

# 主要先進国で一段と高まる「利上げ織り込み」だが、一部では「行き過ぎ」の感も【ファンドマネジャーの見解】

 アセットマネジメントOne  
 ファンドマネジャー  
 すかだ ゆきなり  
**須賀田 進成**

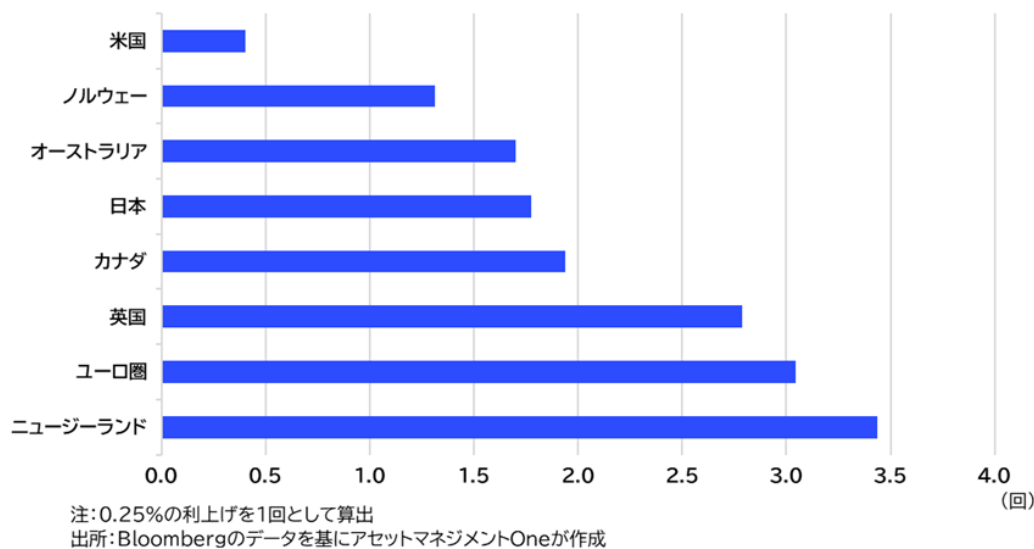

- 米国以外の主要先進国、年内の短期金融市場の利上げは複数回に
- 各国のマクロ環境を確認すると、需要動向で「大きな差」
- 需要環境との比較…過剰に見えるのは「欧州」「カナダ」か
- インフレ期待が不安定化すれば、過剰な利上げ織り込みは「正当化」される可能性

## ■ 米国以外の主要先進国、年内の短期金融市場の利上げは複数回に

4月下旬から5月上旬には、日銀をはじめ多くの中央銀行が金融政策決定会合を開催しました。主要な先進国では、オーストラリアとノルウェーの中央銀行が利上げに動いた以外は、政策金利の据え置きが決定されました。もっとも、政策金利の据え置きを決定したいずれの中央銀行もインフレへの警戒を示しており、利下げを示唆するような声明文の削除を求める反対票があったFRBや、高官が利上げを示唆したECBやBOEなど、いずれもタカ的な据え置きだったと解釈されます。日銀に関しても、インフレ見通しを引き上げており、早期の追加利上げ観測を高める内容でした。

こうした中央銀行のスタンスの下、足もとで中東情勢が再度不安定化していることもあり、市場では各国中央銀行が年内にも利上げに動くとの織り込みが一段と深まっています。執筆時点では、短期資金市場が織り込む各国中央銀行の年内利上げ回数は以下の図のようになっており、米国以外のほとんどの主要先進国で複数回の利上げが概ね織り込まれています。

短期金融市場の年内利上げ織り込み



※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。  
 ※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。  
 ※巻末記載の注意事項を必ずお読み下さい。

