



2023年の忘年会からの二日酔いリスク

この先の道のりには凸凹が予想されます...

2024年1月5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

- 2023年末に掛けての大きな上昇後、新年の債券市場はやや軟調な滑り出しとなりました。
- インフレ率が他国より高水準に留まる中、英国金利により大きな上昇余地があるとみています。
- 経済の見通しが引き続き概ね好調であることから、先進国の中でも日本の動向はとりわけ目を引きます。
- 今後を見据えると、多くの不確実性が存在しており、早期の利下げを織り込む市場が落胆するリスクがあると考えています。

2023年末に掛けての大きな上昇後、新年最初の一週間の債券市場はやや軟調な動きとなりました。11月と12月に掛けて、グローバル総合債券指数は10%近いリターンを記録し、2か月間のリターンとしては1990年以來の良好なパフォーマンスとなりました。インフレ指標が減速し、中央銀行が2024年中の利下げ見通しを示す中で、債券利回りが低下したことがその背景です。

利下げサイクルを期待した投資家が、市場に資金を投入する動きが加速しました。しかし、それによって資産価格は昨年末に掛けて大きく上昇し、年末の引け値水準を新年に引き継ぐことは困難に思われました。

早ければ今年3月の利下げ開始を織り込む市場の予測を精査してみると、米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）によって、その期待が裏切られる余地はかなりあると考えていました。米国では、経済が健全なペースで成長し、ここ最近の住宅ローン金利の低下が住宅市場の活動に追い風となる中、米連邦公開市場委員会（FOMC）が利下げを急ぐ必要はないように思えます。

また、インフレ指標に関しても、1-3月期は多くの想定より高止まりしても不思議ではないと考えています。市場参加者は、総合インフレ率の低下を踏まえてインフレ・リスクへの警戒を緩めてしまいがちですが、コアインフレ率は依然としてFRBが目標とする水準を大きく上回っています。

さらに、労働市場が完全雇用に近い状態にあるほか、株式市場も過去最高値圏にあり、金融環境も10-12月期の初めの時点と比較して大きく弛緩している中、たとえ政策金利が抑制的とされる水準にあったとしても、FRBが金融緩和を開始する環境としてはやや異常であるように思えます。

さらにその先を見据えると、過去の金融引き締めの影響が波及する中で、2024年の後半には米国経済が減速し始めるとみえています。しかし、それに伴うFRBによる利下げは2024年後半に2回実施されるのみであると予想しており、現在市場に織り込まれている2024年中の125bpsの利下げ見通しは過度であるとみえています。

したがって、2024年が始まるにあたり、引き続き金利に対しては慎重な姿勢を取ることが賢明であると判断しています。とは言いながらも、米国と比較して英国金利により大きな上昇余地があるとみえています。英国経済は米国と比べてかなり弱い状態にあると見受けられますが、インフレ率は引き続き米国を大きく上回っており、英国のコアCPIはこの先数カ月に亘って5%近辺で高止まりすると予想しています。

英国のインフレ及び賃金予想は引き続き高止まりしています。英国政府はインフレ率が5%に下がったことでインフレ鎮圧に成功したと宣言しましたが、この先の将来、この水準がさらに低下するトレンドは見通せません。

一方、政府高官らの発言を踏まえれば、政府は3月にも大規模な財政緩和策を発表するとみえています。与党保守党は、これによって世論調査での支持拡大を狙った賭けに出たいと見られ、仮に（現時点での予想通り）労働党に政権を譲り渡したとしても、今の財政緩和が新政権を困難な位置に追い込むだけであるという事実も認識しているものとみられます。

実際、2024年は世界的に見ても政治及び選挙の面でかなり重要な一年となります。一例を挙げれば、米国やメキシコ、インド、南アフリカ、ロシア、トルコなどで重要な選挙が予定されています。世界で最も人口が多い10か国中、実に7か国で選挙が予定されており、世界の人口の40%が国政を占う50の選挙に臨むこととなります。

このうち最も注目を集める選挙が米国の大統領選であることに疑いの余地はありませんが、現時点では、バイデン氏に支持率で2桁近い差を付けているトランプ氏が大統領に返り咲くという結果にならないことがサプライズであるように見受けられます。同氏の立候補を認めないとしたコロラド州やメイン州の判決は、連邦最高裁によって介入棄却されることが広範に予想されています。

とは言いながらも、対立が絶えない米国政治の気質を踏まえれば、この先米国政府機関の閉鎖が長期化する可能性も高まっているとみえています。実際、昨年成立したつなぎ予算の期限を迎え始める今月下旬にもそのリスクは表面化する可能性があります。これが米国経済に大きな影響を与えるかどうかは疑問です。

一方、ユーロ圏の政治的な日程は比較的静かですが、引き続き欧州大陸全体での政治的なトレンドの高まりが、EU及びその他地域にとっての懸念要因となる可能性に注視しています。

過去一年間を振り返れば、右派の、国家主義的な政治勢力が多くの国で台頭したことは注目に値します。イタリアでは、ジョルジャ・メローニ氏の株が上昇し、オランダでは反移民、反グリーン政策を掲げたヘルト・ウィルダース氏率いる極右政党が有権者の支持を広げたことが既成政党に衝撃を与えました。

