



専用道を通してサンタクロースがやって来る

今年のクリスマスには、まださらなるサプライズが待ち受けているのでしょうか？

2023年12月15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

- 先週は、米連邦公開市場委員会（FOMC）のハト派サプライズにより、国債利回りがさらに大幅に低下する展開となりました。
- 一部の懐疑的な見方をよそに、パウエル議長は事実上、景気のソフト・ランディングをもたらすことに成功したと発信したと言えるでしょう。
- 資産効果が高まるとともに、労働市場は底堅く、所得も増加している中、インフレが政策担当者が望むペースで低下するかどうか懐疑的に見る人もいます。
- 先週の欧州中央銀行（ECB）会合には、FOMCほどのサプライズはなかったものの、理事会はややハト派寄りの方へと移行しました。
- 日本の政策金利は向こう1年で上昇するとの見方を維持しています。

先週の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、米連邦準備制度理事会（FRB）がハト派サプライズをもたらし、国債利回りはさらに大幅に低下する展開となりました。FRBは、インフレが2%の目標に低下しつつあるとの自信を背景に、2024年を通して75bpsの利下げを予想しました。米経済も完全雇用に近い状態で維持されるとの見方を示し、一部の懐疑的な見方をよそに、パウエルFRB議長は事実上、景気のソフト・ランディングをもたらすことに成功したと発信したと言えるでしょう。

その意味では、前週の力強い雇用統計や底堅い小売売上、依然としてコアインフレがFRBの目標の2倍の水準である4.0%を付けていることなどにも関わらず、FRB自身の見方が過去数週間で大きく変化してきたように見受けられます。

さらに、10月のFOMCではそれ以前に見られていた金融環境の引き締めについて協議したことに言及したものの、先週の会見では、その後の金融環境の弛緩について言及されなかったことも興味深く受け止めました。実際、2年債利回りは40bps低下し、社債スプレッドは縮小するとともに、株価は最高値を更新する展開となり、FRBが金融環境のさらに大幅な弛緩を意図して促したことは特筆すべきでしょう。

FRBが、他の人が見えない何かを知っているのかと不思議に思う人もいるかもしれませんが、FRBが市場を主導した18ヶ月の期間を経て、パウエル氏は喜んでその主導権を市場に譲った可能性があるかとみています。

そこには危険も存在すると思いますが、ここで市場と戦うことは賢明ではないようにも思えます。市場の観点から言えば、FRBがリスク資産にお墨付きを与えたようにも見え、この先投資家がベータのエクスポージャーを積み増そうとする中で、年末から1月初旬に掛けて力強い価格動向が見られたとしても不思議ではありません。実際、政策面でのプッシュバックがなければ、新年に掛けて市場がかなり浮揚することも想定されます。

経済面而言えば、人々の精気に拍車がかかることで、経済活動は多くの方が予想してきたような減速よりもむしろ、加速するかもしれません。株式市場が最高値圏にあり、失業率が最低水準近辺にある中で、利下げに向けた動きを示唆すること自体、まれであるとも考えています。

資産効果が高まるとともに、労働市場は底堅く、所得も増加している中、インフレが政策担当者が望むペースで低下するかどうか懐疑的に見る人もいるでしょう。我々の分析では、米コアインフレ率が2024年後半よりも前に3%を下回ることは難しいとみています。サービス・インフレは比較的強さを維持しており、経済が弱含まない限りは、早期に低下する可能性も低いとみています。

ある意味では、仮にインフレが2024年に掛けて課題となり続ければ、今回の12月のFOMCにおけるハト派転換はミスであったと、歴史が証明することになる可能性もあるとみています。その意味で、FRBはある種の賭けに出ているとも言えるでしょう。

しかし、パウエル氏の中で、経済のソフト・ランディングを達成したFRB議長という称号を獲得する誘惑が、インフレを加速させたFRB議長という意味で次なるアーサー・バーンズと評されることへの警戒感に勝ったとみられます。

歴史がFRBを正しいか、そうでないかを判断するという点は別にして、短期的には、米国金利のポジションを中立とすることが賢明であると考えています。あらゆる年限において価格評価面での魅力が低く、リスク・リターン特性もアクティブなポジションを取るに値するものではないと判断しています。

クレジット・リスクに関しては、社債とソブリン債の両方で、パフォーマンスに出遅れ感の見られる発行体のエクスポージャーを積み増すことを選択しています。また、エマージング市場（EM）現地通貨建て資産についてもより前向きで、米ドルについてはさらに幾らか下落する余地があるとみています。

この1週間では、投資家が円のショート・ポジションを閉じる中、円が突出して良好なパフォーマンスとなりました。これまで円を売ってきたトレンド・フォロー型の戦略もポジションを反転させるとみており、需給面でも円にとって比較的良好的な環境が予想されます。

