



サンタの小さなお手伝い

年末に向けて、市場はお祝いムードになっています。

2025年12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

- 米国の利下げは広く予想されていたものの、経済成長やインフレの上振れリスクを踏まえると、経済指標面でのサプライズがない限り、米国で追加利下げが実施されるべき根拠はないと考えています。
- 2025年最後の主要イベントとして英国と日本の中銀による金融政策決定会合が予定されており、それぞれ25bpsの利下げと、25bpsの利上げが行われる可能性が非常に高いとみています。
- 欧州では、金利への上昇圧力が続いたものの、金利リスクを積み増す好機になるだろうとみています
- 英国の消費や企業マインドの弱さを示す証拠が増える中で、英国債の見通しについてより前向きになりつつあります。
- 2026年を見据えると、ワシントンDCからの政策動向ではなく、AIが今後1年間で投資家を悩ます最大の懸念材料となりつつあると考えています。

先週は、米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを決定した後も、米国債利回りがここ最近の取引レンジ内の水準に留まりました。パウエルFRB議長がFF金利の中央値を3.625%に引き下げるとは広く予想されており、米連邦公開市場委員会（FOMC）の金利予測や会合後の議長のコメントにサプライズはほとんどありませんでした。

今後の金融政策の道筋は、かなりの程度、経済指標次第となる見込みで、現在の政策金利は中立的な水準からさほど遠くないとみられます。こうした状況の中、ハト派は来年の労働市場における下振れリスクを指摘しています。一方タカ派は、すでに過去5年近くに亘りFRBの目標を上振れしているインフレの軌跡により焦点を当てています。

当社の見解では、特に2026年上半期においては、経済成長とインフレがFRBの現状予測を大きく上回る可能性があると考えています。政府機関閉鎖の影響により、今四半期の成長データは下方に歪む可能性があるものの、基調的な需要のモメンタムは依然として堅調であるとみています。

先週発表された経済指標では、底堅い求人件数や中小企業の景況感の改善が確認され、そのような見方を裏付けています。また、減税による恩恵や規制緩和、さらにこれまでの利下げの遅行効果も経済活動を押し上げると見られる中、来年の初めに掛けて複数の追い風が期待されます。人工知能（AI）関連の企業投資支出が継続的に加速していることも踏まえれば、尚更です。

このような見方を前提として、2026年上半期の米GDP成長率は平均3.5%と予測しており、これはFRBによる2026年を通じた予測を1%以上上回る水準です。同様に、インフレもCPIを見て3.5%に上昇し、FOMCが重視する個人消費支出（PCE）コア・デフレーターも、FOMCの最新の予測を約0.5%上回る水準になるとみています。したがって、今後数ヶ月間で経済指標にネガティブ・サプライズが見られない限りは、米国で追加利下げが実施されるべき根拠は実際にはないとみています。

しかし、次期FRB議長が明確な緩和バイアスとともに就任するとの市場の認識は、トランプ氏の発言も踏まえれば大きく変化しないでしょう。したがって、現状市場が織り込んでいる、今後6ヶ月での1回の利下げ、さらに来年下半期の追加緩和といった見方に強く異論を唱えるのは難しい状況です。

したがって、考えを改めさせるような大きな経済指標面でのサプライズがない限り、米国債についてはレンジ内での取引が続くとみています。現時点では、米国金利に対するアクティブなポジションは持っていないが、ブレークイーブン・インフレ率について、インフレの2%目標への回帰について当社よりも楽観的な見方が織り込まれている点については注目しています。

大西洋を挟んだ欧州では、金利への上昇圧力が続きました。オランダの年金制度変更が近づき、投資家は長期債の保有に極めて慎重になっています。また、季節的に1月は欧州国債の発行が増加するものの、その買い手が不在であることへの警戒感が金利を押し上げています。

さらに、欧州中央銀行（ECB）のシュナーベル理事のややタカ派的な発言も、ここ1週間のユーロ圏債券市場の弱気なセンチメントにつながりました。しかし、欧州のガス価格が下落していることを踏まえると、今後数ヶ月間でユーロ圏のインフレ率は目標を上回るよりも下回る可能性の方が高いとみています。