そんな中、ドイツの有権者も「ドイツのための選択肢（AfD）」支持に傾き、フランスでも、今後12カ月間の選挙で善戦すれば、マリーヌ・ルペン氏がその先のフランス次期大統領選での好走に向けた位置にいる可能性があるでしょう。ユーロ圏の安定が即座に脅かされる懸念はないとみられますが、政治的変動の可能性は排除できません。とりわけ、欧州全体の景気減速が、この先数四半期で高い失業率を伴うより深刻なりセッションにつながったとすれば、尚更です。

新年最初の一週間では、ユーロ圏の国債利回りに大きな変動は見られませんでした。12月のインフレ統計は予想通りやや上振れし、引き続き市場が織り込む今年3月のECBによる利下げ開始は時期尚早であるとの見方を維持しています。

コアCPIは依然として3.4%程度とECBの目標を上回り、過去数か月間でユーロ圏経済が苦戦していることは事実であるものの、住宅価格などの分野には一定の安定も見られています。また、労働市場関連の指標も比較的底堅く推移しており、そのような点から、ラガルド氏らが利下げ開始の議論を始める緊急性はそれほど感じられません。

その他の地域を見渡すと、先進国の中でも日本の動向はとりわけ目を引きます。日本経済の見通しは引き続き概ね好調で、コアインフレ率も4%近辺にあります。また、賃金の伸びの加速を示唆する統計も増え始めています。直近の日銀の発言を踏まえると、政策正常化が今後数か月間で実施される可能性が高いとみられ、引き続き、今月末に予定されている会合でマイナス金利政策（NIRP）終了が発表される可能性があるともみえています。

ただし、今回の能登半島地震によってそのタイミングに関しては不透明感が高まっており、その影響を精査するために日銀が一定の時間を置く可能性はあるでしょう。しかし、経済的な影響があるとすれば、地震によるインフラ再建のためのさらなる財政出動であり、最終的にはGDPに正味でプラスの影響をもたらすものであると考えています。

そのような見方を踏まえ、2024年中の日本の政策正常化に対する強い確信度を維持しており、日本政府は今年の春までに「インフレ率2%の持続的達成」を宣言するとみえています。

その後は、経済状況の始点が異なる米国やユーロ圏で政策金利が低下に向かう中でも、日本では利上げが実施されていき、日本の政策金利は今年末までに0.5%～0.75%近辺まで上昇すると予想しています。仮にそうであれば、足元の日本国債利回りの低下基調はこの先数週間で反転する可能性があるでしょう。

また、今年は日本円が他の主要通貨をアウトパフォームすると予想しています。ただし、日本円をロングすることに伴うマイナスのキャリーを踏まえれば、同ポジションは円金利のポジションとは異なり、強い確信度で続けることが難しいポジションであると言えるでしょう。

クレジット債のスプレッドは、2023年末に掛けて社債及び国債の双方で大きく縮小していましたが、しかし年明けは、新規発行が再開し、流通市場の価格に上乗せした価格で取引されたことにより、スプレッドが拡大しました。ポートフォリオでは年末に掛けて、年明けの起債増を見越してエクスポージャーを削減していたことから、新規発行には選別的に参加することに前向きで、フェア・バリュウの水準を常に意識することが重要であると考えてきました。

実際、過去数日間において、入札は堅調であったとしても多くの新発債の価格が発行後に軟調となる傾向が見られました。今後数週間でさらに多くの起債が予定されている中、ここ最近のスプレッド縮小を踏まえ、投資家は銘柄を選別して投資をすることが可能になっているとみえています。したがって、新発債が既発債に対して割安に値付けされていれば、起債の発表後に価格が再調整される傾向になっていたとみられます。

今後の見通し

今後を見据えると、多くの不確実性が存在しています。その上で、主にここ最近の価格動向を踏まえ、多くの金融機関が金融緩和予想を前倒ししている傾向を興味深く受け止めています。

ただし我々は、その道筋は決してスムーズで単純なものではないとみています。これまでに述べた通り、金融緩和期待に伴うここ最近の金融環境の緩和ですらも、経済指標を押し上げることに伴い、最終的に市場が期待するタイミングでの利下げの必要性を低下させる可能性があると言えます。さらに、一部資産の価格においては既にソフト・ランディング見通しが完全に織り込まれており、仮に経済指標がそのような見通しに都合よく同調する内容でなかった場合には、市場が落胆するリスクがあると考えています。

市場が今年中の125bpsの米利下げの可能性を既に織り込んでいることを踏まえれば、国債に関しての多くの好材料は既に価格に織り込まれていると言えるでしょう。利回り曲線も逆イールド化している中、今後12か月間で債券指数が果たしてキャッシュを上回るリターンを獲得できるかどうかについては疑問符が付きます。

とはいえながらも、今後数か月間は、2023年に確認されたような価格動向、つまり利回りが上昇して、その後低下をするという動きが再び見られても不思議ではないでしょう。従って、方向性を持ったポジションだけでなく、市場間の相対価値に基づくポジションにも投資機会があるとみています。

この先の道のりには凸凹が予想されますが、足元で14ポイント近辺にあるVIX指数にはその可能性はほとんど織り込まれていないと言えるでしょう。今を過信することは結果として、最近Tik-Tokで話題となった、新年を迎えると同時に12個のブドウを食べると良い一年になるということを信じるのと、変わらないかもしれません。経験からは、パーティーのあとには幾らか二日酔いになることが多いようです。

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