



市場の利下げ期待には前のめりのリスク

サンタがやってくるまでに、対処しなければならないことがたくさんあります。

2023年12月8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

- インフレ指標が、世界的にみて過去数ヶ月間で改善傾向にある中、追加利上げが実施される可能性が低下しています。
- 主要中央銀行が金融緩和を開始するとの期待感が高まる中、国債利回りが低下を続けました。
- しかし、市場参加者は早期の利下げを過度に期待していると考えており、落胆の余地が生じているとみています。
- 利下げは早くても来年後半になるとの見方を維持しています。
- ここ最近米国や欧州の利回りにつられる格好で低下基調にあった日本国債利回りが上昇しました。
- 英国のインフレは米国やユーロ圏と比べてかなり高い水準に留まるとの見方を維持しています。

先週も、2024年前半に主要中央銀行が金融緩和を開始するとの期待感が高まる中、国債利回りが低下を続けました。しかし、市場参加者は早期の利下げを過度に期待していると考えており、落胆の余地が生じているとみています。

したがって、利回りが一段の低下を見せる中、低下の一巡を警戒し、金利のショート・ポジションを積み増しました。米経済指標は安定しており、比較的底堅い成長を示唆しているように見受けられます。米労働省雇用動態調査（JOLTS）が弱含んだことは経済活動の幾らかの減速を示唆

するかもしれませんが、雇用統計では概ね健全な米労働市場が示されると考えています。

また、先週発表されたISMの景況指数に見て取れる事業信頼感も、成長がトレンド並みであることを示しており、我々自身、米経済活動が来年には減速するとみてはいるものの、米国経済がすぐにそのような状況に陥る兆候ははまだほとんど見られていません。

インフレ指標は、世界的にみて過去数ヶ月間で改善傾向にあります。欧州では、欧州中央銀行（ECB）の（タカ派とされる）シュナーベル氏をもってして、ドイツの消費者物価指数（CPI）の低下を「素晴らしいこと」と表現し、さらなる利上げは必要なく、2%のインフレ目標が今後12ヶ月で達成可能との見方を示しました。同氏の発言によって、市場では急速にユーロ圏の利下げを織り込む動きが強まり、短期金利は過去2週間で60bps低下する展開となっています。

しかし、ここ最近のインフレ率の低下は、見かけほど素晴らしいはなないかもしれません。ベース効果がここ最近のCPIを押し下げており、実際この先数ヶ月は、そのような要因が計算から外れることで、インフレ率が再上昇する可能性があります。

したがって、利下げは早くても来年後半になるとの見方を維持しており、米欧ともに、政策金利は来年中に50bps引き下げられると予想しています。先物市場では、欧州が3月、米国が5月に利下げを開始する可能性が織り込まれているため、我々の見方は市場よりも慎重であると言えます。

利下げに対する市場の熱狂はやや過剰になっていると考えています。金融環境は大幅に緩和し、米雇用統計や米CPIにおいて目立った減速が示されない限りは、今月の米連邦公開市場委員会（FOMC）においてそれほどのトーンの変化は見られないであろうと考えています。

9月に示された、政策金利予想のドット・チャートでは、FOMC参加者が2023年中にあと1回の利上げ、2024年中に50bpsの利下げを予想していることが示されましたが、これは概ね我々の予想と一致しています。

2023年中の追加利上げはおそらくもうないとみられますが、それを除けば、概ねそのような軌道を辿ると考えています。したがって、仮にパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長がサンタさんになってくれなければ、市場は落胆する余地があるでしょう。

先週は、ここ最近米国や欧州の利回りにつられる格好で低下基調にあった日本国債利回りが、週半ばに上昇しました。日銀高官の発言は、マイナス金利政策（NIRP）の廃止計画が加速していることを示唆しているようです。ブルーベイでは来年1月のNIRP解除を予想しており、これは市場のコンセンサス予想よりもかなり早いタイミングです。

日本の政策担当者との面談の場では、日銀が大幅にビハインド・ザ・カーブ（後手に回る）となることで得られるものはほとんどない一方、失うものは大きいということを指摘し、より積極的に政策対応をすべきであることを強調してきました。岸田首相の支持率が極めて低い状態にあり、その一因は、超緩和的な金融政策にも関連した円安の加速でもありとみています。

したがって、日銀に軌道修正を促す政治的な圧力は高まっているとみており、市場が日銀の政策転換を織り込む中で、このことが円を押し上げる要因となっていることを興味深く見えています。

日本の経済活動は概ね健全な状態を維持しているとみており、今週発表される短観も比較的好調になると予想しています。インフレ率は日銀の目標である2%を大きく上回っており、10-12月期には経済指標がやや弱含む可能性はあるものの、新年には値上げがより広範に及び、物価のさらなる押し上げ要因になるとみています。

