



## 介入の時？

今週の話題の中心は日本でした。

2024年4月26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

- 拡大した日米金利差が通貨の重石となっています。
- 政策金利が「高く、長く」維持されるとのフレーズが、市場参加者の間で繰り返し聞かれています。
- 新たなインフレ上昇トレンドが始まっている可能性は低いとみています。
- 欧州の主要中銀の間では、仮にFRBが今年中に利下げを実施しないのであれば、彼らの利下げ余地も限定されることになるとの認識があるようでした。

先週の金融市場では、政策金利が「高く、長く」維持されるとのフレーズが市場参加者の間で繰り返し聞かれる中、債券利回りへの上昇圧力が継続しました。先週も述べた通り、米連邦準備制度理事会（FRB）にとって再利上げのためのハードルは比較的高いとみており、11月の大統領選が近づく中では尚更でしょう。

したがって、政策金利の水準が中立金利からすれば抑制的であり、金利が概ねレンジ内の動きを続ける環境下において、米2年国債利回りは、来年の成長減速及び利下げの選択肢を残すという意味で、おそらく4.75-5.0%のレンジ内で推移するとみられます。そのような見方に基づき、足元では利回り曲線の短期ゾーンのエクスポージャーを積み増す形で、その他の金利を通じて保有する金利デュレーションのショート・ポジションを縮小させています。

先週発表された米GDPは市場予想を下回る内容となりました。しかし、同指標は移ろいやすく、今後修正される可能性もあります。名目成長は力強さを維持していますが、驚くべきほどに高いGDPデフレーターが実質成長を押し下げています。とはいえながらも、1-3月期のGDP個人消費コア価格指数が前期比+3.7%であったことは、この発表前からの最近のインフレ指標に対する失望感をさらに加速させる内容でした。

1-3月期のインフレ指標には季節的な要因がネガティブに働いたとみており、それらの要因が落ち着く中、4-6月期の指標は幾分か改善するとみています。したがって、追加の金融引き締めを正当化し得る、新たなインフレ上昇トレンドが始まっている可能性は低いとみています。ただし同時に、米国経済にとって早期の利下げの必要性もそれほどないように見受けられます。バイデン氏を支援するためにパウエル議長が利下げを望んでいたとしても、です。

先週行った欧州及び英国の政策当局者との面談では、政策相違というテーマに焦点が当たりました。イングランド銀行（英中央銀行、BoE）及び欧州中央銀行（ECB）の双方にとって、仮にFRBが今年中に利下げを実施しないのであれば、彼らの利下げ余地も限定されることになるとの認識があるようでした。ECBが6月に利下げを実施することはほぼ既定路線となっているものの、足元の利回り上昇を受け、その後すぐに連続利下げを行うことへの期待感はいさばんでいるようです。

FRBが政策金利を据え置くのであれば、ECBが今年50bpsを超える利下げを実施する可能性は低いと予想しています。英国では、仮に利下げが出来るのであれば、せいぜい25bpsになるであろうとみています。欧州全体の経済見通しは昨年と比較してやや改善したとの認識が広がっているようで、労働市場は引き締まった状態が続き、少なくとも英国においては、基調的なインフレ圧力は引き続き悩みの種となっています。

また、政策当局の間では、財政政策や債務水準も頻繁に議論の対象となっています。この点に関して言えば、GDPに占める政府の利払費の割合は英国では4%近辺と、2000年から2020年の期間の2倍近い水準にあるとのデータが確認されています。

米国でも、同指標は英国と同様の水準にあり、1991年につけた過去最高水準に迫る勢いです。債務が高止まりする中、利払費も増加傾向にあり、財政の持続性に対する警戒感につながり兼ねないかとみています。またそのような警戒感、ターム・プレミアムの上昇によって利回り曲線のスティープ化につながる可能性があるかとみています。

さらに驚くべきことに、米国及び英国の利払費は、今や、常にそのような脆弱性の代表例とされてきたイタリアよりも大きくなっています。イタリア政府が頻繁にプライマリーバランスの黒字を達成していることもあり、イタリアのGDPに占める利払費の割合は3-4%近辺で概ね安定しています。他地域ではリスクが上昇し、投資家が長期債のリスクに照らして十分なプレミアムを得られていないと見られる中であって、イタリアのそのような状況は、欧州周辺国のスプレッドが比較的安定していることの一因となっています。

その他では先週、日本における進展が投資家の注目の的となりました。金曜日の日銀会合に向けて、またその直後には、円にさらなる下落圧力が掛かりました。拡大した日米金利差が通貨の重石となっている中、米国は早期の利下げを実施する状況になく、結果として円安基調を食い止めるためには日銀が政策を引き締めるしかない状況となっています。

これまでのところ、植田総裁が就任してから12カ月が経過する中、日銀は極めて慎重な舵取りを行ってきました。しかし、日本の政策当局者が、円の水準と、政策金利及び債券利回りの水準を全て同時にコントロールすることは出来ないとの認識が日増しに広がっているように思います。もし円の下落を食い止めたいのであれば、政策金利を引き上げる必要があります。さもなくば、通貨安はいずれ輸入インフレの大幅な加速につながり、政策が緩和的で、実質金利が既に大幅にマイナスである日本のような国においては深刻な問題となり得るでしょう。

