



イエレン氏がFRBの脳内にチップを挿入？

人間はまだロボットに支配されていないと思いたいところです。

2024年2月2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

- 米国株式市場は最高値を更新して資産効果をもたらし、社債スプレッドも縮小して金融環境は緩和しています。
- ユーロ圏GDP指標を見ると、昨年10-12月期は実質的なリセッション入りを何とか免れたことになっています。
- 英国では、インフレ率は5%近辺で高止まりし、注目される賃金も労働市場がいかに引き締まっているかを示しています。
- FRBが利下げを開始するタイミングは今年の後半となる可能性が高いとの見方を維持しています。

先週の金融市場では、米連邦公開市場委員会（FOMC）において米金融当局がタカ派バイアスを削除する中で米国金利が低下しました。パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、3月にも利下げが開始されるとの市場の見方を否定したものの、市場参加者はFRBの行動を先回りする意欲を見せ、もはや「市場がリードし、FRBがそれにフォローする」との見方が広がりつつあります。

FRBは、タカ派バイアスを削除することが早期の利下げ観測を高めることを認識していたと思われ、その意味で、もしそのような観測を否定したい意図があったのであれば、これまでのバイアスをもう少しの間留めることが出来たと思われませんが、そうはしなかった、ということになります。

多くの点から、前回のFOMC以降に発表されたほぼ全ての経済指標が予想を上回る内容であったにも関わらず、FRBがハト派寄りの方向に傾いたことを興味深く受け止めました。コアインフレ率は依然として当局の目標を上回り、労働市場や消費も力強さを維持しています。10-12月期の経済成長も潜在成長率を上回り、市場のコンセンサス予想を大幅に上回っています。

株式市場は最高値を更新して資産効果をもたらし、社債スプレッドも縮小して金融環境は緩和しています。また、住宅ローン金利の低下によって住宅市場の活動には既に回復の兆しが見られています。

米政策金利はおそらく適切な水準からそれほど離れていないと考えるのが妥当というのが我々の見方であり、米経済は現時点で現実的にこれ以上期待できない程の堅調さであると言えるでしょう。しかしながら、伝統的な中央銀行の計算が今やまた別の考えに影響されて、それが意思決定に影響し始めているように見えます。

これに関して言えば、FRBの前議長であるジャネット・イエレン氏が、景気を可能な限り押し上げ、バイデン大統領再選の可能性を高めようと、利下げを求めて動いていることを示唆する報道が見られ始めています。

現時点では、米大統領選に向けてトランプ氏が強い支持を得ており、民主党支持層の間ではある種の絶望感が広がっています。しかしその意味で、果たして経済が決定的な政治問題となり、今回のインフレのオーバーシュートに関して非難されているバイデン氏を救うことになるのかは全くわかりません。

さらに、FOMCが政治的なバイアスを持って行動している兆しが少しでも見られれば、トランプ氏の下でFRBは再び頭を悩ますこととなるでしょう。今回のケースでは、パウエル氏があらためてFRBの独立性を断言すると通常は思うものですが、それでも誰かが彼の耳元で何かを囁いているのではと結論付けてしまいたくなります。

欧州では、ここ最近の欧州中央銀行（ECB）関係者からの発言はややハト派寄りとなっています。ラガルド総裁の下で、インフレと同様に成長も明確な懸念材料となっている兆しが見られます。インフレが低下するのであれば、ECBは4月にも利下げを開始する準備があるのではないか、と想定できるように思います。依然として、市場に織り込まれた欧州の利下げ回数は過度であるとみていますが、ECBがFRBよりも早いタイミングで利下げを開始する可能性は高まっているとみています。

賃金や、構造的に引き締まった労働市場は引き続きECBの懸念材料となるでしょう（ユーロ圏の失業率は過去最低水準にあります）。しかし、経済見通しは当面先まで極めて弱く、地政学リスクに関連したさらなる下方リスクもあることから、ECBが行動を起こす時は近づいているとみています。

GDP指標を見ると、ユーロ圏の昨年10-12月期の成長は前期比0%と横ばいで、実質的なりセッション入りを何とか免れたことになっています。ただし域内では顕著なばらつきが見られ、ドイツが引き続き苦戦する中で、大半の南欧諸国はアウトパフォームしています。

スペインやポルトガル、ギリシャはいずれもここしばらくの間アウトパフォームを続けており、欧州「周辺国」という概念がやや古くなってきているようにも思われます。周辺国国債のスプレッドは過去数ヶ月間縮小傾向にあり、さらなる縮小が見込まれます。信用ファンダメンタルズが年々弱含む方向へと向かっているフランスなどの国との比較では尚更です。

先週は、ギリシャ国債のスプレッドが一時100bpsを切る水準まで縮小する展開となりました。昨年12月に投資適格級に復帰したことにより、ユーロ圏の主要な国債インデックスの組入要件を満たしたことで、パッシブ投資家がギリシャ国債を買い求める動きが加速し、10年債の新規発行にも購入申し込みが殺到したためです。