また、日銀は早期に行動すべきです。なぜならば、政策転換を2024年後半まで先延ばしにすれば、その他の地域での金融政策が逆方向になる時期と一致し、より問題となる可能性があるからです。そのような見方を踏まえ、今月19日に控えた12月の日銀会合は（政策変更の可能性が意識される）「ライブ」な政策決定会合になるとみています。

英国では、他の地域同様に利回りが低下し、英10年国債利回りは4%を切る水準となりました。しかし、英国のインフレは米国やユーロ圏と比べてかなり高い水準に留まるとの見方を維持していま

す。英CPIは今月さらに低下するかもしれませんが、来年1-3月期には再び上昇する可能性があるでしょう。英国のコアCPIは5%近辺に留まるとみており、現状の政策金利の水準でこれを2%の目標にどのように戻すことが出来るかは明確ではありません。

また、欧州において財政健全化が再びアジェンダに挙がり始める中、英スナク政権は、来年の総選挙を前に、すでにこの春にさらなる財政のばらまきを実施することを検討しているようです。政権は、直近発表した国民保険料の負担削減を、歳出削減によって賄うことで予算責任局（OBR）をなだめ、逃げ切ったようにも見受けられます。歳出削減の多くは、おそらく保守党が政権を失って以降にようやく始まるものばかりであるにも関わらず、です。

したがって、保守党にとっては、票獲得のために再び財政を緩める誘惑があることは想像しやすいでしょう。インフレが高止まりしている中、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が来年利下げをすることは極めて難しいと考えています。実際、我々の予想通りインフレが引き続き問題となっていれば、ベイリー総裁らが今のところは政策を据え置きながらも、来年後半にも利上げを再開するリスクもあるとみています。

ユーロ圏では、前週末に大手格付機関Fitchがギリシャを投資適格級に格上げするという喜ばしい出来事がありました。これにより、ギリシャ国債は13年振りに主要な投資適格債指数に復帰することになります。またギリシャの格上げによって、アイルランドやポルトガル、キプロス、スロベニアなど、一時ハイ・イールド債ユニバースへの転落を味わうという1つの章が締めくくられることになります。

ギリシャに関しては、過去ポルトガルなどで見られたように、主要な債券指数に組み入れられることで、パッシブ投資家がギリシャ国債にある種飛び付くような状況を予想していました。実際、パッシブ投資家らのロビー活動もあって、ギリシャの指数組入は来年1月終わりまで先延ばしにされることとなりました。これは、ギリシャが年明けに債券の発行を行うとの予測に基づくものです。

しかし、もしパッシブ運用者が発行時期を狙おうとするのであれば、ギリシャ当局は、予定している起債を2月まで遅らせるよう助言されるかもしれないとみています。そうすれば、ギリシャの債務当局は起債前にスプレッドの大幅な縮小を待つことが可能となるためです。

その他では先週、石油輸出国機構（OPEC）内での幾らかの機能不全や需要減の兆しなどから、原油価格が下落基調となりました。このことが今年冬の欧州のガス価格に寄与するわけではありませんが、原油価格の下落はインフレに追い風となるほか、消費者にとっては減税のような効果をもたらす、成長の追い風となるでしょう。そのような点を踏まえ、原油価格の下落はソフト・ランディングの可能性を高める要因となり、原油価格の上昇はハード・ランディングの可能性を高める要因になると言えるでしょう。

より穏やかな見通しへの期待感は、あらゆるリスク資産において示されているように見受けられます。株式指数は高値圏にあるほか、力強い資金流入が社債スプレッドの追い風となっています。ビットコインですら、年初から100%超上昇しています。投資家が下方プロテクションを外し、市場センチメントはやや過度に強気になり始めているとみています。

価格は短期間で大幅に上昇し、仮に経済指標もしくはFRBが、ここ最近の利回り低下や強気な利下げ期待を、反対に押し返すようなことがあれば、これらの価格は反落に脆弱であるとみており、より慎重な姿勢を維持することが賢明であるとみています。

今後の見通し

この先、クリスマスまでの2週間の間には、多くの重要な経済指標の発表や「ライブ」な中央銀行会合が控えています。

その意味で、今年は物事が落ち着き、七面鳥について考え始めることが出来るまで、例年以上に忙しい12月となるかもしれません。過去数ヶ月間で大幅な価格変動を目にしてきたことも踏まえると、年末に掛けて変動性が大きく低下することは想定しづらいように思います。

ここ最近の数ヶ月は、市場が買われすぎた、もしくは売られすぎたときに、反対の見方で取ったポジションで成功を収める傾向がありました。今現在投資家は、まるでスキーで過度に前に屈むかのように、やや前のめりに利下げを期待しており、そのような見方が実現する可能性は低いとみています。

したがって、足元ではタクティカルに金利をショートすることが興味深いリスク・リターンを提供しているとみていますが、今後発表される経済指標などを踏まえてそのような考え方やポジションを精査していきます。

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