



RBC BlueBay  
Asset Management

## 経済指標によってしばむ利下げ期待

米国で唯一確実なのは、ウーバーの恐ろしく高い料金です！

2024年4月12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

- 3月の米消費者物価指数（CPI）は、3か月連続で市場予想を上回る上昇を記録しました。
- インフレが米連邦準備制度理事会（FRB）の2%目標に回帰するとの見方を維持することは難しくなったように見受けられます。
- 経済指標の実態を見れば、米国経済が即座に利下げを必要とする証拠は確認できません。
- 米国と欧州の経済は極めて異なる道を歩んでいるという現実があり、先週の欧州中銀（ECB）会合では6月の利下げ開始に向けた気運が高まりました。
- 市場のコンセンサスとされる見方が試されることになれば、将来はより不確実になり得ることから、ボラティリティは上昇する余地があると考えています。

先週の金融市場では、市場予想を上回るの発表を受け、米国債利回りが上昇しました。3月の指標では、コア指数が3か月連続で前月比0.4%の上昇を記録し、結果としてインフレが早期に米連邦準備制度理事会（FRB）の2%目標に回帰するとの見方を維持することは難しくなったように見受けられます。原油価格も上昇を続けていることから、この夏に掛けて総合CPIがコアCPIを上回ることが予想されます。

実際に総合CPIが前年比5%増となることも考えられます。結果として、FRBの利下げ期待が慌ただしく退散していることにそれほどの驚きはありません。多くの側面から、過去数ヶ月間の早期利下げに対する市場全体の見方がいかに強固なものであったかは特筆すべきことであり、そのような見方に反する発言は極めて逆張りのと受け止められていました。

しかし、経済指標の実態を見れば、米国経済が即座に利下げを必要とする証拠は確認できず、金融環境も現時点において抑制的というよりは緩和的であると見受けられます。

先週行ったワシントンDCでの政策当局者との面談では、景気減速に関連した議論はほとんどなく、米国経済の強靭さを再確認する内容でした。明確なデータではないものの、カスタマー・サービス関連の職種では、空港やホテル、レストランなど全ての場所において労働力不足の状態にあるようで、顧客が列をなした状態が日増しに問題になり始めているようです。

米国ではサービスの質が低下しているにも拘わらず、全てに20%のサービス・チャージが加算されるという前提は、これまで以上に重く感じられます。また、過去6ヶ月間だけでも、ウーバーの運賃が急激に上昇していることも興味深く、結果として配車を確保するためには「ウーバー・ブラック」のような、より高価格のオプションを支払う必要が生じ始めていることも、これまでには見られなかった異様な光景です。規定の運賃で走る通常のタクシーを見つけることは、一層困難になっています。

移民の急増や、より低賃金の仕事の純増加によって、所得関連のデータは全体としては抑えられているものの、依然として逼迫した労働市場は、引き続き賃金上昇のリスクにつながっています。またその他、先週は米国での皆既日食を巡る熱狂によって、今年最も米国人が旅行をした一週間となりました。航空運賃や電車賃に加えてホテルの宿泊費も急騰したことは、来月発表される4月の経済指標に何らかの影響をもたらす可能性があるでしょう。

とは言いながらも、ワシントンDCでは、経済指標さえ許せばパウエル氏が利下げをしたいであろうとの見方が根強いようでした。パウエル氏が、経済のソフト・ランディングを達成したFRB議長としてその名を歴史の教科書に刻み、いわゆる殿堂入りすることを望んでいるとの話も聞かれました。ただし現時点においては、経済指標がとにかくそれに協力的ではない状態です。しかし、もしその機会さえあれば、大統領選前の利下げは依然として選択肢として残っているとみられ、明らかにそれは、少なくともバイデン大統領の考えではあるでしょう。

