



RBC BlueBay
Asset Management

新年の花火

2025年が華々しく始まりました！

2025年1月10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

- 英30年債利回りは、90年代後半以来となる5.40%という驚くべき水準に達しました。
- ドイツの企業の景況感やインフレ指標が予想を上回ったことなどから、欧州中央銀行（ECB）の利下げ見通しが大きく修正される展開となりました。
- カナダのトルドー首相による辞任表明は、今年春の解散総選挙、そしてカナダ保守党による新内閣発足への道を開きました。
- エマージング市場では、ブラジルの価格変動性が高止まりし、ブラジル・リアル及び金利市場は最安値近辺で推移しています。

金融市場では昨年末からの国債利回りの上昇傾向が年明けも続く展開となり、米10年国債利回りは4.7%に到達しました。昨年9月に米連邦準備制度理事会（FRB）が50bpsの利下げを実施して以降、実に100bpsもの金利上昇が見られていることとなります。

この先1年間で想定されるシナリオを勘案し、長期国債の利回りに関しては引き続き上昇圧力に晒されると考えています。財政及びインフレへの懸念が早期に解消する可能性は低いとみられるためです。

また先週は、日本や英国でも国債利回りが数年来の高水準に達し、10年国債利回りで見てそれぞれ、2011年と2008年以來の水準に上昇しました。

中でも英国は、2022年後半を彷彿とさせる借り入れコストの上昇がヘッドラインを賑わせ、金融市場でも話題の中心となりました。英30年債利回りは、90年代後半以來となる5.40%という驚くべき水準に達しました。その動きの一部は、外的（米金利）要因や需給（発行）要因に起因するものと言えますが、これまで継続的に述べてきた通り、構造的な要因が引き続き英国経済に暗い影を落としています。

インフレ圧力は高止まりし続け、同時に悪化の一途を辿る成長見通しに直近の予算も拍車を掛け、政府財政をさらに逼迫させています。

直近のサービス業の購買担当者景気指数（PMI）では、投入価格指数が8か月ぶりの水準にまで加速したことが示される一方、英国商業会議所（BCC）の調査によれば、50%超の企業が今後数か月で価格の引き上げを検討する中で、事業センチメントは急速に悪化しています。

さらに一般家庭も、この4月からエネルギー価格の上昇や水道料金の値上げ、地方税（カウンシル・タックス）の上昇などに直面し、家計をさらに逼迫させる要因となるでしょう。

政治的には、政府の公式な成長予想（2025年に2%）は既に野心的と思われ、3月には下方修正される可能性が高く、更なる財政赤字懸念につながるとみえています。借り入れコストの上昇が財政状況の悪化につながる負のスパイラルとなり、借り入れや公的支出の増加に対する神経質な目を踏まえ、与党労働党は自らの財政ルールを破り、増税を行わないとの公約を裏切ることとなるでしょう。英国資産に対しては引き続き弱気な見方を維持しており、財政及び政治面での悪循環を懸念しています。

米国では、昨年11月の選挙後に上昇基調にあった米ドルが、今年最初の一週間の取引において乱高下する展開となりました。米国経済は底堅さを維持するとみているものの、ロング側でのポジションが重いことや、この先数か月間のトランプ氏の関税政策関連のノイズを踏まえ、米ドルに対する強気な見方を縮小させることが賢明であると判断しました。

金融政策面では、FRBが2025年前半は政策を据え置くとの予想を維持しています。米ドル高基調などにより、金融環境はここ数週間で引き締められており、この先多くの経済的及び政治的不確実性が予想されることも事実ですが、現時点では米国経済は底堅い成長モメンタムを維持しています。その意味で、12月の雇用統計は2025年の米国経済を占う最初の試金石になるとみえています。

ユーロ圏の債券市場では、ドイツのPMI指数やインフレ指標が予想を上回ったことなどから、欧州中央銀行（ECB）の利下げ見通しが大きく修正される展開となりました。金融市場では、ECBが今年7-9月期までに政策金利を2%に引き下げると予想されており、より早期の大幅な利下げ見通しが後退する展開となりました。

とは言いながらも、欧州は経済的にも政治的にも多くの困難に直面しており、この先数か月間において、米国との経済成長と金融政策面での格差は拡大し、より明確に為替の動きに反映されるとみえています。したがって、ユーロ/米ドルについてはこの先パリティを試す展開になるとの見方を維持しています。

