



## その写真は加工されたもの？

今週はドット(チャート)にスポットがあたるでしょう。

2024年3月15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

- 米消費者物価指数（CPI）の市場予想の上振れは、インフレ圧力の低下に時間が掛かっていることを示しました。
- 米国の中立金利は多くの予想よりも高い水準であるとの見方を維持しています。
- ユーロ圏では、金融政策に関連した発言は日増しにハト派寄りとなっており、ECBが6月に利下げを開始することを予想しています。
- 日本にも引き続き注目が集まり、日銀は3月にもマイナス金利を解除する可能性があるかとみています。

先週は、米消費者物価指数（CPI）が市場予想を上振れ、インフレ圧力の低下に時間が掛かっていることを示す中、米国債利回りが上昇しました。コアインフレは前年比で+3.8%となっており、直近3カ月及び6カ月の数字を年率化してみてもそれぞれ+4.2%及び+3.9%と、状況は特に大きく変わりません。

前週にはパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が利下げは「それほど遠くない」ことを示唆し、債券強気派を勇気づけました。しかし今週の米連邦公開市場委員会（FOMC）においては、政策緩和の開始までにはさらなる辛抱強さが求められるとのメッセージが発信されると予想しています。ある意味では、経済指標が底堅さを維持し、リスク資産が高値圏にある中、パウエル氏がよりハト派寄りの発言をすることは想定しづらいように思います。

したがって、市場参加者の関心を引く可能性のある主な変化としては、2024年の成長見通しの上方修正や、目先のドットチャートの上方修正などとなるでしょう。表面的には、市場参加者にタカ派寄りと思えらるであろうドットチャートの引き上げには、ごく数人の参加者が予想を変更するだけで十分です。

とは言いながらも、インフレが再び上昇傾向になるような新たな状況に移行しない限りは、将来的な利下げに対する投資家の期待が、仮に後ずれしたとしても、ゆっくりと低下することになるように思います。その結果、投資家は逆イールドの中でキャリアを失いながらも、大幅な利下げサイクルが訪れるとの期待から辛抱強さを維持し、価格の動きは抑制されることになるかもしれません。

しかし我々は、米国の中立金利は多くの予想よりも高い水準であるとの見方を維持しています。ワシントンDCの政策当局者との面談を通じて、ドットチャートが示す長期の政策金利が2.5%であることは低すぎる可能性があるかとみています。ドットチャートの長期の想定水準にも拘わらず、政策金利が5.375%という水準にあっても、金融政策が取り立てて現在抑制的ではないように見受けられるように思います。

その一因として政策効果の時間的なラグや、これまでの金融引き締め効果が依然として十分に及んでいないといったことは挙げられるものの、政策金利が本当に中立金利を300bps近く上回る水準にあるならば、現時点で経済活動がほとんど政策引き締めの影響を示していないことが日増しに奇妙に思えるようになってきています。そのような見方を踏まえ、米中立金利はおそらく名目ベースで2.5%というよりは3.5%に近いと思われ、FRBが政策の緩和を開始する際には、より短く、より浅い利下げサイクルを予想しています。

仮に中立金利が3.5%近辺であれば、長期金利は4.25%もしくはそれ以上の水準に留まるはずで、先週は、バイデン氏もトランプ氏もさらなる減税と財政緩和に言及しました。加えて、米政府の財政状況の継続的な悪化も、長期資産に対するターム・プレミアムの上乘せ、そしてイールドカーブのスティープ化につながっていくとみています。

このような場合のフェアバリューを考えれば、現状の長期債利回りは割安には思えません。今年後半には成長の幾らかの減速を予想し、2024年中のFRBによる2度の利下げを想定しているものの、債券利回りの大幅な低下があるかどうかは明確ではなく、より顕著な景気減速によって米経済がリセッション入りしない限りは、今年の米国債のリターンがキャッシュを大きく上回ることは困難であるとみています。またそのような（顕著な景気減速などの）シナリオは、ベースケースというよりはむしろテールリスクであるとみています。

逆にアップサイドのテールリスクとしては、成長及びインフレが強さを維持し、FRBが今年を通じて政策金利を現状の水準に据え置くことが考えられ、少なくともダウンサイドのリスクと同等の確率を付与してもいいように思います。

ユーロ圏では、金融政策に関連した発言は日増しにハト派寄りとなっています。先週行った欧州中央銀行（ECB）高官との面談は、ECBが6月に利下げを開始し、12月末までに75bpsの利下げを実施するとの我々の予想を裏付ける内容でした。そのような政策軌道を踏まえると、ドイツ国債はフェアバリュー近辺にあるとみていますが、利下げサイクルにおいてECBがFRBに先行する可能性を踏まえれば、ユーロ・米ドルの為替レートは1.10超の水準というよりは、1.05近辺に近づきかけになると考えることが賢明であるように思えます。

そんな中、ユーロ圏では、欧州周辺国国債のスプレッドが引き続き縮小基調にあります。ユーロ圏リスクが排除される中、イタリア及びギリシャの10年国債スプレッドはそれぞれ一時120bpsと90bpsを突破して縮小しました。スプレッドの縮小は財政の持続性に追い風となり、結果として自己増強的なトレンドとなっています。また、政治的状況も現時点では比較的落ち着いていることから、この先数週間でスプレッドが直近で最もタイトであった2021年の水準を試す可能性も十分にあるとみています。