ただし、その後連続して利下げが実施されるとの見方は、成長が急速に鈍化するようなシナリオでない限りは、可能性が低いように思えます。一方、対極のテール・シナリオとして、さらに利上げを行わなければならない状況も排除出来ないとみており、同等の可能性があるとすら思えます。明らかに、米国経済は現在、サイクル中期のような状態にあるようです。消費者のバランスシートは堅固で、信用に後押しされた熱狂は、まるで2003年から2007年の再来のようなオーバーヒートのリスクにもつながり兼ねません。

経済指標に話を戻せば、今後数ヶ月間に関してはインフレの季節的な要因が落ち着く可能性はあるものの、現実としてCPIは3-4%に留まるとみられ、これはここ最近我々が主張してきたことと概ね同様です。FRBは依然として政策金利が引き締め圏にあると考えているようですが、そのようなインフレ水準は彼らのインフレ目標を優に上回ります。つまり、政策金利は概ね現在の水準に留まることがベース・ケースになるでしょう。仮にそうであれば、5%近辺の米2年国債利回りは概ねフェア・バリュであるともみていますが、イールドカーブのより長期ゾーンについては引き続き慎重にみています。

米政策当局者との議論を通じてもう一つ得た印象は、逆イールド化したイールドカーブの状態は、財政当局に対して財政政策の道筋に関連した懸念等のシグナルを全く送っていないということでした。財政赤字の高止まりはイールドカーブのステープ化圧力となり、投資家は長期デフレ資産の保有により大きなプレミアムを要求するとされます。

実際、先週実施された10年債入札は低調で、デフレ資産保有に対する意欲が低下していることを示唆しました。景気が減速する中で政策金利が大幅に引き下げられるとの期待を背景に、年初から多くの投資家が金利をロングして、誤ってしまい（long and wrong）ましたが、そのような期待に疑問符がつく中、また利回りが上昇に向かう中で、目先デフレ資産を積み増す投資家はほとんどいないと言えるでしょう。

そんな中で政治情勢に目を向けると、米大統領選に向けた動きにおいて、トランプ氏優勢ではありながらも接戦が予想されることも浮き彫りとなりました。議会選を含めて共和党が全勝する可能性はあるものの、民主党がそうなる可能性は低いでしょう。ただし、下院と上院で結果が分かれる可能性が最も高いとみられ、その場合、貿易や移民、外交政策以外ではそれほど大きな政策転換はないと予想されます。またその場合、これまでの減税策の一部が2025年に期限切れを迎えることで、財政スタンスはより厳しくなることが予想されます。

一方、共和党が全勝した場合、財政スタンスは緩和するでしょう。さらに、トランプ氏勝利は関税引き上げや移民政策の強化を意味し、正味ではインフレ圧力となり得ます。ただし、トランプ氏が移民に対する言動を強めたとしても、実際に国境を越える人たちの流れを食い止めることは難しいとの見方もあります。

その他にワシントンを訪れて気付いたことは、米国の外交政策はウクライナよりも中国に対してはるかに注目された状況が続いていることです。中国に対する言動は、政治的な立ち位置に関わらず、タカ派で敵対的な姿勢が続いています。その一方でウクライナに関しては、これまで進捗が見られていない追加支援法案が今後数週間のうちに、大きな法案の一部として審議される可能性があります。

しかしながら、ウクライナは特別に重視はされておらず、現時点でそれに対処するのは欧州というようには見られています。差し当たってプーチン氏が十分な満足を得るまでに、ロシアがさらに占領地を増やすとの予想があります。問題はその占領地がどれだけの範囲に及ぶかです。

その後は、交渉によってウクライナが国として分割されるであろうとみられ、朝鮮半島同様に非武装ゾーン（DMZ）が設けられると予想されています。このような考え方は、とりわけ欧州の観点からすると、なかなか飲み込むことが出来ないものです。EU全体の支援パッケージの下で1,000億ユーロ以上の軍事費を追加して、ウクライナ政府に対する支援をEUが本当に準備出来るのかどうかは興味深いと言えるでしょう。しかし、米国で見受けられた印象は、域内で国益が競合する欧州は、何をしても「動きが遅く、不十分」であろう、というものでした。

