



寒さに立ち向かう

市場の方向性はより霞んできていますが...

2024年1月19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

- 米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）の高官が市場の早期利下げ期待をプッシュバックしました。
- 債券市場は、2023年末に掛けての急上昇分をほぼ失った格好となりました。
- マクロ経済が引き続き力強く推移する中、インフレ目標達成への道は、真っ直ぐではないかもしれませんが。
- 多くが想定していた通り、年初から地政学リスクは高まる一方です。

先週の金融市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）の高官が市場の早期利下げ期待をプッシュバックする中、国債利回りが上昇しました。米10年国債利回りは、前回米連邦公開市場委員会（FOMC）以降の金利低下分をほぼ失った格好となり、市場に織り込まれた3月の利下げの可能性は今やほぼ五分五分となりました。

市場が中央銀行の行動を先取りしてきたことや、投資家のポジションがデレーションをロングする方に大きく傾いているとの調査結果を踏まえれば、今後数週間においてもさらなる落胆の余地はあるとみています。

FRBによる早期の政策転換に関する憶測が高まったきっかけが、昨年11月のウォラー理事のハト派発言であったことを踏まえると、先週の同氏によるプッシュバックは、期待を抑えるという意味で重要であったと言えるでしょう。これまでも述べた通り、失業率が過去最低水準にある中で、株式市場も最高値圏にあり、社債スプレッドも比較的縮小していることを踏まえれば、FRBが政策緩和を急がなければならない理由は現時点では明確ではないと考えています。

さらに、先週発表された米小売売上高も再び好調な内容で、最新のアトランタ連銀のGDP予想における10-12月期GDPを2.4%に押し上げています。これは、多くが考える潜在成長を上回る伸びです。それに関してウォラー氏は、経済のソフト・ランディングのシナリオ下においては、過去のように早期の行動や速いペースでの利下げを要する理由はほとんどないであろうとの見解を示し、それなりに必要となっていた明確さを出したと言えます。

ここ最近の米インフレ指標の改善にも関わらず、インフレに関しては依然多くの不確実性が存在しています。先週発表された他地域のインフレ指標を踏まえれば、持続可能な形でのインフレ率2%達成への道は、多くが考えているよりも真っ直ぐではないかもしれません。英国の総合インフレ率は前年同月比で3.9%から4.0%に上昇し、2023年2月以来の上昇となったほか、サービスCPIも6.4%へと上昇基調となっています。

皮肉なことに、英国では昨年「ブレグジット配当」と喧伝された政策決定によって、アルコール及びタバコの価格が足元で価格の伸びをけん引しています。カナダでは、コアインフレ率が3.6%に伸び、カナダ銀行（中央銀行）が安心できるであろう水準を上回っています。目先予想されるでこぼこ道を踏まえれば、パウエルFRB議長とFOMCにとって、辛抱強さを維持し、時間を稼ぐことが賢明であるように思えます。

今週は、ECB及び日銀が今年最初の金融政策決定会合を実施する予定です。両中銀が政策を変更する可能性は低いとみられているものの、発言の変化や今後の道筋を示唆する発言には注目が集まるでしょう。ECBに関しては、早期の利下げ期待に否定的な見方を示し、賃金の伸びなどの主要指標に注目していくことへの共通認識を植え付けようとした、先週のダボス会議での主要高官の発言を概ね繰り返すであろうとみています。

日本に関しては、直近の地震による影響は注視されながらも、4月の政策正常化の選択肢は残っているとみており、この先の春闘に関連した報道も上向きな内容が続くと予想しています。極めて低水準に留まる日本国債利回りと日本円を踏まえ、これらについてはより中期的な目線で投資をし、政策変更に向かう進展を辛抱強く見守る必要があるとみています。

社債市場は先週、ほぼこう着状態となりました。多くの企業が「ブラックアウト期間」に突入する中で年明けの活発な新規発行は落ち着いたものの、金利上昇と株価下落といった動きがそのような良好な需給面をやや打ち消しています。

この先は、社債市場への資金流入や投資家のポジションが軽いこと、さらに純発行額が比較的少ないことなどから、社債スプレッドは縮小に向かう可能性があるかとみています。したがって、現時点では社債に対するやや前向きな見方を維持し、魅力的な新規発行の機会を捉えて現物社債のポジションを積み増す一方、インデックスを通じたヘッジ・ポジションも反対側で積み増すことで、全体の社債リスクは控えめなロングとすることを選好しています。

多くが想定していた通り、年初から地政学リスクは高まる一方です。イエメンの反政府武装組織フーシによる紅海の商船攻撃により、スエズ運河は実質的に閉鎖されてしまっており、米英軍がフーシへの軍事攻撃に踏み切る展開となりました。

これまでのところ、西側同盟の行動がフーシによる攻撃を抑制し、最終的に物価上昇につながり兼ねないグローバルなサプライチェーンへの甚大な影響がもたらされる前にスエズ運河再開が可能となるとの信頼から、これらのイベントによる市場への影響は限定的となっています。

また、選挙イヤーとも言える今年の最初の国政選挙が台湾で実施され、総統選では民進党候補者が当選したものの、立法院では野党が勝利する結果となりました。対中融和路線をとる野党が13ポイントも得票率を伸ばし、与党の得票率は過去20年間で最も低かったことから、台湾独立に対する機運は低下したように見受けられます。全体としては、中台間の平和及び安定にとって比較的ポジティブな結果であったと言えるでしょう。

今後の見通し

今後の見通しとして、今後数週間の市場のトーンを形作ると見られる地政学的進展やこの先予定されている中央銀行の会合など、多くの側面において不確実性が伴うため、やや慎重な姿勢を維持しています。

より機動的には、金利に対するショート・バイアスを維持していますが、米国債よりも英国や日本の金利を通じたショート・ポジションにより投資妙味があるとみています。その意味では、米10年国債利回りは4.25%近辺が概ね均衡点とみており、同水準が金利のニュートラル姿勢を取る目安になると考えています。

今年最初の数週間は、2023年末に掛けて市場を席卷していたトレンドに「前のめり（"over the skis"）」になっていた投資家にとっては苦しい環境となったことでしょう。経済指標が堅調さを維持する中、政策当局は市場の期待感に影響をもたらそうとしています。市場の方向性がより霞んでいく中、投資家はもうしばらくの間「寒さに立ち向かう」必要があるのかもしれない。

その意味では、先週アイオワ州で皮切りとなった米共和党の候補者選りにおけるトランプ氏支持者に学ぶところがあるかもしれません。気温が氷点下の中、トランプ氏が「（投票に行って）死んでも、価値がある」と叫ぶ中でも、同氏への支持を示したのですから。

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