかなり頭の痛い問題になるとみられています。

予算計画を巡るドイツの苦難を横目に、南欧諸国にどの程度の「シャーデンフロイデ（人の不幸を喜ぶ気持ち）」があるのでしょうか。明らかにローマでは、メローニ首相の評価が上昇の一途を辿っており、ユーロ圏において同氏の影響力や存在感は日増しに高まっています。実際、今の時点で欧州に政治的リスクが存在するとすれば、フランスの有権者の間であるかもしれません。（メローニ氏がそうであったように）ポピュリスト的な極右の女性リーダーが当初の懐疑的な予想を覆す好パフォーマンスを見せるということは、マリーヌ・ルペン氏が、これまで想定されてきたよりも受け入れられる選択肢なのかもしれない、との見方に至っても不思議ではないからです。

そんな中英国では、秋季予算案が発表されました。一部のシンクタンクは、1980年代以降で最大の減税策が盛り込まれていると指摘しています。しかし、ハント財務相はこれらの減税策が2027年から28年までの歳出削減によって賄われることを強調しました。その負担のほとんどは明らかに来年までに実施される総選挙以降のタイミングで発生することになります。

このような算段は、予算責任局（OBR）の担当者を満足させるには十分かも知れませんが、金融市場がこの先数週間で彼らの評価に寛大であるかどうかは今後見守る必要があるでしょう。一方で、今回の発表では英国のインフレ率を10%から5%に半減した（目標を達成した）との自画自賛のような発言もありましたが、物価の伸びが中央銀行の目標とする2%に回帰することは、優先順位としてかなり低いように見受けられました。

先週日本で行った政策担当者とのミーティングは、いずれも日本経済が前向きな方向へと進展していることや、2024年に掛けてその流れが続くことを裏付ける内容でした。コアインフレ率は4%に留まっており、価格圧力の高まりもより広範な分野に拡大しているようです。日銀は国内のインフレをより注視することを選び、植田総裁は依然として政策正常化に時間を掛けたいかのような姿勢に見受けられます。

しかし、ダウンサイドのリスクに気を取られている間に、アップサイドのリスクにより注視すべき状況へと変化しているようです。ひとたび、リスクの均衡が傾いたと見られれば、リスク回避的な日銀がその考えを即座に変更することも容易と考えられます。植田総裁自身、明らかにハト派的とは捉えられたくないように伺えます。

政治的に見れば、岸田首相の支持率が低下している中、首相交代の可能性は次第に高まっているように思いました。面会した政府高官からは、よりダイナミックでポジティブ、かつ熱意ある後任が求められている印象を受けました。

実際、複数のミーティングの場で、政府高官らが日本のメディアの日本経済に対する全般的に悲観的な見方に不満を抱いていることがわかり、我々やその他関係者に対して、もっと経済について前向きに話し、そのような思考を変えるような働きかけを期待する声もありました。

金融政策としては、4回連続で四半期見通しにおけるインフレ予想を上方修正して、来年1月にもマイナス金利政策（NIRP）を終了する可能性があるかとみています。実際、日銀の予想モデルよりも結果としてトレンドを適切に反映していた我々のインフレ見通しに一定の信頼が得られたことに安心しました。

NIRP終了ののち、4月までにYCCを撤廃するとともに、その後6月、9月、12月の各会合で日銀は利上げを実施し、年末までに政策金利は0.75%をつけると予想しています。政策担当者は、我々の利上げ予想（幅及びタイミング）に否定的な見方を示しましたが、議論から明確であったのは、こうした政策軌道は間違いなく基本路線であるということでした。

金融政策の正常化が続くことで、日本国債利回りも時とともに上昇していくとみています。足元では、米国債利回りのスティーブ化を狙っていたマクロ投資家が損失を被り、コンセンサスのポジションの損切りを余儀なくされる中、日本国債利回りも短期的に低下しています。しかし、日本10年債利回りは年末までに1%をつけ、来年には1.5%に向かって上昇すると予想しています。したがって、日本国債に弱気なポジションに関しては、中期的な確信度を持った構造的な取引として維持しています。

その他の地域に目を移すと、アルゼンチンではミレイ氏が大統領選挙で勝利したことで、今後国内で幾らか急進的な転換が予想されます。同氏が打ち出している複数の計画に関しては実現にあたってかなりの不確実性が伴いますが、決選投票において大差をつけて勝利したことは、アルゼンチンが真に必要としているより断固たる行動を可能とするかもしれません。

その他、オランダの総選挙においても右派ポピュリストが健闘し、ウィルダース党首が率いる自由党が得票率トップとなりました。非常に大まかに言えば、多くの先進国で実権を握るエリート層の中から、ある種「Woke（意識高い系）」やリベラルな政策を排除するようなテーマがあったようにも受け止められ、経済的な困難が積み重なる中、今後数か月間でポピュリスト的なセンチメントが高まるかどうかには注目していく必要があるでしょう。

今後の見通し

この先を見据えると、今年も年末がすぐに視野に入る局面に差し掛かっています。クリスマスに掛けてポジティブなトレンドが形成される年もありますが、今年に関してはやや慎重さを維持しています。リスク資産は今月に入って堅調に推移しており、バリュエーションにはやや割高感も感じられます。そのような点を踏まえ、短期間で過度に上昇した可能性のある資産については利益を実現することを検討していきます。

年末に掛けてはマクロ経済面でも多くの不確実性が残っており、市場変動の要因になる可能性があります。最近よく、米国債の日々のボラティリティはこの先落ち着くのかとの質問を受けることがあります。またそうした質問は、2010年以降の金融市場、つまり中央銀行が利回りをコントロールし、ボラティリティを抑制していた市場のみを経験してきた市場関係者から聞かれることが多いように思います。

我々のような、より長い経験を有する人間からすると、足元の市場環境は90年代の市場環境とそれほどかけ離れていないように見え、この先もその傾向が続く可能性があるとも見ています。とは言いながらも、ボラティリティの上昇と時を同じくして季節的に流動性が低下することで、想定が甘かった投資家の一部は苦戦を強いられるかもしれません。

そのような見方を踏まえると、今年の12月は例年よりも興味深い市場展開も予想され、（秋季予算案発表後のハント英財務相の取り巻きのように）早々と祝福ムードを決め込むべきではないかもしれません。

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