

## 緊張感が最終的にはインフレの低下をもたらすかもしれない

当レポートは、DWSグループが2023年3月16日に発行したCIO View “Another volatile day for financial markets” をドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳したものです。原文（英語）は以下サイトを参照下さい。

### [CIO View : Another volatile day for financial markets](https://www.dws.com/en-jp/insights/cio-view/cio-flash/cwf-2023/another-volatile-day-for-financial-markets/)

<https://www.dws.com/en-jp/insights/cio-view/cio-flash/cwf-2023/another-volatile-day-for-financial-markets/>

#### <要旨>

- 市場は一旦は落ち着いたものの、再び大きく変動しました。
- 追加利上げ期待は完全に市場に織り込まれ、今は年内に利下げが行われるとの見通しも出始めています。
- 過去の金融危機と比べると、システムリスクは著しく低いものの、一時的に変動する場面も想定されます。

#### 市場は変動するも機能し続けている

先週のシリコンバレー銀行（SVB）の破綻から4営業日目、市場のムードは悪化しました。今週火曜の急回復を考えると、月曜の混乱はショックや流動性の低さ、ポジションの急な解消を反映したものだとの想定は間違いであったことが証明されました。

それどころか、欧州の大手金融機関に対する懸念が強まったことで、特に欧州市場で緊張が高まりました。欧州株式（Stoxx 600）は月曜の水準を1.5%下回るまで下落し、欧米共にハイ・イールド債券のリスクプレミアムは再び拡大、そして米国の地方銀行の株価指数は月曜の水準を下回りました。しかし今回も最も変動が大きかったのは債券市場でした。ドイツ2年国債利回りは2.39%に低下（月曜は2.67%）、米国では2年国債利回りは再び4%を下回り、また10年国債利回りは2023年2月初旬以来初めて3.5%を下回る水準まで低下しました。市場はもはや、米連邦準備制度理事会（FRB）が1回も利上げせず、年内3回の利下げを行うとの予想を出しています。これは商品市場と同じシグナルであり、今年の経済活動は大きく落ち込むという予想になっています。なお、ブレント原油は3日間で9米ドル下落し、1バレル＝74米ドル台で取引されています。

しかし、このように市場が混乱状態にありながらも、多くの分野はうまく機能し続けました。ポートフォリオから見ると、典型的なヘッジ機能がその役割を果たし、国債や金、そして少なくとも米国株式というディフェンシブ性の高い資産がプラスリターンとなり、また月曜には弱含んでいた米ドルが回復しました。

#### システムリスクは問題にすべきではない

短期的にボラティリティは高まっているものの、大所高所から見るのが重要であると我々は考えます。中央銀行はインフレを抑制したいのですが、そのためには景気をクールダウンさせる必要があります。おそらく、この数日間の困難な状況を経て、ゴールに近づいたのかもしれませんが。例えば、インフレ連動債から算出されたユーロ圏の今後10年の期待インフレ率は、2.27%と今月のピーク時点と比べ0.4%も低下しました。

今週の市場の大幅な変動は、投資家がシステムリスクの発生を懸念していることを示唆しています。しかし、我々は次のことから今回の変動と2008年の金融危機の間には、類似点よりも相違点の方が多いという見通しを維持します。

※ 上記見通しは当資料作成時点のものであり、今後変更となる場合があります。

#### <ご留意事項>

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにDWSグループが作成・発行したものをドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。日本語訳とオリジナル英文資料の内容に相違がある場合には、英文資料の内容を優先します。当資料に記載の見解や見通し等は作成時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。