このような観点から、足元の金利上昇は、最も選好する市場で金利リスクを積み増す好機になるだろうとみています。ここでは特に、ノルウェー国債に注目しています。ノルウェー中央銀行は政策金利を4%に維持していますが、今後数ヶ月で北欧経済におけるインフレが低下するにつれ、利下げが予想されます。

また、チェコの債券における短期ゾーンにも投資妙味があるとみています。現在、チェコ国立銀行（CNB）が今後数ヶ月で75bpsの利上げをすると予想されていますが、このような利上げは極めて実現性が低いと考えています。

また、英国債の見通しについても、より前向きになりつつあります。スターマー氏とリーブス氏は、少なくとも来年5月まで現職に留まる可能性が高いとみています。5月に予定されている地方選挙では、それまでの間に何が起きたとしても（英労働党にとって）悲惨な結果になると知った上で、後継に名乗り出る者はいないでしょう。

一方で、英国の消費や企業マインドの弱さを示す証拠が増えており、このことがインフレのより急速な減速につながり、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が当社の予想していた以上の利下げを実施する可能性があります。

市場間での比較で見ると、米国経済の相対的な堅調さにもかかわらず、2025年に米10年国債利回りが45bps低下した点も興味深いでしょう。一方、英10年国債利回りは、経済パフォーマンスが相対的に弱いにもかかわらず、この間、ほぼ横ばいとなっています。したがって、英国の政策に対する信頼性が回復してくれれば、今後1年間で今の相対的なパフォーマンスが逆転する余地があるとみています。

インフレ低下と金利低下は英国の基礎的な財政状況の改善に寄与するため、金利上昇が財政赤字を悪化させるという過去2年間の負の連鎖が、金利低下と財政赤字改善という好循環にむしろ転じる可能性もあると言えるでしょう。

このような状況を踏まえ、過去1週間では英国債のデュレーションを広範な年限において積み増しています。また、最近の売り圧力により金利が上昇した、オーストラリアの長期金利にも投資妙味を見出しています。英国と同様に、オーストラリアのイールドカーブは非常にスティープで、30年国債利回りで見て5.2%超という水準は、米国債と比較しても魅力的に映ります。

さらに、コロンビアやブラジルなどの一部のエマージング国市場にも注目しています。これらの国では金利が相対的に極めて高い水準にありますが、インフレが抑制されることにより、今後数ヶ月で中央銀行が責任ある政策緩和を行う余地があるとみています。

コロンビア及びブラジルについては、ともにトランプ氏寄りの候補者や政策が台頭しつつあることも期待材料です。これは、トランプ氏が「米国の裏庭」とみなす西半球諸国全体に対して、米政権が強い影響力を及ぼそうとしているためです。

このような動きは、数ヶ月前のアルゼンチンのミレイ政権への過剰な支援や、より最近ではペネズエラにおける砲艦外交にも見られました。その意味で、これは今後数四半期に亘り、中南米のエマージング諸国に影響をもたらしかねない、重要なテーマとなる可能性があるでしょう。

FOMCが終わり、今週は英国と日本の中銀による金融政策決定会合に注目が集まります。それ25bpsの利下げと、25bpsの利上げが行われる可能性が非常に高いとみています。

日本については、高市総裁がリフレ政策と成長の最大化にコミットしていることは明らかです。先週実施した首相の顧問アドバイザーとの面談を通じて、当社では高市氏が年明け早々に解散総選挙を実施し、議会でより強い基盤を確保しようとするであろうとの見方を持っています。高市氏は有権者の間で高い支持率を維持しており、その支持が衰える前にこれを活用したいと考えているとみています。

一方で、同氏が円安に対して神経質であることも明らかです。円の価値が再び下落すれば、高市氏の人気がリスクにさらされることを認識しているためです。このような観点から、同氏が12月の利上げについて日銀にゴーサインを出したと見るのは自然でしょう。当社では、植田総裁が金融政策の正常化に向けた安定的な道筋を主張する機会としてこれを活用するとみています。