日本ではここ数週間、日銀からの材料に乏しい状態が続いていることから、投資家の間では今月後半の利上げが選択肢としてあるのかどうかを見極めようとする動きが見られています。経済活動や賃金に関連した指標は堅調さを維持し、インフレの上方修正につながりそうですが、円が米ドルに対して1米ドル＝160円に近づいていることは、政策当局者の間での為替相場への警戒を維持する要因となるでしょう。

とは言いながらも、昨年12月の前回会合から、状況がほとんど変化していないことも事実です。トランプ次期政権下での米国の政策は依然として言動やつぶやきに留まっており、今年の春闘の賃金交渉も、3月が近づいてくる中で詳細なデータが今後明らかになるでしょう。

ただし、日本が真に回避すべき展開は、インフレ圧力の過度なオーバーシュートを容認してしまうことであると言えるでしょう。金融政策を通じてこれに対処せざるを得なくなれば、将来のいずれかの時点において大きな痛みを伴う判断をしなければなりません。引き続き、日銀は今月の会合で政策金利を0.50%に引き上げると予想しており、直後に市場は円高という形で反応するとみえています。構造的には、日銀が買入を縮小させる中で、日本10年国債利回りが上昇する余地があるとみており、1.25%をその目安としています。

その他の地域では、先週カナダのトルドー首相が辞任を表明し、今年春の解散総選挙、そしてカナダ保守党のポワリエール党首による新内閣発足への道を開きました。マクロ経済的に見れば、その結果として、トルドー内閣よりもかなり緩和的なトランプ次期米政権からのスタンスが見込まれます。背景には、トランプ氏との政策面での親和性がよりあることで、例えば、米国とカナダがともにエネルギー関連政策で足並みを揃え、エネルギー生産を増産させることで輸出を増やし、さらにエネルギー価格の低下を図る可能性も十分に考えられます。

エマージング市場（EM）では、ブラジルの価格変動性が高止まりました。ブラジルの中央銀行は先月、極めて積極的な政策介入を実施し、負のスパイラルを断ち切ることを目的として200億米ドルの外貨準備を使用しました。これまでのところ、介入策は為替相場に一定の安定感をもたらしましたが、ブラジル・リアルは最安値近辺で推移しており、金利市場も同様です。

トランプ氏が間もなく大統領に就任しようという中、力強い米ドルや米国で高金利が続く見込みも、EM現地市場のセンチメント悪化につながっています。

投資適格社債のスプレッドは年初来でほぼ横ばいとなっています。例年同様に1月に入って発行額の増加が見られますが、これを前にした投資家のポジションは比較的軽かったほか、利回りを追求する資金流入も見られます。発行増の継続や、ベースとなる国債利回りの上昇、米国の政治的ノイズなどが、この先数週間で投資適格社債市場のボラティリティ上昇につながるかどうかを興味深く見守っていきます。

現時点において、社債をショート・バイアスとするための機会コストは低いとみているものの、米国経済に対して比較的強気な見方を維持している中、社債に過度に弱気になることにも慎重になっています。

その意味で、クレジット・リスクはほぼフラットとしながら、スプレッドが拡大した時点でより魅力的な水準でポジションを積み増すことが賢明と判断しています。一方、ここ最近述べている通り、足元では金利やクレジットよりも通貨において投資機会が拡大しているとみており、ポートフォリオの全体的なポジションにおいても、そのような見方を反映させています。

今後の見通し

今後の見通しとして、米ドルに対しては強気な見方を維持しながらも、その確度をやや弱め、米国及び日本における金利上昇を予想しています。依然として（日本の長期国債を除いて）キャッシュ金利に対して長期債を保有するプレミアムが十分に付与されていないとみており、イールドカーブがスティープ化する余地がまだにあると考えています。

また、スプレッドに関しては極めてタイトな水準にあり、クレジット債及びリスク全般に対してやや慎重な見方をしています。そんな中、政治的及び地政学的な不確実性によって、経済的な不透明感はさらに高まるとみており、トランプ次期政権誕生を控える中では尚更と言えそうです。

イーロン・マスク氏が政治的なロケットを発射し混乱を招いて、欧州の政治家の不快感を大いに買っている一方で、英国政策当局者の懸念材料は、新年の打ち上げ花火のような英国債市場でしょう。皆さま、改めまして新年おめでとうございます！

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。

(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