- FRBの利上げが進む毎に、1987年のブラックマンデー、1994年のメキシコ通貨危機（テキーラショック）、2000年のITバブルや2007年の不動産バブルの崩壊、そして2018年の世界金融危機といった犠牲者が生まれました。しかし、FRBの今回の利上げサイクルはここ数十年で最も急激なものであり、コロナ禍後の世界経済がまだバランスを欠いている時に行われました。
- ここ数日のイベントまで、足元の利上げはスムーズ且つ整然としていました。一見すると心強くも思えますが、中央銀行のインフレとの戦いはより難しくなっています。実体経済に大きな打撃を与えることなくインフレをコントロールすることができるという市場の期待感も今月は失望へと変わることになるかもしれません。しかし、現在のところ、我々は欧州においても米国においても、景気悪化局面入りするとは予想していません。
- この自信は結局のところ、“2007年～2008年の金融危機の時とは違うのだ”というところから生まれています。金融当局と中央銀行がこれまで学んできたことを受けて、銀行は自己資本を強化し、レバレッジを引き下げて、さらに損失を吸収する能力を高めることを余儀なくされています。加えて、短期的な支払い問題を回避するため、金融機関には流動性パラメータが課されました。なお、SVBは小規模の銀行であったため、一部の規制を免れていました。その他の主な違いとして、銀行間取引が短期の銀行の借り換えにおいて一番の役割を担っていることや、デリバティブ取引が主にクリアリングハウスによって行われていること、また特に、銀行の不良債権が大幅に減少したことが挙げられます。
- 加えて、2008年と比較し、中央銀行、当局、またその他の公的機関は問題に即時に対応するため、より幅広い機能を有しています。3月15日の事象を受け、欧州の金融当局及び中央銀行等は、迅速かつ積極的に対応するべく待機しており、例えば今回注目されたスイスの大手銀行はスイス国立銀行（中央銀行）から500億スイスフランの流動性供給を受ける意向を示しています。
- 当然ながら金融システムにおいて、システムックストレスのシグナルが点灯していますが、平時に比べ若干高いという程度です。なお、シグナルの例として、ユーロ圏のComposite Indicator of Systemic Stress (for the Eurozone)、米国のOffice of Financial Research (OFR) Financial Stress Index (for the U.S.)が挙げられます。

しかしながら、激しい市場変動の中で、個々の市場参加者が苦境に陥る可能性もあると想定しています。

### 次は何か？

波乱含みの中での政策判断が有効であったか否かの判断は、恐らく振り返ってみないとわかりません。なお、欧州中央銀行（ECB）は3月16日に政策決定会合を行うため、FRBは来週水曜までの間、ECBの動向を学ぶチャンスです。我々は現時点でECBは50bp\*、FRBは25bpの利上げを予想しています。利上げ幅の縮小等は市場に誤解を与える可能性があり、中央銀行は他にもより多くのことを知っているという噂を助長し、さらにその知識も安心感を与えることにはならないとも考えられます。

\*訳注：ECBは3月16日の会合で、予想通り政策金利を50bp引き上げることを決定しました。

もちろん、このこととは別にインフレをコントロールすることが不可欠です。3月14日に発表された米国のコアCPIは前年同月比で+5.5%と前月（2023年1月）から0.1%の低下にとどまっています。しかし、中央銀行は非常用の武器を持っており、それを使う用意があることを市場に納得させるために、多大な労力を費やすことになると考えられます。中央銀行が本当に神経質になるのは、市場の混乱がより広範な信用収縮につながる場合だけであろうと我々は考えています。しかし、ここ数日の緊張から、銀行は融資に慎重になり、リスクの高いコミットメントを減らすことに熱心になるかもしれず、そうなれば、中央銀行が望んでいることとまさに一致することとなります。

## ご留意事項

### ●投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。したがってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご購入に際しては、事前に最新の投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面の内容をご確認の上、ご自身で判断して下さい。

### ●投資信託に係る費用について

【お申込みいただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。】

- 購入時に直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.85%（税抜3.50%）
- 換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保額 上限0.5%
- 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・運用管理費用（信託報酬） 上限2.068%（税抜1.88%）
- その他費用・・・上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。  
投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等でご確認下さい。

### «ご注意»

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託の運用による損益は、すべて受益者に帰属します。投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本及び利息の保証はありません。投資信託は、預金または保険契約ではないため、預金保険及び保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。登録金融機関を通じてご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご購入に際しては、事前に最新の投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面の内容をご確認の上、ご自身で判断して下さい。

なお、当社では投資信託の直接の販売は行っておりませんので、実際のお申込みにあたっては、各投資信託取扱いの販売会社にお問合せ下さい。

ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第359号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会