2026年にさらに2回の利上げ、2027年初めに1回の追加利上げを予測し、2027年度の開始時点までに日銀が政策金利を中立バンドの下限とする1.5%まで引き上げると予想しています。

日本10年国債利回りは、ここ1週間で2%近辺で幾らか支えられ、当社では保有していた日本金利のショート・ポジションを同水準でやや縮小させました。利回りは依然として上昇傾向にあるとみているものの、日本の基準からすればここ最近の動きは比較的急速であったとみており、一旦安定した期間に入る可能性があるとみています。2026年に突入するにあたり、日本30年国債は需給バランスの改善によって引き続き他の年限をアウトパフォームすると予想しています。

また、絶対的な利回り水準が日本国内の投資家にとって本質的に魅力的な水準に近づいていると考えています。一部のコメントーターは、日本の長期的な財政持続可能性に懸念を示していますが、国内における潤沢な貯蓄や強い対外純資産ポジション（国家レベルでの純債務は80%程度と、他の多くの先進国の水準を大幅に下回る）を考慮すれば、そのような懸念が現実化する可能性は非常に低いと考えています。

円については、バリュエーション面では魅力的であると考えていますが、比較的堅調な経済状況にもかかわらず、円安圧力を受けなかった場合に、高市氏がよりハト派的な金融政策を推し進める可能性への懸念が、円が反発するのを妨げるキャリートレードを助長する要因となる可能性があります。

社債市場では、スプレッドがインデックス・レベルで比較的安定した動きとなっており、このような状況は2026年半ばまで続くとみています。より細かく見てみると、ハイ・イールドのクレジットでは、安定したB格のユーロ建てローンのリターンが+4.7%である一方、CCC格の発行体リターンが-3.4%というばらつきが見られていることは興味深いと考えています。

このようなデコンプレッションの値動きは市場の最も弱い部分に限定されていますが、ネガティブな報道が見られた信用力の低下している企業が、市場から早々に制裁を受ける傾向を示しています。

その意味で、2026年にかけて、クレジットの選別がますます重要になるとみています。またこのような傾向は、プライベート市場のストレスの高まりによっても裏付けられるとみています。発行体が利息の支払いを継続できないケースが日増しに増えていることから、現在、プライベート債務の20%がPIK形式となっています。

為替市場では、米ドルに対するユーロの上昇基調が続きました。ユーロと米国の金利差が縮小し続けていることがその背景にあります。ドイツ10年国債利回りは2025年に50bps上昇し、過去1年間で米国債とドイツ国債の利回り差は100bps近く縮小しました。

これは、ユーロ圏経済の基調的なパフォーマンスが依然として失望的で、成長における米国例外主義が2026年にも持続しそうな状況下での、ユーロの相対的な強さを説明する要因となります。

この先数ヶ月を見据えると、米国債がドイツ国債に対してさらにアウトパフォームする可能性は低いとみています。2025年のドイツ国債利回り上昇の一因は、ドイツの財政拡張によるものでしたが、ユーロ圏全体では来年の財政インパクトはそれほど大きないとみています。

また、向こう6ヶ月でユーロ圏のインフレは低下するとみられる一方、大西洋の反対側ではインフレが上昇するとみています。したがって、来年前半は米ドルが堅調になると予想していますが、為替市場の動きのドライバーとなる他の要因を考慮すると、そのような見方に強い確信を持っているわけではありません。

2026年の見通し

2026年を見据えると、昨年の今頃と比べて、ドナルド・特朗普について話したり、懸念したりすることが少し減っているかもしれないと考えるのは興味深いかも知れません。多くの側面から、今後数ヶ月の間に大きな政策変更や新たなイニシアチブが発表されるとは想定しておらず、米大統領が金融市场を動搖させる力は依然として残っているものの、その挑発的発言や強気な態度に対してある程度鈍感になることを覚えたようにも思えます。

グローバル金融市場は過去6ヶ月間比較的落ち着いており、2026年前半もこのような状況が続くと予測してしまいたくなります。この文脈において興味深いのは、ワシントンDCからの政策動向ではなく、AIが今後1年間で投資家を悩ます最大の懸念材料となりつつあることです。