今週火曜日には日銀の政策決定会合が予定されており、今回の会合におけるマイナス金利政策（NIRP）終了を巡る憶測が広がる中で、市場の注目を集めるイベントになりそうです。

先週発表された日銀の短観では、日本の比較的前向きな経済見通しが浮き彫りとなりました。米国や欧州が利下げに転じたとしても、日本の政策金利は向こう1年で上昇するとの見方を維持しています。政策金利差の縮小は円のアウトパフォーマンスを促すとみており、円に対する構造的に前向きな見方を維持しています。

円が驚くほど割安であるという点にはこれまでも触れてきましたが、米ドルに対して1ドル130円に近いレートが、よりフェア・バリューに近いとみています。しかし、日銀の政策転換のタイミングは引き続き不透明で、12月よりも1月の会合での転換の可能性の方が高いと考えてきました。1月は、日銀が四半期毎に発表しているインフレ及び経済見通しの改定のタイミングであることもその一因です。

とはいえながらも、日本の政策担当者に対しては、政策は足元で「ビハインド・ザ・カーブ（後手に回っている）」状態であり、政策正常化を早めることで、失うものはほとんどない一方、得るものは大きいという点を指摘してきました。また日銀は、海外の金融政策が逆方向に動く前に、NIRPの撤廃とイールドカーブ・コントロール（YCC）脱却を目指したいであろうとも考えています。

先週の欧州中央銀行（ECB）会合には、FOMCほどのサプライズはありませんでした。理事会は成長の減速やインフレ低下を踏まえ、ややハト派寄りの方向へと移行しました。これは、直近のイザベル・シュナーベル理事の発言にも反映されていました。

しかし、ユーロ圏のCPIは新年に掛けて上昇するとの見方を持っており、その点から、ECBは2024年の後半になってようやく利下げを実施できる位置につけるとみています。FRBと比較して、ECBは2%のインフレ目標に対してより規律を持っており、インフレに関する好材料の大半は既に過去のものとなっていることに対して一定の緊張感を持っているとみています。ただし、ドイツ10年国債利回りは先週、米国債の動きに足並みを揃える動きとなり、一時2%近くに低下しました。また絶対的な利回り水準が低下する中、欧州周辺国国債のスプレッドも縮小に向かいました。

この動きの背景として、イタリアのような国において、利回りが5%近くに押し上げられれば、債務持続性に対する懸念が増大しかねない状況であったということが挙げられます。しかし、10年債利回りが3.75%近辺まで低下した今となっては、そのような懸念はある程度緩和したと言えるでしょう。その意味で、（これら周辺国の）スプレッドの動きは絶対的な利回り水準と正相関にあると言えるでしょう。欧州では、引き続きルーマニアやギリシャなどの国債に投資妙味があるとみています。その他では、新年に掛けて新規発行が予想されることもあり、エクスポージャーを積み増すことにやや慎重になっています。

他の主要中央銀行と比較して、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）の先週の金融政策委員会（MPC）はややタカ派でした。MPCは6対3で政策金利を5.25%に据え置くことを決定し、利上げバイアスを残しました。ベイリー総裁ら高官は、インフレ率及び政策金利が2025年に低下することを予想しながらも、現時点においては、インフレ及び賃金に対して一定の懸念があるようです。

英国のコアCPIは6%近くに留まっており、英国政府がインフレとの闘いが終わったとの見方を示す中、中銀内にはインフレが高止まりしかねないとの一定の警戒感があるように見受けられます。そのような点から、BoEは2024年中に125bpsの利下げを織り込む市場の見方をプッシュバックしたとみています。とはいえながらも、大きな動きが見られた米国市場につられる格好で、英国債利回りは先週大幅に低下して週を終えました。

今後の見通し

先週は、ある程度市場の大幅な動きにつながるきっかけになり得ると考えていましたが、実際にそのようになりました。振り返ってみれば、FRBに関する我々の分析には誤りがあり、結果として金利に対して過度に慎重な考え方をしていたと言えます。

これに関しては再評価をしなければなりません、経済指標が我々の予想に沿って比較的堅調さを維持していることは事実であると考えています。上述の通り、米国金利に関しては現時点で魅力的なリスク・リターンを提供していないと判断しています。引き続き、英国債及び日本国債の利回りについては、それぞれの国内のインフレ動向を踏まえれば、中期的に上昇する可能性が高いとみています。

短期的には、年末ラリーの中で、広範なリスク資産とともに社債及びソブリン債のスプレッドが縮小する可能性があるかとみています。しかし、その動きに過度に追随したり、割高な水準でポジションを積み増すことには慎重になっています。

今年はまだ終わりではなく、市場がクリスマスで静かになるまでは、さらなるサプライズの可能性を排除すべきではないかもしれません。パウエル氏は今のところサンタ役を喜んで引き受けているようですが、市場が先走り過ぎた場合、どの程度の期間、FRBが市場参加者のお友達でいてくれるかについては、興味深く見守っていきます。

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