当局による為替介入の話は多く聞かれましたが、結局当レポート執筆時点までにはそうした介入はありませんでした。ただし直近の当局者の発言を踏まえれば、いつ介入があっても不思議ではないと考えています。ある意味では、日本の財務省は為替相場に介入することで短期的に円を押し上げることは可能であると認識していることでしょう。

しかし、日銀の基調的な政策スタンスに変更がない限りは、極めて一時的な効果に留まり兼ねない可能性があります。したがって、財務省による介入は、本来行動を起こすべき日銀をその責務から実質的に解放してしまうとも見られ兼ねません。とは言いながらも、円安トレンドの真なる反転のためには、追加利上げという形での日銀によるさらなる行動が必要となるでしょう。

そのような状況を踏まえ、日本国債のショート・ポジションに対する強い確信度を維持しており、この先数か月間で日本10年国債利回りは1.25-1.50%のレンジとなることも現実味を帯びていると考えています。また円は極めて割安な水準にあり、いずれは上昇に向かうとみています。

しかしまずは政策対応が必要であり、その点において、通貨よりも金利においてより強い確信度を持っています。特に日本国債のショート・ポジションについてはかなり非対称性を持った取引であると考えています。現時点において、重大な景気サプライズがグローバル国債利回りの急低下をもたらさない限り、日本国債利回りが低下することは極めて想定しづらいからです。

金利や通貨以外の市場に目を向けると、先週は四半期の企業決算関連の話題も多く、株価にはさらなるボラティリティが見られました。またそのような動きが、社債スプレッドにも幾らか重石となりました。

しかし、繰り返しになりますが、現時点において、投資家のリスク選好は現状の政策金利及び利回りの水準に影響されないとみています。また、成長が底堅さを維持し、市場が追加利上げのリスクを織り込み、結果として2025年から2026年に掛けてのリセッション・リスクを高めるようなセンチメントの変化がない限りは、そのような状態が続く可能性があるでしょう。

とは言いながらも、政策金利が実際に「高く、長く」続く、この先想定される環境下においては、脆弱な借り手の一部にはバランスシートが痛む状況になったとしてもそれほど不思議ではありません。通常レバレッジが高いとされるプライベート市場では、利下げはより急を要するものとなるでしょう。最終的に、そのような市場においてディストレスの兆候が増加する可能性もあるでしょう。

そんな中、エマージング市場（EM）では先週、現地金利及び通貨が圧力下に置かれました。しかし、現地のインフレが落ち着く中、利下げは現地金利の追い風になり、一方でメキシコ・ペソやコロンビア・ペソ、南アフリカ・ランドなどの通貨はより下落リスクに晒されやすいとみています。一方、ブラジル・リアルやトルコ・リラなどの通貨についてはやや前向きにみていますが、EM通貨全体としてはショート・バイアスを維持します。

米国では、国債の利回り曲線において、2年をやや強気、30年をやや弱気にみています。端的に言えば、債券市場が今年大幅に上昇するとすれば、急激な経済指標の軟化か、外的なリスク・オフのイベントに端を発するものであると考えており、いずれの場合においても、2年債が利回り低下を主導すると予想しています。

一方で、仮に利回りが上昇する場合、これは米国の債務に対する懸念に起因するもので、長期金利が上昇しやすいと考えています。反対に、米利回り曲線のさらなるフラット化を促すメイン・シナリオは、FRBがインフレ抑制のためさらにタカ派的な姿勢を打ち出し、追加利上げを実施した場合ですが、仮にあったとしても、パウエル氏は11月の選挙前にそのような行動には出たくないであろうとみています。

## 今後の見通し

今週は注目すべき経済指標の発表や中銀の会合もそれほど予定されておらず、また欧州ではメーデー、日本ではゴールデン・ウィークの休暇が控えていることもあり、比較的静かな一週間となるでしょう。

しかし、日本などで継続する動きは、市場ボラティリティの要因となる可能性はあるとみています。主要先進国経済のマクロ情勢に乖離が見られている今日の環境下においては、どこで何が起こるかかわらず、またそれが広範な市場の動きにつながる可能性もあることも念頭に置いています。

そのためのポジション取りはやや難しい状況です。しかし、1つ考えられることとして、一般的に投資家がリスク資産のエクスポージャーをヘッジする際には、ポートフォリオに金利デューションを積み増します。しかし現在の環境下では、イベント・リスクのきっかけとなり得るのが（日本もしくはそれ以外の国での）利回りの上昇であると言えます。したがって、デューションのロングを積み増すことよりもむしろ、ショートを積み増すことの方が、利回り曲線のスティープ化に備えたポジションとともに、現環境下においてポートフォリオを安定させるための良い選択肢となるでしょう。

一方で、今後数日間は介入を巡って為替相場が不安定化する可能性もあるとみています。実際に先週末に掛けても興味深い展開となりました。少なくとも、当レポートを執筆することは、イングランド・プレミアリーグのチェルシーファンとしては、（0-5で大敗を喫した）先週初めのアーセナル戦のショックから目を背けるための良い気晴らしとなっています！チェルシーのポチエツィーノ監督にも、今後数週間で日銀の植田総裁と同じくらいのプレッシャーが掛かるかもしれません。

## 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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	フライング・ボート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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、契約資産を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