

RBC BlueBay
Asset Management

慰めの報酬？

ステアではなくシェイクで

2026年11月20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

- **米国株式とAI：**先週の米国株式市場は、エヌビディアの好調な決算や、待望のアンスロピックのIPO（新規株式公開）への旺盛な需要にもかかわらず、エヌビディアのガバナンスに関するスキャンダルや米民主党によるAI規制への懸念を背景に、引き続き売り圧力にさらされる展開となりました。
- **中東：**小規模な衝突が先行き不透明なまま続いています。ただし、海上輸送が継続する中、原油市場が供給過剰局面に移行しつつあるとの最新の報告を受け、エネルギー価格の上昇は今のところ抑制されています。
- **FRB：**10月のFOMC議事録に大きなサプライズはなく、12月の利上げという市場予想を裏付ける内容となりました。当社では1-3月期に追加利上げを予想しているものの、この判断に関しては、FRBは経済指標次第になると考えています。
- **AI関連起債：**2026年を通してAI関連社債の発行額は約6,500億米ドルにのぼる見通しですが、米民主党による規制の逆風によって、来年はこれが約1兆米ドルにのぼるとの市場予測はかなり野心的にみえます。
- **金利デュレーション：**米国のイールドカーブの短期ゾーンについては、現在フェアバリューに対してやや割安な水準で取引されていると考えており、米国金利について小幅なオーバーウェイトのスタンスが妥当であると判断しています。欧州や日本の債券利回りについても、相応に魅力的な水準にあるとみています。

先週の米国株式市場は、エヌビディアの好調な決算や、待望のアンスロピックのIPO（新規株式公開）への旺盛な需要にもかかわらず、引き続き売り圧力にさらされる展開となりました。

米民主党が多数を占める議会のもとで人工知能（AI）に関する規制環境の変化への懸念が高まる中、ここ数週間エヌビディアを揺るがしてきたスキャンダルを背景に、コーポレート・ガバナンスへの不安も加わっています。

一方、米連邦準備制度理事会（FRB）が公表した10月の議事録に大きなサプライズはなく、12月の利上げという市場予想を裏付ける内容となりました。

当社では来月の米連邦公開市場委員会（FOMC）において、25bpsの利上げが実施されることをかねてから予想しており、現時点でもそのような見方を維持しています。50bpsの大幅利上げの可能性が取り沙汰されていますが、次回の消費者物価指数（CPI）において大幅な上振れサプライズがない限り、現時点でその必要はないと考えます。

大幅な政策変更が正当化されるのは、金融政策が大きく後手に回って（ビハインド・ザ・カーブとなって）いる場合ですが、現状はそのような局面にはないと判断しています。政策金利がゼロ近辺から始まり、インフレが8%に達した2022年とは異なり、現在の政策金利はFRBが長期的な中立水準と見なす金利をわずかに上回るところにあります。

インフレが長期間にわたって目標を上回り続けている、という意味では問題をはらんでいますが、その乖離幅は比較的小さく、現時点では段階的な引き締めで十分と考えられます。

一般的に、金融政策の効果が経済に波及するまでには、かなりのタイムラグが生じます。したがって、今実施される政策変更であっても、実際にインフレに影響を与えるのは、12ヶ月以上先となる可能性もあります。この点で言えば、来年の今頃までには米国のインフレ率がある程度低下しているであろうとみています。

ただし、この法則の一つの例外を挙げれば、政策変更が金融環境のより急速かつ大幅な、緩和もしくは引き締めを引き起こす場合となります。このような点を踏まえると、FRBが9月に25bpsの利上げを実施して以降の市場のボラティリティを鑑みれば、大幅な政策変更を行うと一層大きな市場の調整を招く恐れがある以上、現時点でそうした政策変更を行うのは得策ではないと考えます。

12月以降については、来年1-3月期にも追加利上げが実施されるとみていますが、FRBは引き続き経済指標次第の対応をとるものと思われます。インフレのピークはここ数ヶ月以内に訪れると引き続き予想しており、インフレが低下基調に向かうという確証が得られれば、FOMCは来春以降に追加引き締めを見送る可能性があると考えています。

企業の設備投資ブームを背景とした力強い経済成長により、インフレが低下するまでにやや粘着性を帯びる可能性はありますが、FRBは多少の引き締め的な政策スタンスを維持しつつも、CPIで見たインフレ率が2%台後半に留まる水準であれば許容できるものとみています。

AI向け設備投資については、米民主党が規制面で障壁を設ける可能性があり、これにより資本調達計画がピークを迎え始めるかもしれません。

2026年を通してAI関連社債の発行額は約6,500億米ドルにのぼる見通しですが、市場では、来年はこれが約1兆米ドルにのぼるとの予測が織り込まれています。しかしながら、今やこの数字については「オーバー（上振れ）」よりも「アンダー（下振れ）」を見込む時期に来ているかもしれず、その意味では、債券の需給バランスの改善に寄与する可能性もあるとみています。

過去1年間で、社債及び国債の大量発行が世界的に広がり、資本獲得競争の激化を背景に、ターム・プレミアムおよびクレジット・プレミアムの拡大圧力が高まっています。

AI関連の起債が今後も加速度的に増加し続ければ、市場への圧力はさらに増し、需要が供給に追いつかなくなる恐れがあると考えます。

金融引き締めによって金融環境が引き締まれば、利用可能な新規資本の供給にも影響を及ぼします。資本の需給がミスマッチとなった場合、政策効果が通常より格段に早く現れる可能性があり、その意味では、今後の利上げ幅については小幅に抑えることが求められるかもしれません。

