



早期の政策転換を促す理由はほとんどなし

また英政権は都度あらゆることをでっち上げてきました。

2024年1月12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

- 米消費者物価指数（CPI）は市場予想を上振れたにも関わらず、市場の反応が限定的であったということは、今年の債券市場に対する市場の極めて強気な見方の表れであるとみています。
- ユーロ圏では、失業率がユーロ導入後で最も低水準となるなど、労働市場関連の経済指標が底堅い内容であったことから、利下げ期待が揺らぐ展開となりました。
- 社債市場のスプレッドは前週の拡大分の一部を取り戻しました。投資適格社債の今年の需給面は良好であると見ています。
- 中国の経済見通しは引き続き厳しく、不動産価格の崩壊によって、中国経済はこの先他国をアンダーパフォームするとみています。
- 今後の見通しとして、ソフト・ランディングの可能性を完全に織り込む金融市場にはやや慢心が存在するとみて、引き続きマクロ的な観点からは幾らか慎重な見方を維持しています。

先週の金融市場では、多くの市場参加者が待ち構えていた米消費者物価指数（CPI）の発表後も長期債利回りに大きな変化は見られませんでした。12月の米総合CPIは前年同月比3.4%上昇と前月から伸びが加速し、コアCPIも同3.9%上昇と、市場予想を0.1ポイント上回りました。

11月には、コアCPIが0.1ポイント市場予想を下回ったことが米連邦準備制度理事会（FRB）による早期緩和期待の高まりにつながり、債券利回りに大幅な低下が見られました。今回は0.1ポイント上振れたにも関わらず、市場の反応が限定的であったということは、今年の債券市場に対する市場の極めて強気な見方の表れであるとみています。

また市場参加者のポジションに関する調査でも、多くの投資家が金利をオーバーウェイトして新年を迎えたことを示していることから、市場には幾らか落胆の余地が今後あると言えるでしょう。

引き続き、金利デフレーションに関してはショート・バイアスを維持していますが、リスク・リターン観点から、米国債よりも英国債及び日本国債を通じたショート・ポジションに、より投資妙味があるとみています。しかし、マクロ経済動向に大幅な変化が見られないのであれば、利回りがさらに上昇をした場合、昨年末に掛けての債券の上昇を逃した投資家が、押し目買いをしたいと考えたとしても不思議ではないでしょう。

そのような見方を踏まえ、米10年国債利回りが4.25%を上回って上昇した場合には、金利デフレーションのベータをフラットにすることが理にかなっているかもしれません。しかし、利回り曲線が逆イールドとなっていることを踏まえれば、ショート・ポジションを維持することはキャリア面でプラスであるため、もうしばらくは辛抱強さを維持することが出来ると考えています。

ユーロ圏では、先週発表された労働市場関連の経済指標が底堅い内容であったことから、利下げ期待が揺らぐ展開となりました。ユーロ圏の失業率は先月6.4%に低下しました。これは、ユーロ導入後で最も低水準の失業率でした。経済に関してはGDP成長率が0%近辺で低迷していますが、労働市場は引き締まった状態にあります。

今のところは弱含む兆しが見られておらず、このことは、ドイツの失業率が、米国と同様の手法で算出されたベースで2.9%という低水準にあることにも表れています。ひっ迫した労働市場は継続的に賃金インフレのリスクとなり、これに関しては欧州中央銀行（ECB）が2024年に賃金のわずかな低下しか予想していないというを示唆するイザベル・シュナーベル理事の発言においても見て取れます。

このような発言は、昨年10-12月期に掛けてのインフレ低下の進展を強調した、クリスマス前の同氏の発言と比較してややタカ派的と受け止められました。結果として、今年3月のECBの利下げに対する期待はトーンダウンし、ドイツ国債は米国債を下回るパフォーマンスとなっています。

先週は、新規発行が旺盛な需要を集めた欧州周辺国国債のスプレッドが縮小基調となりました。例えばスペインやイタリアの新発債に対して、それぞれ1,300億ユーロ及び1,640億ユーロと、起債額を大幅に上回る申し込みがありました。

この数字をよりわかりやすく言えば、スペインが今年必要とされる起債額は年間を通して1,700億ユーロであり、正味ベースではわずか500億ユーロであると想定されています。欧州全体で債券利回りが低下したことから、財政の持続可能性に関連した懸念は後退し、周辺国スプレッドの縮小につながっています。

他の地域と比較して、今年は政治面でもユーロ圏は比較的静かになりそうです。さらに南欧諸国の国債が、より北部の国の国債を上回るパフォーマンスとなっており、このこともスプレッドの縮小につながっています。

中でもスペインの信用力に対しては前向きにみており、同国はセミコア国と呼ばれるフランスやベルギー、オーストリアと同等の利回り水準で取引される可能性があるとみています。また、ギリシャ国債に関しても、今月主要な債券指数に復帰することでパッシブ型のファンドからの買い圧力が高まり、スプレッド縮小につながるとみています。

実際、ギリシャが予定している起債のタイミングをもう少し待つことが出来れば、現時点よりもさらに縮小したスプレッド水準で起債できる可能性は十分にあるとみています。ギリシャ国債の対ドイツ国債スプレッドは、早期に100bpsを下回って縮小する可能性があるでしょう。

新年最初の週間でやや混乱が見られた社債市場でも、先週はスプレッドの縮小が見られました。月初の時点では、発行体が我先にと発行を競い合っているかのように見受けられました。しかし現

