



## クリスマスの“Flip-Flop”と新年に向けての考察

パウエルFRB議長の驚くべきハト派転換

2023年12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

- 2023年はリスク資産に取って概ねポジティブな年であり、良好な形で1年を締めくくることができそうです。
- 早期の利下げ開始を期待する市場の強気予想を米連邦準備制度理事会（FRB）高官らがプッシュバックしようとする状況が見られました。
- 株式市場が最高値圏にあり、失業率が過去最低水準に近い足元の状態は、金融緩和への道のりに着手するタイミングとしては奇妙であるように思えます。
- 市場の関心事は、日銀が利上げを行うかどうかではなく、「いつ」それを実行するかということにあります。
- 英国経済のファンダメンタルズの弱含みについては特段市場の注目を集めていないようですが、インフレの高止まりが見られている状況を強調したいと思います。
- 最後に2024年の市場見通しをシェアさせていただきます。

過去数日間は、前週の米連邦公開市場委員会（FOMC）を受け、早期の利下げ開始を期待する市場の強気予想を米連邦準備制度理事会（FRB）高官らがプッシュバックしようとする状況が見られました。

ウィリアムズ氏やマスター氏、グールズビー氏はいずれも、早ければ2024年3月にも金融緩和が開始

されるとの見方を打ち消そうとしました。しかし、前週にパウエルFRB議長が見せた驚くべきハト派姿勢によって、市場参加者の大半は景気のソフトランディングを歓迎するムードとなっており、この先数ヶ月間でFRBが市場の織り込みに従って動く結論付けているかのようです。

過去数日間で行った複数の米政策担当者との意見交換を踏まえると、パウエル氏が前週に示した見方は、わずか2週間前に自らが発信したメッセージとは大きく異なるとの点に関する困惑が続いているようです。明らかに、経済指標にはそのような転換を促すような情報はほとんどなく、アトランタ連銀GDPナウで見ても、10-12月期米GDPは前期比年率2.5%の伸びを示しています。

したがって、パウエル氏の考え方の背景を正当化しようとすれば、インフレが低下軌道にあるとの楽観的な見方、もしくは金融政策が長いタイムラグを伴っているため、FRBが予測している経済指標の弱含みが実際に具現化する前に政策転換を始める必要があるとの認識に辿り着くかもしれません。ただしそのような手法は、経験豊富な中央銀行高官としては、極めてリスクであると言えるでしょう。

FRBの反応関数に関連した議論を脇に置いて考えれば、株式市場が最高値圏にあり、失業率が過去最低水準に近い足元の状態は、金融緩和への道りに着手するタイミングとしては奇妙であるように思えます。さらに、金融環境を測る指数が過去18ヶ月間で最も緩和した状態にあり、人々の精気（アニマル・スピリッツ）も高まりつつある中、2024年1-3月期の経済見通しが概ね底堅さを維持しても不思議ではないとみています。

このような場合、利下げに対する市場の熱狂の一部を払拭する要因となるのは経済指標かも知れないとみています。仮に市場センチメントが新年に掛けて力強さを維持し、市場の価格動向がさらに浮揚し始めた場合、来年1月末にFRBがとんぼ返り（“flip-flop”）のように再び姿勢を転換する可能性もあるとみています。

実際、季節的にはサンダル（“flip-flops”）を履くような時期ではありませんが、先週の日銀の政策決定会合後の会見での植田総裁の発言では、まさにそのとんぼ返りのような姿勢が見て取れました。植田総裁の発言は、さらなる政策正常化を早期に実施するとの見方に否定的と見られ、ハト派的と受け止められました。

もしかしたら、FRBがよりハト派であったことで円が最安値圏を脱していたことから、日銀が数週間前と比べて、早期に行動を起こすことにプレッシャーを感じていなかったのかもしれませんが。とは言いながらも、年明け1月の日銀会合は「ライブ」になるとみています。

日銀が2023年に行った政策見直しはいずれも四半期ごと、インフレ及び経済見通しが改定されるタイミングで実施されてきました。来月1月の会合がまさにそのタイミングにあたり、足元では企業の景況感を示す短観に改善が見られ、来年の春闘の賃上げは2023年の水準を上回るとの見方が強まる中、市場の関心事は、日銀が政策正常化に動くかどうかではなく、「いつ」実行するかということにあります。