過去のポルトガルの事例を踏まえると、このような傾向は良好な需給面によってさらに続く可能性があるでしょう。ただし、債務再編に伴ってギリシャ国債の価格が1桁まで落ち込んで以降、ギリシャ国債を保有することによる利益の大半はこの10年間でほぼ得られたと言えるでしょう。

また、イタリアでは前年比0.5%のGDP成長が市場に好感されました。EUの政界におけるジョルジャ・メローニ首相の株も引き続き上昇傾向にあり、ボラティリティは低位に留まりそうです。とは

言いながらも、イタリアに関しては安定的に成長を続けることを示せるかどうかを巡って懸念が燃えるため、現時点ではその他の投資適格ソブリン債で、ルーマニアやメキシコのユーロ建て国債をより選好しているほか、昨年の総選挙でドナルド・トラス氏が首相となったポーランドも好感しています。

英国では、金融緩和の開始までに、より距離があるように見受けられます。インフレ率は5%近辺で高止まりし、注目される賃金も労働市場がいかに引き締まっているかを示している一方、経済環境は低迷しています。また、スナク政権は3月に減税策を発表するとみられ、金融緩和策の必要性を一層低下させるとみられます。

その意味で、先週の金融政策委員会（MPC）では意見が3つに割れたものの、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）のメッセージは明確で、それは「デイスインフレは進展しているものの、勝利宣言をするにはまだ早すぎる」というものでした。彼ら自身の予測においても、総合インフレ率は夏頃に2%に近づくものの、その後年末までに再び3%に向けて上昇するとされており、「持続可能な」形でのインフレ率2%という自らの目標には到達しないことになりそうです。引き続き、他の主要国において政策転換があったとしても、BoEが2024年中に利下げを実施することは難しいとみています。

1月は、景気のソフト・ランディング期待が株式市場を最高値圏に押し上げ、投資家のリスクセンチメントも全般的に力強さを維持しました。投資適格（IG）社債及びハイ・イールド（HY）社債の新規発行が多い1ヶ月でありながら、過去数年間に亘って構造的な債券のアンダーウェイトを維持してきた最終投資家が資金を市場に投下する動きが続く中、スプレッドは縮小基調を維持しました。

政策金利がピークを付ける中、資金流入が債券資産に追い風となっており、これまでにも述べた通り、2024年は米欧のIG及びHY社債市場でともに純発行額がマイナスとなる見込みであり、さらに強力な需給面での追い風となって現物社債のスプレッド縮小を促しそうです。

一方で、CDS指数のスプレッドは過去1ヶ月で概ね横ばいとなり、現物社債とCDSのパフォーマンス格差が大きくなりました。このような傾向は今後も続く可能性があるともっており、仮にリスク心理が悪化した場合の全体の市場ベータをヘッジする手段としてCDSを活用することは引き続き魅力的な戦略であると考えています。

この1ヶ月で見ると、為替市場の動きは比較的穏やかでした。一方では、成長における米国例外主義がさらに続く証拠から、米ドルを選好する動きも見られます。しかし、米ドルの割高感やリスクセンチメントの改善、米利下げ見通しなどが、同通貨に対する熱狂をある程度抑制しており、大きな枠で見れば、このような傾向は続く可能性があるともみています。

その他では、引き続き日本円が興味深い投資対象であるとみています。日銀が今後の引き締め策を示唆するコメントをしたことは円の追い風となりました。ただし、引き続きキャリーが足かせとなる中、日銀が実際に行動で示すまでは、より大幅な動きは見られないように思えます。

今後の見通し

米経済の現状の勢いを踏まえれば、この先数ヶ月に亘って米経済指標は底堅さを維持すると予想しており、FRBが利下げを開始するタイミングは今年の後半となる可能性が高いとの見方を維持しています。しかし、現時点ではFRBの反応関数を理解する上で、これまで以上に多くの不確実性が存在しており、米国金利に対して確信度の高い見通しは持っていません。

もう1つ特筆すべき点として、一般的には、金融政策は「登りは階段で、下りはエレベーター」となる場合が多いとされます。したがって、ひとたびFRBが利下げを開始すれば、政策金利は短期間で大幅に引き下げられる可能性があると言えるかも知れません。しかし、これは経済が急な減速（つまりハード・ランディング）を経験したときや、金融市場が急落したときに想定される動きです。

もし経済がソフト・ランディングとなるのであれば、緩和サイクルはかなり短期間で、浅いものとなることが予想されます。過去の金融緩和サイクルを振り返ると、そのような場合の合計の利下げ幅は100bpsもしくはそれ以下に留まっています。

したがって、政策金利がパンデミック前の標準に戻るであろうとの結論に市場参加者が固執し過ぎることがあれば、反対の見方を取るといった投資機会になり得るとみています。いずれにせよ、実際に人間の脳内に半導体チップを内蔵することも可能な今世の中で、先週の出来事を踏まえて考えてしまうことが多くありそうです。とは言いながらも、ロボットが人間を支配するようになるまでには、まだまだ時間が掛かると思いたいところです。

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