



## 強欲を加速させる中央銀行

現在の市場環境を見ると、ゴードン・ゲッコーを思い出します。

2024年3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

- 米連邦公開市場委員会（FOMC）は政策金利を据え置いたものの、高官の発言はハト派寄りの傾向を示唆するものと受け止められました。
- 日銀はマイナス金利政策（NIRP）及びイールドカーブ・コントロール（YCC）の時代に終焉を告げ、重要な節目を迎えました。
- 日本株市場の最高値更新は、日本国内における心理や行動の変化の兆しを浮き彫りにするものです。
- 世界中の中央銀行が利下げをし、あるいは利下げ方向に傾いていることを踏まえると、マクロ的には、政策当局者が市場参加者の強欲を加速させているかのように捉えることが出来ます。

先週の米連邦準備制度理事会（FRB）会合において目新しい材料はほとんどなく、債券利回りは小幅な動きに留まりました。しかし、米連邦公開市場委員会（FOMC）が2024年の成長及びインフレ見通しをやや引き上げながらも、今後9か月間での利下げ回数予想を3回に据え置いたことは、パウエル氏らのハト派寄りの傾向を示唆するものと受け止められました。

その意味では、FRBが6月にも利下げを開始したいとの意向が見て取れるとも言えるかもしれませんが。ただし問題は、経済指標に景気減速の兆候がそれほど多く見られていないとともに、直近の物価指標も予想をやや上振れていることです。したがって、引き続き米利下げ開始は早くとも今年後半であるとの見方を維持しており、FRBはその間、辛抱強さを求められるとみています。

そんな中、リスク資産は上昇基調を維持しました。株式市場が再び最高値を更新するとともに、社債スプレッドは縮小し、金融環境の緩和に加え、資産効果にプラスの影響をもたらしています。

パウエルFRB議長も市場の「良き友人」でありたいと見られ、投資家心理がより一層明確に「強欲」圏に突入していることも不思議ではないのかもしれませんが。さらにこのことが消費行動や価格設定に影響することを鑑みれば、FRBは利下げ期待を煽り続けるよりも、最終的にはむしろその期待を和らげる必要が出てくるかもしれません。

引き続き、米国債の価格はフェアバリュー近辺にあるとみており、現時点において方向性を持ったポジションを取るには値しないとみています。経済指標は利下げに反した内容となる可能性があるものの、市場参加者は、その後かなりの利下げサイクルが待っているとの確信を維持する限り、利下げタイミングが後ずれすることも受け入れると考えられます。ただし、その今後の利下げサイクルを巡る市場の見方については、引き続きやや懐疑的にみています。

明らかに、200bpsを超えるFRBの利下げと米経済のソフトランディングを同時に予想することは、辻褄が合わないとの見方を維持しているためです。唯一、それが適切であるとすれば、インフレが予想を上回って鈍化した場合かもしれませんが、労働市場が引き続きタイトな状態で、サービス価格のインフレも粘着性を帯びていると見られる中、その可能性は低いように思えます。

一方先週、日銀は重要な節目を迎えました。マイナス金利政策（NIRP）及びイールドカーブ・コントロール（YCC）の時代に終焉を告げたためです。このような日銀の動きは概ね我々の予想通りで、多くの国内投資家がこれまで想定していたよりも早いタイミングで実施されたことは、日本における変化のスピードが勢いを増していることを再び浮き彫りとするものでした。インフレ率は2%の目標を優に上回っており、春闘の第一回の集計において賃上げ率が5.28%となる中、物価には上振れリスクがあるとみています。さらに、足元の円安がこれに拍車を掛けています。

日本円は、先週の日銀の決定後にさらに弱含みました。象徴的であった大きな政策行動にも拘わらず、多くの投資家が、現時点において日本円を保有する際に苦しむネガティブ・キャリーのディスアドバンテージを大きく改善させる内容ではなかったと結論付けたためでしょう。さらに、日銀が国債購入を通じて引き続きバランスシートを拡大させることも、緩和策に対する日銀の基調的なコミットメントとして受け止められたとみられます。

仮に円がこの先数週間でさらなる下落圧力に晒されることとなれば、日銀は4月の次回会合時点において、もしくはそれ以前に、さらなる措置を講じる必要があるように思います。さらなる円安の加速は望まれないとみられ、インフレの上昇リスクにもつながるでしょう。先週の政策転換が、政策正常化の終わりではなく始まりを意味するという認識がそのきっかけとなります。今後インフレが2%で安定し、政策が中立的な環境下において政策金利がどこまで引き上げられるべきかという、長期の中立金利目標を示す格好で、FRBと同様にフォワード・ガイダンスが施行されるかもしれません。

日本の政策当局者との議論の内容を踏まえて、インフレが底堅さを維持すれば、政策金利はこの先7月に0.25%に、また今年後半に再び0.50%に引き上げられると予想しています。また政策金利が0.25%に達したタイミングで、日銀はバランスシート拡大を終了すると予想していますが、バランスシート縮小のための措置はまだ可能性が低いとみています。市場にとっての疑問は、果たしてこれが十分であるかどうかでしょう。日本においてはアップサイドのリスクが高まっているとみており、植田総裁ら日銀高官は、経済指標に注意深く気を配る必要があるとみています。さもなくば、政策がビハインド・ザ・カーブ（後手に回ること）になり、政策ミスにつながり兼ねないでしょう。

日本株市場の最高値更新は、日本国内における心理や行動の変化の兆しを浮き彫りにするものです。このことが、究極的には円金利の上昇や日本株の上昇、さらに円の上昇につながり、広範な日本のリフレ・トレードにつながるとみています。

