



## 11月の熱狂を経て、12月は大人しく？

クリスマスはお祝いムードに包まれる・・・それとも悪夢になるでしょうか？

2023年12月1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

- 先月は市場がリスクオンの動きとなる中、米国市場は大きく上昇したものの、インフレとの戦いでまだ勝利したわけではありません。
- FRBは、早すぎるタイミングで利下げを開始し、その後軌道修正を強いられるよりも、むしろ政策金利を高く、長く止めることを選択するとみています。
- インフレ指標の落ち着きを背景に、グローバルに金利は低下に向かいました。
- 現時点では、仮に経済指標が比較的底堅さを維持した場合、市場は落胆しやすい方向に傾いていると感じます。

2023年最後の1ヶ月に突入する中、投資家は激動の11月を振り返ることでしょう。9%近くの上昇となったS&P500 種指数の月間リターンは、過去100年間で見ても7番目に良好でした。同様に、主要債券ベンチマークも過去15年間で最も高い月間リターンを記録し、今年はホリデーシーズンが例年より少し早く到来してしまったようにも思えるほどです。

ここ最近の価格動向を振り返ってみると、基調的なファンダメンタルズには、そのような極端な動きを促すほどの大きな変化はないように思えます。確かに、市場には10月末に掛けて悲観的なムードが漂い、その時点では長期債利回りの上昇が過度であるとみていました。10月の米連邦公開市場委員会（FOMC）はハト派寄りの姿勢を打ち出し、パウエル米連邦準備制度理事会

(FRB)議長はこの時点で金融環境の引き締まりを指摘していました。

しかし、それ以降の広範な市場の上昇によって、金融環境の引き締まりは完全に解消され、結果として12月の会合ではパウエル氏が過度にハト派な見方を押し返す可能性があるとの見方も出来るかも知れません。

この1ヶ月の経済指標を見ると、インフレはやや鈍化しましたが、コア消費者物価指数（CPI）は4.0%と、依然FRBの目標の2倍の水準にあります。したがって、インフレがよりハト派な姿勢を保証する水準に到達するまでにはまだ時間が掛かりそうです。

さらに、我々が考えるFRBの政策反応関数では、FOMCは政策金利を高過ぎる水準に長く留め過ぎたことで成長を減速させるという政策ミスについては、許容すると考えられます。仮にそうなった場合に、軌道修正をして、利下げをする場合でも、FRBが考える中立金利を大きく上回る水準から開始可能であるためです。

一方、早すぎるタイミングで過度にハト派になった結果、価格圧力の再加速につながることは許容できないとされているようです。その場合の引き締めサイクルの再開は、より大きなダメージをもたらしかねないと考えられるからです。そのような点を踏まえ、パウエル氏は、現代のアーサー・バーンズ（任期中にインフレ高騰を招いたFRB議長）として、その名が刻まれることを避けたいことでしょう。

このような分析を踏まえ、FRBによる利下げ開始は早くとも2024年の後半になるとみています。経済成長に関しては、アトランタ連銀のナウキャスト・モデルが、今四半期はほぼトレンド並みの2%近辺で推移していることを示しています。この先数週間で経済指標が予想を下回る可能性は明らかにあり、見方の修正につながる可能性もあるでしょう。

しかし、現時点において大幅な減速が見られていないのであれば、債券利回りは目先の落胆を幾らか織り込んでいると考えられます。この1年では、市場が早々に利下げを織り込み、投資家や（投資家が使用する）モデルがトレンドに追随しようとする動きを幾度も目にしてきました。しかし、投資家への調査によれば、足元では明らかに金利のロングがコンセンサスのポジションとなっていることから、これらの期待が落胆に変わった場合、利回りには反転の余地があるとみています。

また年末に掛けて流動性が低下することも踏まえれば、12月末までに利回りが直近の最高水準まで再び上昇するシナリオも、それほど描きづらいものではないと考えています。

このような考えに基づき、米国金利については機動的なショート・バイアスに転換しました。この先、米10年債利回りで4.5%を突破して利回りが上昇する可能性があるかとみています。驚くべきことに、ほんの数週間前には、同水準を目標として4.85%で米国金利のロング・ポジションを構築し、その後利益を実現していました。ここ最近の利回り低下トレンドが続き、4.0%近辺までさらに低下すれば、ショート・ポジションを積み増すことを検討します。

一方で、経済見通しの鈍化やインフレ弱含みを示すさらなる指標が確認されれば、このポジションは手仕舞うことを検討します。そして金利デューレーションを増やす場合には、利回り曲線の短期ゾーンでこれを実施することが、より魅力的であると考えています。利下げのタイミングが近づけば、利回り曲線はスティープ化に向かうと考えられるためです。

先週は、ドイツ及びスペインのインフレ指標の落ち着きを背景に、ユーロ金利も低下に向かいました。欧州国債利回りは月間を通して米国債の動きに概ねつられる格好となりましたが、絶対的な利回り水準が低いことから、米国債ほどの動きではありませんでした。欧州中央銀行（ECB）はインフレが早期に目標に回帰することには懐疑的であったことから、今後の指標を好感することでしょう。

しかしこの先は、前年比でのベース効果が足元と比較してやや向かい風となる可能性があります。その場合、ユーロ圏では多くの価格が規制変更に関連して設定されることもあって、インフレ率の低下トレンドは止まる可能性がありそうです。結果として、米国と比べてユーロ圏ではインフレがより粘着性を持つ可能性があるでしょう。