実は1月最初の週は、とりわけフランスなどの国で、多くの投資家がまだ完全に休暇から戻っていない状態であったと言えます。

したがって、前週はスプレッドが拡大したものの、先週は再び資金が投資に回される中、スプレッドは拡大分の一部を取り戻しました。投資適格社債の今年の需給面は良好であるとの見方はこれまでも示してきました。今後12か月間で、米国と欧州の両市場の純発行額がマイナスであることは、力強い需給面での追い風となり、スプレッドの縮小を促す要因になるとみています。

成長の減速は多くの発行体にとってのファンダメンタルズ悪化要因となる可能性はありますが、経済がソフト・ランディングからハード・ランディングに陥らない限りは、需給面がファンダメンタルズ面を凌駕する状況が続いたとしてもそれほど意外感はありません。

一方で、このことが慢心につながる可能性もあり、そのことは足元で13を下回る水準にあるVIXのようナリスク指標にも見て取れます。その意味で、社債市場に関しては、スプレッドの動きが落ち着いて価格評価が高まっていく時期と、短期的に警戒感が強欲に勝ってボラティリティが高まると共にスプレッドが拡大する時期が交互に訪れるような環境を予想しています。

したがって、中核的なロング・ポジションを維持しながら、スプレッドが縮小した際には利益を確定し、スプレッドが拡大した際にはヘッジを外しながらベータ・エクスポージャーを取る準備をしておくことを選択します。

日本では先週特段目新しい材料はありませんでしたが、政策当局は直近の能登半島地震を受けて、政策変更を実施するまでもう少し時間を置きたいとみられ、1月の会合での政策変更の可能性は低下し続けているようです。政策正常化の計画が4月以降になるとの見方は円安及び日本国債利回りの低下につながっています。

しかし、春闘の賃金交渉に関連した報道は引き続き前向きな内容で、国債利回りと円が極めて低水準にあることを踏まえれば、中期的な目線で投資をし、政策変更を辛抱強く待つことが理にかなっていると考えています。

一方中国では経済見通しがさらに落ち込んでおり、先週同国を訪問した同僚はかなり慎重な見方とともに帰国しました。不動産価格の崩壊によって、中国経済はこの先何年にも亘り他国をアンダーパフォームするとみえています。輸出及び値下げに頼る戦略は機能しないとみており、EUが中国製電気自動車への追加関税を検討しているように、多くの国で中国からの輸入製品に追加関税をかける声が広がる中では尚更です。

今後の見通し

今後の見通しとして、ソフト・ランディングの可能性を完全に織り込む金融市場にはやや慢心が存在するとみて、引き続きマクロ的な観点からは幾らか慎重な見方を維持しています。したがって、スプレッドが縮小した場合には、利益の実現及びヘッジ・ポジションの積み増しを検討していく方針です。労働市場及びCPIといった主な指標の発表が終わり、経済指標の観点からは静かな月後半に突入り、1月末の次回の米連邦公開市場委員会（FOMC）までは目新しい材料はなさそうです。

現状を踏まえると、FOMCは政策金利に対してタカ派バイアスを維持するとみており、追加利上げの可能性は低いものの、現時点ではその選択肢を完全に排除することはしたくないであろうとみています。

したがって、仮にタカ派バイアスが維持されれば、3月の会合で利下げに関する議論を開始するとしても、それまでの6週間間に大幅な経済指標のサプライズが必要となるでしょう。そのような点を踏まえ、政策緩和に向けた第一歩として、まずはタカ派バイアスの撤回が必要になると考えています。

一部コメンテーターは、直近3ヶ月間もしくは6ヶ月間のインフレ指標を分析し、年率化すれば、インフレが既にFOMCの目標水準に回帰しているとの見方を示しています。しかし、FRBはそのような短期間の指標で自らの分析を行うことはないと考えています。また、大統領選を前に経済を押し上げ、バイデン氏の大義を支援するための行動を促す政治的なモチベーションがFRBにはあると指摘する人もいます。

しかし、FOMCは常にその独立性の維持に努めており、そのような考え方は極めてリスクであるともっています。さらに、歴史的な低水準にある失業率、トレンド並みの経済成長、最高値圏にある株式市場、比較的縮小した社債スプレッド等を踏まえると、現時点でFRBが急いで政策緩和に動く必要性は明確ではないように思えます。

インフレは依然としてFRBの目標を有意に上回っており、パウエル氏には我慢強く機会を窺う姿勢を取ることが賢明であるように見えます。実際のところ、問題が経済状況にあるのではないことは、世論調査でトランプ氏がリードを続けているという事実で分かります。

そのようなポピュリスト的なトレンドの台頭への警戒感を強める中で、英国では民放のTVドラマをきっかけとした抗議の声を受けて、裁判所の決定が政府によって覆されるという出来事がありました。「ミスター・ベイツ対郵便局（Post Office）」というドラマでは大規模な冤罪事件が扱われており、これは実話です。その進捗は道半ばとは言え、過去の過ちが正されると思うと嬉しく思います。

しかし、確立された最善な法的手段を経ることなく、政府がメディアの影響で行動を起こす必要性を感じたことは憲法上興味深いと考えています。これによって前例が生まれ、今後国民の目を捉えるメディアによって同様の恩恵を受ける訴訟があるかどうかという点には関心を持っています。

英保守党政権は発足以来、都度あらゆることをでっち上げてきたようにも思えますが、少なくとも今回に関しては、正しい結論が最終的に導かれるであろうとの見方を否定する人はいないでしょう。とは言いながらも、純粋な組織としての無能ぶりや、責任を取ろうとする姿勢に欠けることなどを思い返してみれば、発狂してしまう（go postal）理由は多くあるように思えます。

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