こうした状況を踏まえると、米国のイールドカーブの短期ゾーンについては、現在フェアバリューに対してやや割安な水準で取引されていると考えており、米国金利について小幅なオーバーウェイトのスタンスが妥当であると判断しています。また、欧州や日本の債券利回りについても、相応に魅力的な水準にあるとみています。

ユーロ圏については、ピーク時のインフレ水準が米国を上回ると予想しているものの、相対的な経済の軟調さを背景に、2027年以降についてはユーロ圏のインフレがより速いペースで低下していく可能性があるとみています。

英国では、インフレのピークがさらに高く、来年4月の時点で約5%前後になると予想されます。ただし、直近の英国インフレ指標は、エネルギー価格上昇による他のCPI構成要素への波及が限定的であることを示しています。

この点において、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は、他の中央銀行に比べて利上げペースを慎重に保ったことが正当化されたと感じているかもしれません。BoEの金融政策委員会（MPC）のよりハト派的なスタンスを踏まえると、現在市場に織り込まれている利上げ回数よりも実際の利上げは少なくなる可能性があるとの見方を維持しています。

また、来年後半にインフレが後退すれば、来年末には利下げの可能性が再び議論の俎上に乗ってくることも考えられます。

日本の7-9月期GDP速報値は前期比ベースで予想外のマイナス成長を示しましたが、関東地方で記録的な37日間の降雨といった特殊な一時的要因によってある程度説明できると思います。

日本の潜在的な成長率は依然として約1%とみており、インフレが約2.5%で推移していることを踏まえると、日銀が12月の会合において政策正常化の路線を継続するに十分な理由があると判断しています。

名目GDP成長率の最大化を望む高市氏が植田総裁に利上げを年明けまで先送りするよう圧力を掛けるリスクはあるものの、そのような措置は円相場の再度の下落を招きかねず、賢明ではないと考えます。

現状では、他の中央銀行も同様に利上げを続けているため、日本の政策金利が上昇しても円はなかなか上昇に向かいません。金利差の更なる拡大を招けば、円売りの再燃につながる可能性が高いでしょう。

先週は株式市場が軟調であったことが社債及びソブリン債スプレッドの拡大にも一部波及しました。ハイパースケーラーが大型の新規発行に対してますます高い新発債プレミアムを提示していることが、すべてのクレジット市場の相対価値に影響を及ぼしているとも言えます。とは言いながらも、今後のさらなる起債に関する多くの悪材料はすでにスプレッドに織り込まれているように感じます。

新規発行額が際限なく上方修正される状況を脱すれば、需給面はやや好転する可能性があります。インカムと利回りを求める需要がある中、グローバルの債券利回りが数十年来の高水準にあることを踏まえると、特に欧州のクレジット債スプレッドはここ最近の拡大分を取り戻して縮小する余地があると考えます。

今後の見通し

月後半は経済指標の発表が落ち着くため、この先債券市場は、引き続き株式市場の動向や、12月に世界各地で予定されている年末の政策会合を前にした各国中央銀行高官からの発言を手がかりとしながら推移することになりそうです。

中東では、小規模な衝突が先行き不透明なまま続いています。ただし、海上輸送が継続する中、原油市場が供給過剰局面に移行しつつあるとの最新の報告を受け、エネルギー価格の上昇は今のところ抑制されています。

実際、エネルギー価格が先月のピークから大幅に下落していることを踏まえると、12月に発表される米国の総合CPIは前月比マイナス0.3%程度まで低下する可能性があります。コアCPIの動向がFRBの金融政策判断においてより重要な指標であることに変わりはありませんが、次のFOMCまでに見た目上のインフレ率が若干改善される可能性も否定できません。

ガス価格の下落はユーロ圏のインフレ指標にも一定の恩恵をもたらす可能性があり、これらの要因が重なることで、前年比ベースのインフレ率が来年1-3月期中のどこかでピークに達するという確信がさらに高まるかもしれません。

2026年は多くの投資家にとって苦しい一年となりましたが、このまま行けば穏やかな局面が目前に迫っているかもしれません。実際、債券（ボンド）市場にとって厳しい年であったこともあり、新しいジェームズ・ボンドでさえあまりよい反応が得られませんでした（ダニエル・クレイグを呼び戻してほしいものです！）。

しかし、バリュエーションが長らく見られなかった水準まで改善しており、悪材料の不在だけでも、市場が年末に向けてより建設的なムードで締めくくるのには十分かもしれません。

短期的には市場センチメントが依然としてやや不安定ではあります。しかし、あわよくば、テクノロジーに夢中な人たちが新しいグランド・セフト・オートVI（GTA6）の発売に気を取られ、数日間は取引に時間を割けないかもしれません。

また、アンスロピックのIPOは、ある意味で市場の需給を整理するイベントとして、センチメントの改善に寄与する面もあるかもしれません。来週は感謝祭の祝日、そしてクリスマスも近づいている中、少しばかり華やかな季節とともに、「慰めの報酬（Quantum of Solace）」を望むのは欲張りでしょうか？「ボンド」にとっての最悪の局面は、すでに過ぎ去ったのかもしれません……。

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 資産運用業協会会員、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
	ﾍﾞﾝﾁﾏｰｸ戦略	ﾄｰﾀﾙ・ﾘﾀｰﾝ戦略	絶対ﾘﾀｰﾝ戦略	ﾌﾟﾗｲﾍﾞｰﾄ戦略	
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