その欧州では、先週の欧州中銀（ECB）会合で6月の利下げ開始に向けた気運が高まりました。米国と欧州の経済は極めて異なる道を歩んでいるという現実がある中、政策面での乖離の拡大は現時点において理にかなっているように見受けられます。しかし、ドイツ国債利回りは米国債につられて上昇するリスクがあり、為替面でもユーロ安は今後数ヶ月間のECBの行動を抑制する要因になり得ます。

英国では、利下げ期待が後退する中で英国債利回りも上昇しました。市場のコンセンサスとなってきたポジションは英国金利のロングであり、グローバルに投資家が金利に対する強気の見方を後退させていることは、英国債もとてもさらなる圧力となるでしょう。

一方日本では、米国債利回りが上昇する中で、日銀の政策にさらに注目が集まる展開となりました。植田総裁らは金融政策正常化に向けた追加策を実施するまでに十分な時間的余裕があると考えていたようですが、日銀のハト派寄りのスタンスは引き続き円安の要因となっています。先週米ドルに対して1ドル＝153円を突破しましたが、日銀が自らの考えの変化を発信しない限りは、財務省による介入があったとしても短期的な効果に留まるでしょう。

我々は、今月末の会合で日銀が国債の買い入れを減額し、バランスシート拡大を終了させる必要があると考えています。また、利上げの道筋も示す必要があるでしょう。現時点では、日銀は7月に政策金利を0.25%に引き上げ、今年後半に0.5%に引き上げると予想しています。

しかし現実として、そのような政策の進展があったとしても、米国と日本の政策差が大きく縮小するわけではありません。その点を踏まえると、日本円への継続的な下落圧力は日本のインフレにつながるかとみており、その意味で、日本の政策当局者はインフレのオーバーシュートを許し、コントロール不可能な状態になるようなミスを犯さないよう注意すべきであると考えています。

仮に日銀が過度にビハインド・ザ・カーブとなり、ここ数年での欧州と同様の幅の利上げを行う必要が生じてしまった場合、日本の債務水準を考えると極めて悲惨な結果も予想されます。これらを踏まえれば、円金利に対するショート・バイアスを維持することが賢明であるとみています。端的に言えば、日銀は今さらなる利上げを実施するか、もしくは後々より大幅な利上げを実施しなければなら

なくなるか、のいずれかであるとみています。

## 今後の見通し

この先は、経済指標関連では静かな数週間が予想されます。力強い雇用統計やCPIを受けて、多くの専門家が今年の予想を見直しているようです。現時点においては、米金融当局が再び6%に向けて利上げをしなければならないと予想している専門家は、いたとしてもまれであることから、大半の専門家が将来の利下げ見通しは維持しているとみられますが、それはより2025年に後退しているようです。

つまり、利下げ自体は依然として予想されており、これまで資産価格の支えとなってきた期待は、失われた訳ではなく、後ずれしたのみであるということでしょう。その場合、米国経済が引き続き安定したペースで成長を続ける中、リスク資産はそこそこのパフォーマンスとなるかもしれません。米2年国債利回りは2023年後半にも5%を付けていましたが、その際に目立った経済への影響はほとんどありませんでした。さらに、例えば昨年3月に見られたように、リセッション懸念が表面化するような時期でもないように見受けられます。

とは言いながらも、市場のコンセンサスとされる見方が試されることになれば、将来はより不確実になり得ます。したがって、ボラティリティは上昇する余地があり、今後数週間では市場が大きく上昇する余地は限られているかもしれません。預金利回りが国債利回りを上回る中、多くのデレベリオンを保有すること、特に年限が長い資産を保有することに価値を見出すことが難しい状況が続いています。

一旦金融市場から離れてみると、先々週ニューヨークで非常に珍しい地震が観測されたことに続いて、先週皆既日食で薄暗くなった時に米国にいることは、奇妙な感じでした。半分は冗談で、神様が何ら生け贄を要求していたに違いない、という会話もあつたくらいです。その意味で言えば、先週その生け贄となったのは、専門家の利下げ見通しであつたようにも思えます。

## 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