その他の欧州地域では、ここ最近イタリア国債のドイツ国債に対するスプレッドが縮小基調にあります。今のところ政治的な動きが落ち着いており、債務持続性に関する懸念は絶対的な国債の利回り水準と正の相関を成していると言えるかも知れません。ただし、ユーロのキャッシュ利回りが4%で

ある中、ドイツ10年国債利回りは2.4%となっていることを踏まえると、現時点でドイツ国債の価格評価にそれほどの魅力は感じられず、利回りがさらにこの先低下することも想定しづらいと考えています。

先週は英国債利回りや、日本国債利回りも低下に向かいました。グローバルな投資家は、金利に対するより強気な見方にに基づき、デレーションのショート・ポジションを解消しているように見受けられます。しかし、繰り返し述べている通り、日本については経済サイクルにおいて米国やユーロ圏とかなり異なる位置にいとみています。

そのような見方に基づき、日本国債利回りの上昇については引き続き長期的に強い確信度を維持しています。また、英国では米国よりもインフレが高止まりすると強い確信に基づき、英長期国債利回りは米長期国債利回りを上回る水準になるとの見方を維持しています。

11月は市場がリスクオン動きとなる中、過去数週間は米ドルが他の全ての通貨に対して下落する傾向が見られています。しかし、米国経済が他の多くの経済を引き続きアウトパフォームしていることを踏まえれば、対ユーロで1米ドル=1.10という現状の水準からさらに米ドル安を促す要因は乏しいとみています。

実際、ここ数日間では、債券利回りや株価が動き続けている中でも、米ドルの下落基調についてはややその勢いが失われているように見受けられます。そのような見方を踏まえ、ここ最近ではチリやインドネシア、中国などエマージング市場（EM）通貨に関連した米ドルのショート・ポジションを解消しています。しかし、カナダ・ドルについてはより前向きな姿勢を強めています。ここ最近の為替市場の動きにおいて、他の通貨に対して出遅れ感が見られるためです。

その他では、米国債利回りが低下する中で日本円が上昇しています。しかし、より円高トレンドが加速するためには、日銀によるさらなる政策調整が必要であるとみており、日本のインフレがこれを促す要因になるとみえています。その意味で、今週初めに発表される11月の東京CPIの内容に注目しています。

ここ最近の米国債の動きが過度であるとの見方同様に、クレジット関連においてもヘッジ・ポジションを積み増すことを検討しています。スプレッドは短期間で大きく縮小してきました。例えば、（米ハイ・イールド社債のCDS指数である）CDX HYのスプレッドは、11月初めの525bpsから足元で400bpsまで縮小しています。

構成銘柄の中で、デフォルトし、指数から除外された銘柄の影響を考慮しても、スプレッドはわずか4週間で100bps近く縮小したことを意味します。価格評価は昨年春以降で最も高い水準にあります。そのような点から、市場は完全にハード・ランディングのリセッションの可能性を排除したと言えそうですが、やや不確実な環境を踏まえれば、完全にその可能性を排除することは困難であるとも言えそうです。

2020年にはコロナ危機、そして昨年にはウクライナ戦争によって、ともに年明けからほんの2ヶ月程度で「新年の見通し」が紙くずと化す展開となりました。同様に、過去数年間で経済専門家が成長やインフレ軌道を正確に読み当てるのがいかに困難であるかが浮き彫りとなりました。

したがって、結論に過度な自信を示す中長期的な見方については、懐疑的かつ挑戦的な目が向けられるべきであると考えています。現時点においては、米国経済のハード・ランディングの可能性は低いように見えますが、果たして来年の春までにはどうなっているか、誰にもわかりません。

したがって、現時点ではより短期的な見方を精査することが賢明であるとみえています。つまり、そのようなハード・ランディングの可能性が、この先数ヶ月で高まるのか、低下するのか、ということであり、またそのことがこの先の価格動向を左右するとも言えるでしょう。

## 今後の見通し

クリスマスに向けたカウントダウンが始まるうとしていますが、この先数週間で思案すべきことは依然多く残されていると考えています。市場参加者が金融サイクルの転換点を織り込もうとする中で、経済指標はより慎重に精査される時期に入ったと言えるでしょう。

同様に、中銀関係者の発言も、その姿勢を裏付けるための手掛かりを探して、絶えず細かに分析されるようになるとみています。市場は既にFRBの最初の利下げが来年5月もしくは6月になることを織り込んでおり、米利回り曲線が大幅に逆イールド化している中、今や債券の強気派にその立証責任があると言える状態です。

その意味で、仮に経済指標が比較的底堅さを維持したり、FRB高官の発言がこれまでの会合時の内容からそれほど大きく変わらないものであった場合、市場は落胆しやすい方向に傾いていると感じます。

その場合、例えば感謝祭後のオンライン消費の熱狂の中、欲しくなかったものまで購入してしまった消費者がそれを返品するかのようになり、市場が11月の素晴らしいリターンの一部を年末までに返上しても不思議ではなさそうです。我々からすると、今年のクリスマスは少し早すぎるタイミングで訪れてしまったように思えます。と言ってしまうことで、まるで（クリスマス嫌いの）グリンチのような印象を与えてしまわないといいですが。

## 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