米国及びユーロ圏が利下げに転じたとしても、日本では2024年後半に政策金利が0.75%を付けると予想しています。日本国債利回りの上昇に対しては依然として強い確信を持っており、それを踏まえたポジションについては辛抱強さがいずれ報われると考えています。

日本円に関しては、円をロングする際のコストを踏まえてやや慎重になっており、現時点ではロング・ポジションを削減する判断をしています。とは言いながらも、引き続き日本円の構造的な割安感や、この先数ヶ月間での金利差縮小見通しには魅力を感じています。

したがって、2024年は日本円が主要通貨で最も良好なパフォーマンスとなる可能性があるかとみており、仮に1米ドル = 150円まで下落した場合には、再びロング・ポジションを積み増したいと考えています。

クリスマスに向けて市場の活動が縮小しつつある中でも、英国のインフレ率の高止まりについては特筆すべきであると考えています。過去数ヶ月間、英国経済のファンダメンタルズの弱含みについては特段市場の注目を集めていないようです。しかし、そのようなセンチメントは転換する可能性があり、新年を迎えるにあたって、英国経済はスタグフレーションに向かい、英ポンド及び英国債は構造的にアンダーパフォームする可能性があるとの見方を維持しています。

## 今後の見通し

今年も終わりが近づいていますが、来年初めに再び経済指標に市場の注目が集まり始めるまでは、足元の市場のトーンが優勢となる可能性があるかとみています。振り返って見れば、2023年はリスク資産に取って概ねポジティブな年でした。

米国金利の上昇は債券資産の上昇を抑制しましたが、年末に掛けて流れが反転し、良好な形で1年を締めくくることは間違いないでしょう。昨年のこの時期に立てた2023年の予想で最ものを射ていたのは、米国債利回りが12ヶ月後にほぼ同水準にあるという予想であったと言えます。

米10年国債利回りの水準は、足元でまさに2022年12月末時点とほぼ同水準にあります。遠い将来を正確に予想することは極めて難しいものの、もし同じ事を聞かれたとすれば、米長期国債利回りは2024年末の時点で現状の水準とほぼ同水準にあると、同じような予想をするかもしれません。ただし短期国債利回りについては、利下げサイクルが始まれば低下するとみることが妥当でしょう。

その他に関しても、昨年の予想と実際に起きたことを照らし合わせてみると、米欧で政策金利がピークを付けるものの、利下げサイクル開始は2024年以降であるとの見方は的確でした。また、日本のYCC上限引き上げや同政策の形骸化も的確に予想しました。

英国経済については、他経済をアンダーパフォームするとの見方は概ね適切でしたが、それを受けた英国債や英ポンドのアンダーパフォームについては現時点では実現していません。また、株式や社債のリターンについてもやや慎重に見積もり過ぎた部分があり、ウクライナ情勢についても過度に楽観的な見方をしていました。

また、英サッカープレミアリーグのチェルシーに関しての楽観的な予想は、残念ながら現実とは最もかけ離れた予想となってしまいました！ それらを踏まえた上で、2024年の予想は以下の通りです。

1. 米国経済は2024年前半は予想を上回る力強さを維持し、後半に減速し始める。2024年よりも2025年の方がリセッション・リスクが高い。
2. 米国及びユーロ圏のインフレ率は3%近辺に留まり、早期の利下げ期待をくじく。
3. 2024年末までに、FRB及びECBは50bpsの利下げを実施する一方、日銀は反対（利上げ）方向へ向かう。
4. 英国のインフレ率は5%近辺で高止まりし、スタグフレーションへの懸念が広がるとともに、BoEは2024年中に利下げを実施出来ない。
5. 日本円は2024年に主要国通貨の中で最も良好なパフォーマンスとなる。一方、英ポンドがワースト・パフォーマーに。
6. 社債はキャリー部分によって国債を上回るパフォーマンスとなるものの、広範なスプレッドのさらなる縮小は限定的に。
7. バンクローン及びプライベート資産は、ファンダメンタルズの弱含みとともに来たるクレジット・サイクルで最も脆弱な資産となり得る。
8. チェルシーは少なくとも12ヶ月間監督解任の事態を免れる（ここまで予想を引き下げます）。

今週のコメントを今年最後のコメントとし、また新年にコメント配信を再開します。今年もこの週次コメントをお読み頂きありがとうございました。皆さまにとって興味深く、何らかのお役に立てるコメントとなっていれば幸いです。メリークリスマス！そしてどうぞ良いお年をお迎え下さい。

## 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