



## 活気溢れる経済と老いぼれの政治家

最近のトランプは笑いごとではありません。

2024年2月16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

- 市場を上回る米消費者物価指数（CPI）の発表を受けて、利下げに対する期待感が後退する中、債券利回りが上昇しました。
- 一方、総選挙を前に英国経済はリセッション入りしました。
- その他の市場は相対的に静かな動きとなり、日本のGDP指標は市場予想を下回ったものの、日銀の政策正常化のタイミングは近づいていると考えています。
- 3月に入ってから多くの興味深い金融政策決定会合を前に、2月後半は市場ボラティリティが一旦落ち着くタイミングとなるかもしれません。

先週の金融市場では、力強い米消費者物価指数（CPI）の発表を受けて、利下げに対する期待感が（一時的に）後退する中、債券利回りが上昇しました。昨年10月末以降の利回りの低下は、経済成長関連の指標は極めて強い状態を維持しながらも、インフレが中央銀行の目標水準に回帰し、結果として利下げへの道が開かれるとの見方に主導されたものであったと言えるでしょう。

ここ数ヶ月間、自らの主張を裏付けるために、債券の強気派がインフレ指標の短期的なトレンドがどのようになることを望んでいるのを見てきました。しかしその意味で言えば、直近3ヶ月、6ヶ月、12ヶ月間で見た年率のコアCPIはそれぞれ4.0%、3.6%、3.9%と高止まりしています。

米連邦準備制度理事会（FRB）がより重視するとされるコア個人消費支出（PCE）で見ると、CPIよりは幾らかましに見えることは事実であり、CPI指標は、この先落ち着くとみられている帰属家賃の力強い伸びによって押し上げられている側面もあるでしょう。

とはいえながらも、米連邦公開市場委員会（FOMC）はインフレ率が目標にさらに近づかない限りは利下げを開始する可能性は低いとの見方を維持しており、そのような点から、利下げは早くても2024年後半になるであろうとの我々が長く維持してきた見方に正当性があるように思います。

短期的には、株価やビットコインが勢いを維持し、グローバル経済の他の地域の経済指標が弱含む傾向が見られている中で、政策当局者との会話では成長における米国例外主義というテーマが話題の中心となっています。米国におけるプラスの資産効果も、米労働市場における早期退職者の数を急速に押し上げており、労働市場が極めて逼迫した状態が続く中、賃金の更なる上昇もあり得るように思います。

昨年のお大半の期間において、米国経済は景気サイクル後期にあるとの見方が疑問視されることはほとんどありませんでしたが、ここ最近の経済活動の加速によって、むしろサイクル中期にあることを示唆する指標も見られています。とはいえながらもベース・ケースとしては、今年が進展するにつれて、これまでの金融引き締め効果が本格的に影響をもたらす中、経済活動は減速していくと考えています。

ただし、ソフト・ランディング軌道にあることを踏まえれば、この先の利下げサイクルは経済がよりハードな着陸を経験したときと比べてむしろ1990年代に経験したものと類似し、比較的浅く、それほど顕著なものにはならないとみています。

そのような見方を踏まえ、経済成長の急激な減速を示唆する広範な根拠が見られない中でも、価格水準が2010年代の規範に回帰するとの見方に基づいて、今サイクル中の100bps超の利下げを織り込んでいる足元の金利市場に対しては、懐疑的な見方を維持しています。

大西洋を渡った欧州では、英国のGDP指標が2023年後半に英国経済がリセッション入りをしたことを示しました。リセッションの報道は、経済活動の刺激と、今年後半の総選挙を見据えた有権者の支持獲得のための、与党保守党による減税策導入を後押しするものであるとみています。減税は歳出削減によって賄われる可能性が高く、その歳出削減は総選挙後、つまりおそらく保守党がもはや政権を握っていないときに実施される予定となっています。このような手段は、英予算責任局（OBR）での統計的な承認は得られるかも知れませんが、金融市場においてはより懐疑的な目で見られることになるかも知れません。

財政緩和はまた、政権交代後に労働党が引き継ぐであろうとみられる英国の財政状況に対する懸念をさらに高めることになると予想されます。とはいえながらも、減税策は一時的に経済成長に興奮状態をもたらす可能性があります。さらに2024年に入ってから経済指標は昨年末と比較して幾らか底堅い内容となっていることを指摘しておきます。

先週発表された英国のインフレ指標は、市場予想を上回った前月から一転、市場予想を下回る結果となりましたが、英国のコアCPIは依然5%近辺に留まっています。インフレ率が目標を大きく上回っている中で、足元の高い妥結賃金や今後の財政緩和を踏まえれば、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）にとってこの先数ヶ月間で利下げを実施することは困難であろうとみています。

したがって、英10年国債利回りが4.0%を大きく下回することは難しいであろうとの見方から、先週英国債がアウトパフォームしたタイミングで、英国債に対するショート・バイアスを強めました。英国資産に対する海外投資家からの熱狂が冷めるとともに、中期的な財政の不確実性も高まる中、この先英国債にはより大幅なプレミアムが求められるとみています。この点で言えば、英国債の利回り曲線は、10年債と30年債利回りの差が60bps近くになっており、過去比でスティープ化した水準にあります。とはいえながらも、英国の長期債にはこの先さらなるアンダーパフォームの余地があるとみています。

先週は、ユーロ圏市場にとって概ね静かな一週間となりました。米国債利回りが上昇する中、ドイツ国債は相対的にアウトパフォームしました。利回りが上昇基調となる中では、ユーロ金利は比較的底堅さを維持するとみており、ドイツ10年国債利回りが2.5%近辺に達すればドイツ国債に割安感が出てくるとみています。