先週発表された英国の労働市場関連の指標はやや軟化しましたが、引き続き賃金圧力がイングランド銀行（英中央銀行、BoE）にとって悩みの種となっています。それ以外の経済指標は幾らか力強い内容となっており、弱含みの要因であった住宅市場においても価格は再び上昇に向かっているほか、複数の与信業者と話す限り、住宅ローン市場もBoEの利上げ開始前の水準に回帰しているようです。

その意味で、英消費者は、より高い政策金利との生活を受け入れ始めているように見受けられます。仮に経済活動が4-6月期に回復すれば、BoEは利下げを実施するために困難な立ち位置に置かれる可能性があるとの見方を維持しています。

先週は、日本にも引き続き注目が集まりました。春闘での賃金交渉の結果は力強い内容で、市場参加者の注目は日銀へと移っています。先週のコメントで述べた通り、日銀は3月にもマイナス金利を解除する可能性があるともっており、今週予定されている会合の結果は日本国債利回りと円の上昇をもたらすきっかけになり得るとみています。

日本国債利回りは4-6月期に1.0%まで上昇し、その後年末に掛けて1.25%を上回る水準まで上昇していくとみています。賃金上昇はインフレやCPI指標を押し上げる要因になるとみており、外国人観光客の消費も同指標の上振れに寄与するとみています。物価が上昇する中、インフレ期待も再設定され始めています。

これまでも述べた通り、日銀の政策担当者にとっては、インフレが引き続き予想を上振れた場合には、過度にビハインド・ザ・カーブ（政策が後手に回ること）にならないよう、慎重な道のりを歩むことが重要になるとみています。

社債市場では、投資家の力強い需要に対して新規発行がそれほど伸びていないことなどから、スプレッドが縮小基調を維持しました。新規発行額が減少し始めている中、良好な需給面がスプレッド縮小の追い風となっており、そのことがさらなるスプレッド縮小を促したとしても不思議ではない状況です。欧州金融機関の社債は、最低準備率引き上げを見送ったECBの決定に支えられました。準備金の引き上げは銀行への実質的な課税になると警戒されていました。その点に関して言えば、過去の銀行への課税や一般的な「バンカーたたき」の動きが、ユーロ圏の銀行株が資産価値を下回る水準で取引されてきた背景のように思います。

その意味で、銀行にとっては貸し出しを増やすインセンティブはなく、成長への投資よりも自社株の買戻しの方が魅力的な状況となっています。このことは、域内の経済パフォーマンスを抑制する要因となっています。欧州がかなり銀行に依存した経済であることを踏まえれば、銀行への政策はこれまでユーロ圏の成長の低迷に幾らかつながらってきたと言えるでしょう。足元では収益性も改善しており、銀行が政策担当者から一息つくことを許されることが望まれ、その場合、健全な銀行は域内の成長押し上げに寄与することが出来るとみています。

## 今後の見通し

今後の見通しとして、来週は米国及び日本の中央銀行会合が市場の注目の的となるでしょう。FRBの会合にそれほどのサプライズはないと見られ、パウエル氏からの発言にも目新しさはないと予想しています。しかし、成長見通しやドットチャート予想は精査されるとみられ、引き続き経済指標が軟化を始めれば、これまでのところ鬱憤を抱えていた債券強気派が積極的にポジションを積み増すでしょう。

日銀の会合に関しては、より不確実性が伴います。引き続き、3月もしくは4月の日銀の政策転換に強い確信を抱いていますが、どちらかと言えば3月の可能性が高いとみています。しかしマイナス金利解除の後、ETFの買入終了、YCC脱却と歩む中で日銀がどのような見通しを描くのかは興味深いと言えるでしょう。

FRBに話を戻せば、足元の政策金利の織り込みが昨年12月時点でのドットチャート予想とほぼ同程度である点は特筆すべきでしょう。過去1年を振り返ると、市場は継続的にFRB自身の予想を大きく上回る緩和を織り込んできました。その点を踏まえれば、ドットチャートに変更がなければ、利回りがやや低下しても不思議ではないというロジックになるでしょう。

もしくは、市場は既に3月のドットチャートがやや上振れることに備えているとも言えるかもしれません。いずれにせよ、大幅な修正が必要か、またその可能性が高いかどうかは、現時点ではやや不明瞭です。政策当局者は、直近四半期も再び堅調な成長が見られ、米国経済が他の主要経済を上回るパフォーマンスとなっていることを歓迎すべきでしょう。リスク資産が上昇を続ける中、失業率は低位に留まり、漸進的ではありますが、インフレも鈍化に向かっています。

そんな中でも、バイデン氏の人気は引き続き低迷しています。その点を踏まえれば、民主党寄りのFRBは自らが好む候補者のために選挙前に数度の利下げを実施できることが望ましいのかもしれませんが、そのためには諸条件が整う必要があるでしょう。

しかしながら、ドットチャートがタカ派方向に転じないようという圧力が存在し、FRBの指導部はそれが現実にならないように、ドットチャートに細工できるようにしたいのではないかという見方もあります。もはや陰謀論の領域に入ってきてしまうような話ですが、先週の（キャサリン妃の写真加工を巡る）報道は、もし写真に加工を施したいのであれば、そして政治によって自身の判断が影響されることをFRBが甘受するならば、指摘されないよう細心の注意を払った方が良いということを改めて思い起こさせるものでした。

## 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