今後数ヶ月間、AI関連の投資支出が加速し続ける限り、より楽観的なストーリーが維持される可能性があります。しかし、2026年後半に、投資ベースが頭打ちになり始めたと感じられた場合、バリュエーションへのリスクが高まる可能性があるでしょう。特にリテール投資家が集中する投機的な株式では、モメンタムが市場を動かす大きな要因となります。

とは言え、今後起こり得るマクロ・イベントも多く、過去の経験則上、予想外の出来事や考慮不足の要因こそが、市場への最も深刻な影響をもたらす可能性があることも知っています。このような点を踏まえ、来年もボラティリティが抑制されたままであるとは考えづらく、アクティブ運用の戦略において活用出来るトレンドが確実に出現するとみています。

さて、今回のコメントを2025年最後の週次コメントとさせていただき、また新年にコメントの配信を再

開します。今年を通してコメントが皆さまにとって興味深く、有用であったことを願うとともに、読者の皆様に素晴らしいクリスマスと幸せな新年をご祈念申し上げます。そして最後に、例年通り、来年に向けた大胆な予測をいくつか共有したいと思います！

- 1.来年のクリスマスには、米国において利下げではなく利上げについて議論しているでしょう
- 2.欧州の政治指導者たちは、より良い他の候補者が出現しない限り、辛うじてそれぞれの地位を維持するでしょう
- 3.トランプ氏は、新たなFRB議長と既に対立しているでしょう
- 4.ユーロ圏に対する日本経済の継続的なアウトパフォームに関する議論と分析が活発化するでしょう
- 5.2026年は、欧州金利が米国金利をアウトパフォームする年となるでしょう
- 6.成長における米国例外主義が続き、年間で米ドルがアウトパフォームするでしょう
- 7.プライベート市場にとっては「ゴキブリの年」となり、ストレスがさらに蓄積するでしょう
- 8.株式は年後半よりも年前半にはるかに良好なパフォーマンスとなり、2026年はアクティブ株式運用者がベンチマークをアウトパフォームし始める年となるでしょう
- 9.イングランド代表はFIFAワールドカップのグループステージで敗退するでしょう 😞 (この予測は外れてほしいと強く願っています！)

おまけとして、ご参考までに12ヶ月前の予測の答え合わせをしてみたいと思います。

- 1.2025年は再び成長における「米国例外主義」の年、しかし2026年こそリセッションを警戒すべき年になる？
→ほぼ当たり
- 2.FRBとBoEは年前半に政策据え置き、ただし日銀は利上げ、ECBは利下げを続ける
→ほぼ当たり
- 3.全ての地域でイールドカーブはステイプル化、ただし日本の10年/30年は例外的にフラット化
→ほぼ当たり、ただし日本については外れ
- 4.年初は米ドル高、ただし2025年を通して見るとG10通貨で円が最も値上がり
→外れ！
- 5.社債ではスプレッド縮小傾向が息切れし、コンプレッションも反転に向かうことから、クーポンを狙う年に
→ほぼ当たり
- 6.金利の高止まりがレバレッジや低金利借入に頼ってきたビジネスモデルに痛手となり、プライベート資産の一部には問題も
→当たり
- 7.8月のフランス総選挙では国民連合（RN）が勝利、ただし「ドイツのための選択肢」（AfD）はドイツ連邦議会で野党に留まる
→外れ、ただしRNは総選挙があれば勝利していたか
- 8.3月末にはカナダのトルドー首相がその座を追われ、マスク氏はDOGEで6月まで続かない、英国ではリーブス財務相（おそらくスター・マーク首相も）が来年10月までには退任か
→惜しい、スター・マーク氏がアウトパフォーム
- 9.エルシーが2つのトロフィーを獲得、ただし24-25シーズンのリーグ優勝はお預けか…
→当たり！世界一達成に乾杯！

ディスクレーマー

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のようになります。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になります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	フローライバート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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ございませんのでご注意下さい。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