欧州周辺国国債のドイツ国債に対するスプレッドは先週もじわじわと縮小しました。ボラティリティが落ち着き、キャリー取引に好環境となる中で、イタリア10年国債のスプレッドは約2年振りに150bpsを切りました。その他の市場では、ここ最近でアイスランド債券市場に対する前向きな見方を強めています。

アイスランドは、労働組合からの過剰な賃上げ要求によって、過去数年間インフレ圧力に悩まされてきました。しかし、賃金交渉に関しては新たな案が見出され、労働組合による2024年の賃上げ要求は3%程度に留まるとみられています。このような状況を踏まえれば、インフレ率及び政策金利は低下に向かうと予想しています。一方で、アイスランド経済は底堅さを維持しており、アイスランド国債は高クオリティの高利回り資産であるとみています。

先週発表された日本のGDP指標は市場予想を下回りました。GDPデフレーターが昨年後半に平均して4.5%になるなど、強い物価の伸びが実質成長の縮小につながっており、改めてここ最近で日本が直面する課題、つまりインフレが低すぎるのではなく、むしろ高すぎる状態であることを浮き彫りにしました。

このような見方を踏まえ、日本政府がデフレの終焉と、インフレ率が2%近辺で安定するという目標の達成を宣言できる状態に引き続き向かっているとの見方を維持しています。一方で、力強い米国経済と一時1米ドル150円を付けるまで加速した円安は、日銀に一刻も早い政策正常化を促す圧力となるでしょう。

しかし、植田総裁が慎重なアプローチを取りがちであることはこれまでに見てきた通りで、リセッションに言及する報道を踏まえ政策対応をあと1、2ヶ月遅らせてもよいと判断する可能性もあります。仮にそうなった場合には、円にさらなる下押し圧力が予想され、財務相や政府高官はその可能性を十分に認識しているとみています。その意味で、3月の日銀会合に向けた動きは極めて興味深いものになるでしょう。

その他の市場は相対的に静かな動きとなりました。社債市場は株式市場の動きに追随しました。米CPIの発表当日には大幅な調整が見られましたが、「押し目買い」のメンタリティが株式市場の下支えとなっているようです。現物債はスプレッドにおいてCDSインデックスに対して引き続きアウトパフォーマンスしました。

為替市場に目を向けると、直近の経済指標が示す米国の力強い労働市場や市場を上回るCPIは、軟調さが見られる他の地域の経済指標と対照的な内容となっています。これが米国例外主義というテーマを後押しし、そして米ドル高につながっています。米ドルは、大半のバリュエーション指標において著しく割高に見えるものの、金利差や米国資産への需要がただちに後退する兆しはほとんど見られていません。これらの要因により米ドルの堅調な動きは続くと考えています。

年初来では、米ドルのロング・ポジションを徐々に積み増しており、米ドル高基調はまだ続く可能性があると考えています。ユーロよりも英ポンドの方が米ドルに対して下落する余地があるとみており、1ポンド=1.20米ドルよりも英ポンド安となる可能性があると考えています。その他通貨では、ハンガリー・フォリントやコロンビア・ペソなどのエマージング市場（EM）通貨をショート・バイアスとしています。これらの国では成長減速やインフレ低下を踏まえて中央銀行による大幅な利下げが予想されており、キャリー取引の巻き戻しに脆弱であるとみているためです。

## 今後の見通し

この先は、経済指標関連では静かになる月末を迎えます。米金利市場では2024年中の4回の利下げが織り込まれていますが、これはFRB自身の予測からそれほど大きくは乖離していません。ここ最近の力強い米経済指標を踏まえ、米10年国債利回りのフェア・バリュース水準の目線を4.25%から4.50%に引き上げましたが、現時点の水準ではリターン特性に目立った非対称性は見られず、米国以外の市場により魅力的なリスク調整後リターンが期待できるとみています。

今後数週間は、注目される経済指標や政策会合などがない中、市場ボラティリティは落ち着く可能性があるでしょう。欧米の学校が中休み（ミッドターム・ブレイク）に突入する今週は、3月に入ってから相次ぐ経済指標の発表や多くの興味深い金融政策決定会合を前に、一息つくタイミングとなるかもしれません。

ボラティリティの低下はスプレッド資産にとって良好な環境で、現時点においては社債及び国債のポジションでベータ値をやや大きくしながら、方向性を持ったリスクはCDSを使用してヘッジすることが有効であるとみています。クレジット債市場における需給面は引き続き良好で、先週の市場における価格動向は、投資家のリスク心理が今のところ比較的底堅いことを裏付けるものでした。

実際、米国経済が非常に元気だという話題が多いですが、大統領選に向けた候補者選びでもそのことが言えれば良いのに、と考えてしまいます。一方では、バイデン氏は相次ぐ失言でつまずき、コメンテーターは同氏の年齢や身体能力に疑問を呈しています。

他方では、トランプ氏が先週、軍事費の拠出が基準に満たない北大西洋条約機構（NATO）の加盟国に対してロシアの侵攻を促すような発言をしたことは、よく言っても無責任、悪く言えば極めて危険な発言と捉えられるでしょう。我々が訪れる欧州各国の首都では、明らかにトランプ氏への懸念が高まっているように見受けられます。トランプ氏の発言は、面白おかしく捉えることが出来るような時があったかもしれません。しかし、今や米大統領関連の政治自体が、日増しにある種のジョークのように見え始めているように思えます。

## 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