しかし現時点において、最もリスク・リターン特性に優れた投資機会は円金利のショート・ポジションであるとの見方を維持しています。日本円は割安ではあるものの、そのような割安な価格評価は依然継続する可能性があります。多くの側面から、円が過剰に割安であることが、結果として日本の物価を押し上げる要因になっていると言えるでしょう。

明らかに日本を訪れる外国人観光客は極めて寛大に消費しており、彼らが頻繁に立ち寄る店や使用するサービスの価格を押し上げ、他の物価にも波及効果をもたらしています。しかし、円相場が

上昇に向かうためには、政策金利差がこの先どのように縮小するかを巡る道筋が、市場参加者の視野にはっきりと入る必要があるようです。したがって、現時点で円安を引き起こしている最たる要因は、日銀がまだ押し進める緩和的な金融政策であると言えるでしょう。

イングランド銀行（英中央銀行、BoE）の会合では、引き続き何らかの政策行動を取る前に様子を見る必要があることが強調されました。先週発表された英小売物価指数（RPI）はコンセンサス予想をやや上回りましたが、消費者物価指数（CPI）はやや軟化しました。また、複数の賃金統計では、賃金上昇にやや落ち着きが見られることが示されました。

しかし、英国では最低賃金が4月から9.8%引き上げられることから、賃金圧力は当面高止まりするであろうとみえています。この春には、ベース効果もあって総合CPIが2%近辺に低下するとみられますが、コアインフレはかなり高い水準に留まると予想されるほか、サービス価格のインフレも6%近辺に留まるとみられます。

これらは、BoEにとって心地よい水準と比べて、かなり高い水準であると言えるでしょう。したがって、引き続きBoEが早晚利下げを開始する可能性は低いとみており、現時点において、投資家は英金利に好材料を織り込みすぎているとみえています。

ただし同時に、バイー総裁らに対して、与党保守党の議員から、緩和を求める政治的な圧力が日増しに強まっていることも特筆すべきでしょう。保守党は、（総選挙における）見通しを高めるために経済をより良くしようと躍起になっており、ベース効果によって総合CPIが低下すれば、今後数ヶ月間で（利下げを求める）これらの声が強まることは十分に予想されます。

欧州市場にとっては比較的静かな一週間となりました。スイス国立銀行（中央銀行）による利下げは概ね市場予想通りでしたが、欧州中央銀行（ECB）が同じ道を辿る日もそれほど遠くないという見方が広がる中で、欧州国債利回りの低下につながりました。

一方、欧州周辺国債市場では、ここ最近のスプレッドの縮小基調がややその勢いを失い始めたような印象を受けました。大手格付け機関Moody'sは今月、スペインの見通しをポジティブに引き上げましたが、これらの機関は引き続き実際に起きているファンダメンタルズの改善を織り込む上で、市場に遅行する傾向があると考えています。

社債スプレッドは引き続き安定的に推移しました。半期に一度のCDSインデックスの銘柄入れ替えによって、市場の動きに大きな変化が見られることはなく、スプレッドはややタイトな水準になり始めていると思われるが、割高な水準となるまで需給面が反発を主導するかもしれません。

預金利回りがピークアウトした後に債券への資産配分が回復し、純発行額がやや縮小に向かう中でも、需要が供給を上回り続けています。現時点においては、このような力学に変化をもたらす要因が明らかではありませんが、上昇の波に飲まれ、間違った資産を間違った価格水準で購入しないよう規律を維持することが引き続き重要であると考えています。

為替市場では、日本円に市場参加者の注目が集まりました。日銀の決定の翌日が日本の祝日であったことは、即座に市場介入は見込まれないとの見立てから、結果として日本円を売りたい投資家に青信号を与えることになりました。さらに、財務省が介入したとしても、良くてその動きを緩やかにするのみで、トレンドの方向性を変えるには至らないとの見方もあるようです。

その他の通貨では、米ドルがここ最近のユーロに対する下落分の一部を取り戻す動きとなりました。ECBがFRBに先んじて利下げを開始するとの見方が大勢となる中、購買力平価（PPP）ベースで見ると米ドルにかなりの割高感はあるものの、ユーロは1ユーロ=1.05米ドルに向けて下落基調となる可能性があるかとみえています。

## 今後の見通し

先週は、日本で政策正常化プロセスの第一歩が踏み出された一週間として、この先も記憶されることになるでしょう。経済指標に関する我々の見方を踏まえれば、今後さらなる進展が見られるとみており、その意味で、短期的に日本円がさらなるプレッシャーに晒されれば晒されるほど、そのような進展がより早期に現実味を帯びることになるとみています。

したがって、円金利のショート・ポジションには辛抱強さを維持することが賢明であるとみています。日本円に関しては、投資家が直面するネガティブ・キャリーのコストを踏まえれば、ロング・ポジションに踏み切るタイミングについて、より規律が求められると考えています。

それ以外では、多くのエマージング市場の中央銀行が利下げをし、先週はスイスもこれに続きました。さらにFRBやECB、BoEも利下げ方向に傾いていることを踏まえると、マクロ的には、政策当局者が市場参加者の強欲を加速させているかのように捉えることが出来ます。結果として、リセッション懸念が後退し、ベア（弱気派）が冬眠状態に追いやられる中、リスク資産は大きく上昇しています。

しかし、過去の歴史を振り返ってみれば、リスク心理に慢心が見られたときこそ、市場は最も脆弱になりがちであると言えます。映画『ウォール・ストリート』の中に、「強欲は善である」という台詞があります。しかし、強欲には結果が伴い、良い結果であることは極めてまれです。規律を維持し、謙虚であることが最終的には報われるでしょう。

## 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