



## パーティーの季節

市場は年末に向けて祝祭ムードとなっています。

2024年12月13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

- 米経済指標が底堅い成長を示し、力強い企業業績見通しにつながる中、株式や社債市場では祝祭ムードが広がっています。
- 今週の会合において米連邦準備制度理事会（FRB）が25bpsの利下げを決定すれば、過去3ヶ月間で合計100bpsの緩和を実施したこととなり、これが今回のミニ・利下げサイクルでの最後の利下げになるとみています。
- 欧州では、フランスの政治混乱が続く中でも静かな市場環境となりました。
- 英国は予算上の制約に直面しており、借入コストの上昇や低迷する経済は、英国の財政状況の悪化につながっています。
- 通貨市場は米ドルを選好しているようですが、トランプ大統領主導の合意により米ドル高が是正される可能性があるとの議論もあります。

本格的に年末年始のホリデー・シーズンに突入しようという中、リスク資産市場では先週も全般的に祝祭ムードが続きました。米国では堅調な経済指標の発表が続き、アトランタ連銀GDPナウで見た今四半期の成長率は3.3%となったほか、コア消費者物価指数（CPI）も概ね同水準で推移しています。

米国経済が3+3（成長とインフレがともに3%の伸び）状態であるとの認識は、力強い企業業績見通しにつながっており、米連邦準備制度理事会（FRB）が依然として利下げサイクルにあることも踏まえれば、歓迎すべき材料は豊富にありそうです。米国株式市場は最高値圏にあり、社債スプレッドも年初来で最もタイトな水準にあります。

しかし、良いパーティーにつきものであるように、果たしてこれがいつまで続けられるのか、また2025年に目を覚ましたときに、ひどい二日酔いに悩まされないか、といった問いが頭をよぎることもまた事実です。

過去数週間において、株式及び債券市場の変動性は大幅に低下しましたが、現状の穏やかな状態はそう長く続かないような気もしています。株価のモメンタムはやや勢いを失いつつあり、次にまた上昇局面があったとしても、そのきっかけが何になるのかは明確ではありません。

一方で、今週予定されている会合でのFRBの利下げは今回のミニ・利下げサイクルでの最後の利下げになるとみえています。パウエルFRB議長が今週の水曜日に25bpsの利下げを決定すれば、過去3ヶ月間で合計100bpsの緩和を実施したこととなり、経済がトレンドを上回るペースで成長を続け、減速の兆しもほとんど見られない中で、一旦の据え置き局面に入ることは十分に想定可能でしょう。

また、仮に堅調な経済活動が維持されれば、インフレ・リスクは下方よりも上方に向かいやすいと言えるでしょう。米国のコア・インフレ率の低下基調は夏の間に終わり、その後はむしろじわじわと上昇の兆しが見られています。

その意味で、今週のFRBによる成長及びインフレ見通しの改訂は注目すべき材料となるでしょう。またこれらが、来年早々にトランプ新政権がスタートし、政策アジェンダを実行に移し始める前の出来事であることも踏まえれば、尚更です。

現時点においては、米国金利に対してややネガティブな見方を持っており、30年国債を通じてショート・ポジションを構築しています。ここ最近、長期債利回りは上昇基調で推移しており、30年国債利回りは4.5%をつけるとともに、2年/30年のイールドカーブの勾配は35bps程度にスティープ化しました。今週FRBが利下げを決定すれば、イールドカーブの逆イールド化が解消に向かう中、過去2年超で初めて、長期債利回りの預金金利に対する金利差がプラスになることを意味します。

しかし、30年国債利回りについては今後4.75%まで上昇する可能性があるともみており、イールドカーブのスティープ化は市場コンセンサスとなりつつあることは認識しながらも、投資家にとっては依然長期債を保有するにあたっての十分なターム・プレミアムが提供されていないと考えていることから、イールドカーブのさらなるスティープ化に備えたポジションを維持することが賢明であるとみています。

国債の供給過剰によって特徴付けられる足元の投資環境下において、ターム・プレミアムは上昇せざるを得ないと考えています。さもなくば、財政政策がさらに拡張方向へと向かい兼ねないとみています。

欧州では、引き続きやや静かな市場環境となりました。フランスにおける政治変動の高まりは、バルニエ内閣崩壊とともに現時点では下火となりました。これまでも述べた通り、次の解散総選挙は来年7月までは実施されないことから、この先数ヶ月間は宙ぶらり状態が続くとみられます。このような状況を受け、市場ではフランス資産のショート・ポジションを幾らかカバーする動きが見られ、フランス国債の対ドイツ国債スプレッドは75bpsまで縮小しました。

フランス国債のショート・ポジションについては、ここ最近の変動性の高まりによってスプレッドが80bps近辺に拡大した時点で利益を実現していましたが、フランスに対しては構造的に弱気な見方を維持していることから、スプレッドが60bpsに近づけば再びショート・ポジション構築の好機になるとみています。

そんな中、EUの防衛費拡大に関しても多くの議論がありますが、現時点では実際の行動はほとんど見られていません。EUが言い逃れをするリスクは、結果として決定が遅きに失する可能性があることを意味しています。また、経済が低迷し、予算にも制約がある中では、優先順位を上げて軍事費を拡大しようという意欲が民衆の間に芽生えづらいたことも事実でしょう。