# 主要先進国で一段と高まる「利上げ織り込み」だが、一部では「行き過ぎ」の感も【ファンドマネジャーの見解】

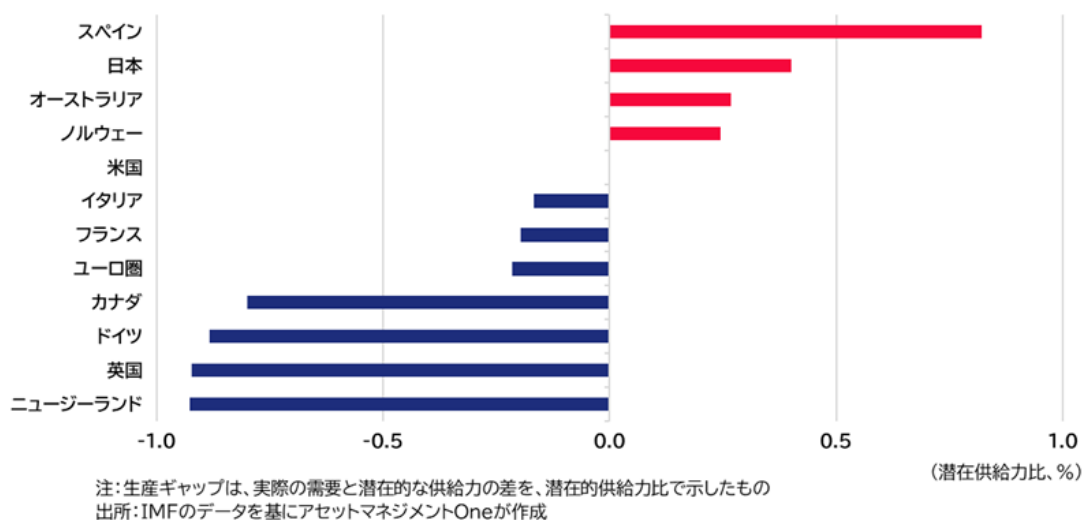
## ■各国のマクロ環境を確認すると、需要動向で「大きな差」

各国の経済環境がどのようなものかを認識しておきたいと思います。

下のグラフは、IMFが予測した各国の生産ギャップ(今年の生産量の予測値と潜在的な供給量のギャップ)です。この数値のプラス幅が大きいほど今年には需要が強く、インフレ的な環境と言え、マイナスであれば需要の弱さを示唆します。

米国はほぼゼロで需要と潜在的な供給力が概ね一致した状態と考えられます。他の主要国では、日本やオーストラリア、ノルウェーなどでプラスの一方で、ユーロ圏や英国、カナダではギャップはマイナスとなり、国ごとに大きく異なる環境です。

2026年の主要先進国の生産ギャップ



こうした需要環境の下で、原油高が各国のインフレにどのような影響を及ぼすか、というと、各国の中東への原油依存度によって一概には言えないものの、需要が強い国においては、原材料や部品の供給ショックから来るインフレ圧力に、需要サイドからもインフレ圧力が加わる傾向があるのではないかと考えられます。一方で、元から需要が弱含んでいた国では、後者のインフレ圧力はさほど強くはならないでしょう。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。  
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。  
※巻末記載の注意事項を必ずお読み下さい。

