T&D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357号
加入協会：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

情報提供資料

TDAMフォワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部　チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー　浪岡　宏, CFA

2023年11月9日

～2024年のサプライズイベント予想～

今年も早いもので、もう、毎年恒例のサプライズイベント予想の時期となった。

昨年、2022年は、ロシアのウクライナ侵攻、安倍元総理銃撃事件など青天の霹靂とも言うべきことが多かったためか、今年のサプライズイベントは霞んで見えてしまう。

とは言いつつも、今年も、イスラエルとハマスとの軍事衝突、米国債の格下げ、プリゴジン氏の武装反乱など驚くべきことが起きている。サプライズイベントというべきではないだろうが、相次ぐ日銀の金融政策の微修正の末に、日本の長期金利が0.9%台に乗せたということも、日本の債券市場参加者にとっては驚くべきことであったのではなかろうか。

もっとも、米国債格下げについては、私が昨年予想した展開に近いものであった。

2023年のサプライズイベント（株価下落要因）予想（2022年11月作成）

	サプライズイベント
1.	米国経済の深刻なリセッション
2.	米国債格下げリスクの台頭 ✔
3.	一部主要国でのクーデターや動乱 ✔
4.	東アジアにおける一部軍事衝突
5.	世界的な企業倒産の波
6.	先進国でのデフレ懸念と長期金利低下
7.	一部主要国での財政破綻
8.	大規模な自然災害
9.	新型コロナウイルス以外のウイルスによるパンデミック
10.	サイバーテロ

2024年のサプライズイベント（株価下落要因）予想（2023年11月作成）

	サプライズイベント
1.	米国経済の深刻なリセッション
2.	米国長期金利6%後半へ
3.	一部主要国でのクーデターや動乱
4.	東アジアにおける一部軍事衝突
5.	世界的な企業倒産の波
6.	米国やNATO（北大西洋条約機構）が大規模な紛争や戦争に直接的に関与
7.	一部主要国での財政破綻
8.	大規模な自然災害
9.	新型コロナウイルス以外のウイルスによるパンデミック
10.	サイバーテロ

（次頁に続く）

出所：T&Dアセットマネジメントが作成
注：✔（チェックマーク）は、資料作成時までに発生したサプライズイベントに付している。ただし、株価への影響は比較的限られたイベントもある。
注：1～10の順番に特段の意味はない

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがいまして、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、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、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものですが、その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。

折角なので、昨年のフォワード・ルッキング・リサーチ（2022年11月16日リリース「来年も波乱含みか」）での記述を振り返りたい。

（前略）「ねじれ議会」時には、財政政策不確実性指数が高まることが知られている。ねじれ議会下では、債務上限問題がこじれ、財政政策への懸念が高まり、同指数が上昇するという展開が多い。

実際、2011年は、大統領の所属政党が民主党、上院の過半数が民主党、下院の過半数が共和党という構図のなかで、債務上限問題が深刻化し、米国債の格下げが発生した。ちなみに、中間選挙前はトリプルブルー（大統領の所属政党が民主党で、上下両院の主導権も民主党が握った状態）であったが、中間選挙により上述のように勢力図が変化した点、大統領選挙前年に当たるという点も含めて、来年は2011年の米国政治の構図と類似点が多くなるかもしれない。故に、来年、米国政治を起点に何らかの波乱が生じる可能性は高いと考える。これもメインシナリオになりうる。サプライズイベントというからには、「米国債格下げ」くらいを挙げておきたい。（後略）

手前味噌であるが、適切に分析できていたと自己評価したい。そして、残念ながら来年についても米国債格下げリスクは引き続き考えておく必要がありそうだ。ただ、これはサプライズというよりサブシナリオくらいに入ってきそうだ。ムーディーズは9月の段階で、米国議会が期限までにつなぎ予算案を可決できずに、政府機関が一部閉鎖された場合に、ガバナンスの弱さが浮き彫りになることから、米国の信用に「マイナス」になるとの見方を示していた。

こうした状況を踏まえて、2024年は、やや形を変えて、米国の長期金利が6%後半に到達することをサプライズシナリオとして新たに設定したい。先般、米国の長期金利が5%に到達して注目を集めたが、それを更に1.5%pt上回るということはなかなか考えにくい。そもそも、2000年8月以降、米国の長期金利は6%に達したことはない。なお、2000年以降のほとんどの期間で米国の長期金利は名目GDPの前年比を下回って推移している。長期金利が名目GDP成長率を上回るときの多くは、名目GDP成長率が失速して長期金利を割り込む形になっている。故に、6%後半に到達するためには、相当の名目GDP成長率が求められる形になりそうだ。あるいは、米国債の需給環境がよほど悪化する場合にも起こり得る。それには、格下げや米国の財政リスク、政治の停滞、中国が保有する米国債の売却なども影響してくるだろう。

特に、2024年は、大統領選挙年であり、上下院のねじれ構造のみならず、党内での対立構造にも注意を払いたい。先日、下院議長に就任したマイク・ジョンソン氏は、年齢や経験の面から、共和党内をまとめ下院での議論を円滑に進められないのでは、という懐疑的な見方もある。米国債が忌避されて長期金利が上昇する展開は考えられなくはない。もっともその可能性は低くサプライズシナリオということになろう。

「先進国でのデフレ懸念と長期金利低下」については、その懸念が全くなくなったとは考えていない。むしろ、金利低下については、足許の米国金利などをみるとそれなりの可能性で金利低下が起こり得るとみている。デフレ懸念についても排除できない。ただ、「米国経済の深刻なリセッション」と同時に起こりうるとみて、重複感から今回はサプライズイベントのリストから外すことにした。

一方で今回は、「米国やNATO（北大西洋条約機構）が大規模な紛争や戦争に直接的に関与」を新たに掲げた。これは昨今の中東情勢に鑑みて追加したものである。もっとも、長引くロシアとウクライナの戦争に関して、ロシアが意図的か否かを問わず、米国やNATOの軍用機や艦船に攻撃する蓋然性は低いかもしれないが、排除しきれない。その結果として、米国やNATOが直接的に大規模な紛争や戦争に関与することも考えられる。

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがいまして、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、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、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものですが、その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。

なお、米国の長期金利が高水準で推移している現在の状況を踏まえれば、クレジット環境が悪化し、実体経済が減速する可能性はある。これは蓋然性が高すぎるためサプライズシナリオとは言い難い。ただ、減速の度合いが大きく、深刻なリセッションに至る展開はサプライズイベントと言って良いだろう。またこれに関連するが、企業倒産が発生したり、主要国での財政破綻という展開は、蓋然性は低いながらも、注意する必要があるとみて、引き続きサプライズイベントに掲げている。

また、これら以外のイベント（東アジアにおける一部軍事衝突、一部主要国でのクーデターや動乱、大規模な自然災害、新型コロナウイルス以外のウイルスによるパンデミック、サイバーテロ）についても、引き続き注意を要するとみて、今回もサプライズイベントに盛り込み続けている。

なお、本レポートでは2024年のサプライズイベントに焦点を当てているが、メインシナリオやサブシナリオは現在検討中（執筆者が実際に運用しているファンドの戦略との兼ね合いから、対外公表の可能性や掲載時期は未定）である。

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがいまして、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、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、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものですが、その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。