予算上の制約は、英国においても同様に感じられています。借入コストの上昇や低迷する経済は、英国の財政状況の悪化につながっています。リーブス財務相は春の予算案発表を取りやめ、さらなる増税の可能性を排除しようとしています。現実としては、赤字削減のために政府がもっと行動する必要があるのかどうかを決めるのは金融市場であり、労働党政権ではないと言えるでしょう。英国のインフレ率は引き続きイングランド銀行（英中央銀行、BoE）の目標を上回っており、当面は追加利下げが難しい状態になるとみえています。

また、ある程度のインフレは、期待インフレや消費者の行動において既に固定化されていると考えています。この点に関して、例えば朝食代が日増しに値上がりしているように感じられると同時に、昨今のキャッシュレス社会において、実際にはどの程度鮮明に価格変化が実感されているのかもわからないような気がしています。具体的な例を挙げれば、一昔前に20英ポンド札で3杯のビールも買えないことにある程度ショックを受けた記憶がありますが、今では特段考えることもなくスマホをタップしており、気がついたときにはポケットの中の英ポンドの価値がどんどん下がってしまっているような感覚に陥ります。

米国や英国、欧州の金融政策決定会合のみならず、今週の日本での日銀の会合の行方にかなり注目しています。日本の経済モメンタムは力強さを維持しており、先週の生産者物価指数（PPI）や短観においても確認されました。

日銀が0.50%への利上げを遅らせることで得られるものはほとんどないと考えており、分析に基づけば既に日銀は政策で後手に回って（ビハインド・ザ・カーブとなって）おり、インフレの上振れ圧力が強まるリスクを高めています。来年の春闘では5%の賃上げが予想される中、負債比率が高い日本のような国において、インフレがオーバーシュートし過ぎた場合にこれを修正することは極めて困難であることから、政策当局は判断を誤るべきではないと考えています。

これまで長きに亘って述べている通り、日本経済の地下深くにあるプレートは大きく変動しており、インフレがより日常となれば、長い間巨額のキャッシュを寝かせてきた日本の消費者が、そのキャッシュを株式などの資産に振り向けるのではないかと考えています。それにより、実質的なリターンが得られ、インフレによる資産価値の目減りを避けられる可能性があるからです。

通貨では、引き続き米ドルを選好しています。より一般的に言えば、マクロ及び政治的なばらつきが見られ始めた足元の環境下において、通貨における投資機会はこれまでよりも豊富にあるように思えます。一方では、ユーロやスイス・フラン、中国人民元、英ポンドについて下落の余地があるとみえています。

他方、日本円や豪ドル、米ドルに関してはより前向きな見方を持っています。為替のボラティリティは今のところ比較的低位に留まっていますが、トランプ氏が大統領に就任すれば上昇する余地があるとみえています。その点に関して言えば、トランプ氏自身は米ドル安を好んでいながらも、同氏の政策は米ドル上昇につながりやすいとみられることは興味深いでしょう。

そのような見方によって、一部では同氏が、1985年にそれまでの米ドル高を是正する目的であった「プラザ合意」を真似て、「マーアラゴ合意」を制定することになるのではとの議論もあるくらいです。これは将来のどこかの時点での議論ということなのでしょうが、少なくともそれまでに米ドルが足元の水準からさらに10-20%上昇して初めて現実味を帯びるとみえています。

## 今後の見通し

今週は、金融市場で活発に取引が行われる今年最後の週になるとみられます。過去数週間で市場ボラティリティは低下しているものの、重要な中央銀行の会合が予定されている中、スイッチを消すにはまだ少し早すぎると考えています。FRB及び欧州中央銀行（ECB）の決定に対する市場の織り込みは概ね適切であるとみています。

しかし、英国で織り込まれている利下げ見通しは引き続き過度であるとみているほか、日本では、市場に織り込まれた予想利上げ回数は少なすぎると考えています。過去数日間では、中国のさらなる金融刺激策への期待感が高まりましたが、中国政府が輸出によって事態を乗り切れることは困難で、国内の消費を押し上げることに本腰を入れない限り、引き続き中国経済に対しては構造的に弱気な見方を持っています。

そんな中、過去を振り返ると12月は為替相場場でトレンド的な動きが見られる傾向にありました。市場コンセンサスは米ドルの強気に傾いているようですが、ポジション量としては依然として控えめになっているように見受けられます。多くの投資家が、過去数年間、通貨ポジションで苦戦したこともあり、過度な通貨リスクを取ることに消極的になっているようですが、通貨への投資において、この先数週間で何らかのプレゼントがあることを期待しています。

2024年はリスク資産保有者にとって概ね素晴らしい1年になったと思われませんが、このパーティーからは退散し、どこか違うところでポジションを構築するタイミングが訪れるように感じています。

さて、ここ最近では私自身仕事に追われ、いまだクリスマス・モードになれていないのが現実ですが、少なくとも今年のお気に入りのクリスマス・セーターは見つけました。（応援するサッカーチームである）チェルシーが復調してきたことは朗報で、その立役者は間違いなく、「[「コールド（寒がる）」]様子のゴール・パフォーマンスが有名な コール（ド）・パルマー選手で、その写真を使ったセーターは寒い時期にピッタリです。

## 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となります。

(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	アライバート戦略	
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、契約資産を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