# 主要先進国で一段と高まる「利上げ織り込み」だが、一部では「行き過ぎ」の感も【ファンドマネジャーの見解】

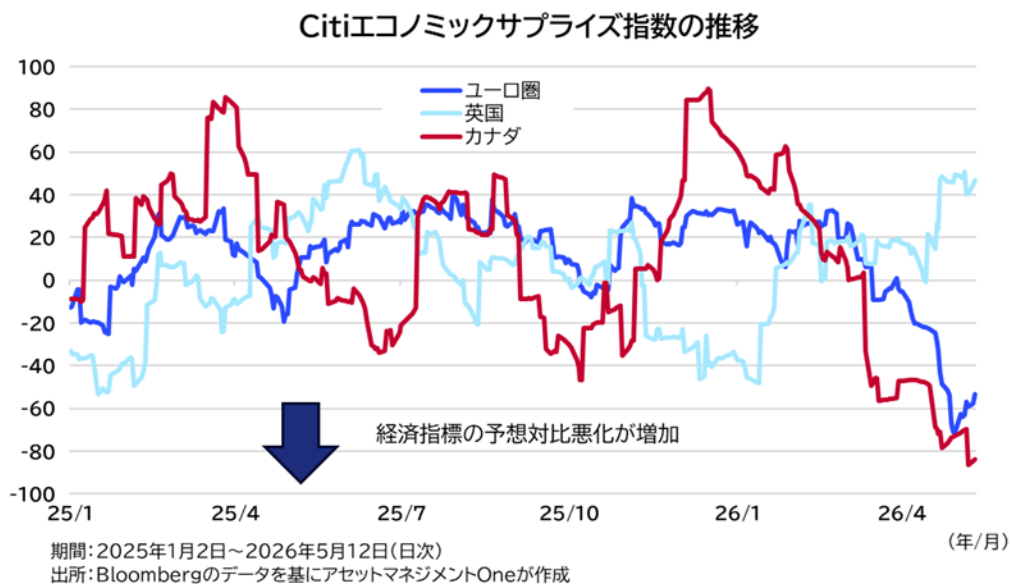
## ■ 需要環境との比較…過剰に見えるのは「欧州」「カナダ」か

各国の利上げ織り込みと需要水準を比較すると、織り込みが過剰に見えるのは欧州、英国、カナダになります。

日本とオーストラリア、ノルウェーは既に利上げ局面に入っていますが、産出ギャップがプラスである点も踏まえると、市場の追加利上げの織り込みに違和感はありません。しかし、英国と欧州、そしてカナダに関しては需要の弱さと裏腹に、利上げ織り込みが高い状況です。

これらの需要が弱い国々のうち、欧州とカナダでは経済指標の弱含みが既に確認されており、経済の実勢以上に利上げが織り込まれていると考えられます。

なお、金融政策の判断においては、各国の中立金利と政策金利のギャップを見極める必要がありますが、議論が過度に複雑化することを避けるため、本稿では当該論点には踏み込んでいません。例えば、本稿では触れていないニュージーランドでは、需要が落ち込んでいるものの、同国の政策金利は中立金利以下であると考えられており、インフレ懸念から中央銀行が政策金利を中立水準まで引き上げるとの観測が強い環境です。このように、需要水準の低さだけに焦点を当てると、環境を見誤る可能性がある点に注意が必要です。



※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。  
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一の見解ではないものもあります。  
※巻末記載の注意事項を必ずお読み下さい。

# 主要先進国で一段と高まる「利上げ織り込み」だが、一部では「行き過ぎ」の感も【ファンドマネジャーの見解】

## ■インフレ期待が不安定化すれば、過剰な利上げ織り込みは「正当化」される可能性

筆者は、上述の通り、特にユーロ圏とカナダに対する市場の織り込みがやや過剰なのではないかと考えていますが、インフレ期待の不安定化を各国中央銀行が懸念視する場合、こうした織り込みが正当化される可能性があります。

6月中旬には、主要先進国の中央銀行が金融政策決定会合を開催します。それまでに戦争が終結しないまでも原油供給の正常化が見通せない場合、時間の経過とともにインフレ期待が上昇し、それに対応するため各国中央銀行からタカ的なコミュニケーションが行われると考えます。

そのケースが実現する場合は、中央銀行の対応が後手に回るいわゆるビハインドザカーブに陥り、多くの国で金利が一段と上昇する懸念があります。

一方で、原油の供給正常化が見通すことができれば、各国の需要状況に沿って金融政策に対する織り込みが見直される結果、経済環境対比で過剰な利上げが織り込まれているとみられるユーロ圏やカナダにおいて、金利の低下幅が特に大きくなるのではないかと考えます。

中東情勢次第の相場展開が続き、シナリオを決め難い時間帯ですが、筆者は最終的に債券市場の焦点は各国のマクロ環境と金融政策に戻るとみており、その動きが来る前に市場の織り込みと実態との乖離を見つけておくことが、次の相場での手がかりになると考えます。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。  
※当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一の見解ではないものもあります。  
※巻末記載の注意事項を必ずお読み下さい。



## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券(REIT)などの値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替リスクもあります。)に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料:上限3.85%(税込)

換金時手数料:換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額:上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用(信託報酬):上限年率2.463%(税込)

※ 上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料: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)等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用(上限額等を含む)を表示することはできません。

手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 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、アセットマネジメントOne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。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書(交付目論見書)をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となる場合があります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  - 1.預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  - 2.購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  - 3.投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

