



RBC BlueBay
Asset Management

またもタイトルを逃すケインーいざ欧州選手権へ！

またもタイトルを逃すケインーいざ欧州選手権へ！

2024年5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

- 幾らか弱含んだ米雇用統計やISM調査は、経済活動の勢いが落ち着き始めた可能性を示唆しています。
- 今週予定されている米消費者物価指数（CPI）の発表は、この先の政策動向を決定づける上で極めて重要になるとみています。
- 欧州では、インフレが米国対比で落ち着いて推移していることを踏まえ、欧州中央銀行（ECB）による6月の25bps利下げに向けた足場固めが進みました。
- 欧州の政策当局者は、米国で財政赤字拡大基調が見られる一方で、欧州全域の財政状況はそれに対して健全であるという点を強調していました。
- 日本では、直近の日銀会合の内容とその後の財務省による為替介入の反響が続きました。

先々週末に掛けては、やや軟調な米経済指標を受けて国債利回りが低下基調にありましたが、先週は価格に動きを与えるさらなるきっかけがない中、やや方向感を欠く動きとなりました。幾らか弱含んだ米雇用統計やISM調査は、経済活動の勢いが落ち着き始めた可能性を示唆しています。

また、企業の業績発表の終盤で見られた発言も、明確なデータには表われていないものの消費減速の兆しが見られるとして、そのような状況を後押しする内容と受け止められました。しかし、幾らか減速したとしてもそれは極めて力強い始点からのものであり、現時点においては投資家がそれほど懸念する必要はないと考えています。

さらに、このような状況は、可能であれば利下げを実施したいという、米連邦準備制度理事会（FRB）が暗に示唆している願望にとっても追い風になると言えるでしょう。とは言いながらも、いかなる政策変更であってもこの先数ヶ月間のインフレ指標の進展に大きく依存しているとみています。

その点において、今週予定されている米消費者物価指数（CPI）の発表は、市場のトーンやこの先の価格動向を決定づける上で極めて重要になるとみています。インフレに一段と落ち着きが見られれば、利下げ期待が再び強まり、債券や株式にとって追い風となるでしょう。

しかし、再び市場の落胆を誘う内容となれば、容易にその反対の動きを引き起こすこともあり得るでしょう。4-6月期は前四半期よりも季節的な要因が支援材料として見込まれるため、コアCPIで前月比0.2%、もしくは0.3%程度の上昇となることを期待しています。

しかし、再び前月比0.4%増となれば、ここ最近のインフレの上振れが一時的なものではないことを示唆し、米連邦公開市場委員会（FOMC）にとっても頭の痛い問題となるでしょう。

ここ最近インフレ指標が市場の落胆を誘っている一因は、帰属家賃の上振れに関連しています。目先は同項目でのインフレ圧力が和らぐ可能性を示す材料はあるものの、米住宅市場が比較的堅固で、移民の増加も拍車を掛けている継続的な住宅不足を踏まえれば、大幅なインフレ低下も想定しづらいと言えます。

その他では、自動車保険料はピークを迎えようとしているようです。ここ最近では20%近くの伸びを見せていた項目であり、構成比率としてはそれほど大きくないものの、全体の統計においてもその影響は依然として目を引くものとなっています。

そんな中、ISM調査における仕入れ価格も2022年以来の高水準に上昇しており、インフレのその他の構成要素においては上振れリスクが残っていることは明らかであり、その結果、この先発表される指標の内容を予測する上で確信を持つことがやや困難となっています。

これらのインフレ指標の発表を待つ中、市場環境は比較的静かになっています。VIX指数は再び13を下回り、クレジット債のスプレッドの縮小傾向が続く要因となっています。株価指数は概ねレンジ内の動きとなっていますが、過去数週間では、銘柄間及びセクター間での相対パフォーマンスで乖離が広がる傾向が見られました。

イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は6会合連続で政策金利を5.25%に据え置きました。これは予想通りとなったものの、一部の市場参加者はインフレの粘着性がいくらか和らいでいるとの見方を背景に金融政策委員会（MPC）メンバーがよりハト派姿勢を強めることを期待していたようでした。2名のメンバーが5%への利下げに票を投じたものの、半数以上のメンバーが、引き続きサービスインフレや賃金水準の高止まりを指摘しました。したがって、引き続き慎重さが必要とみられます。

このことから、月後半に予定されている4月の英CPIの発表は、年末までの政策の道筋を左右する重要なバロメーターになる可能性があります。しかし、英国の投資家は過去2年間、インフレ率の予測において数え切れないほどの失敗をしてきたことが思い出されます。我々はCPIに関しては夏に一度低下した後に再び上昇すると予想しており、大規模な緩和策が実施される可能性は低いと考えています。

欧州では、欧州中央銀行（ECB）による6月の25bps利下げに向けた足場固めが進みました。直近行った欧州の政策当局者との面談においては、引き続きユーロ圏のインフレが米国と比べて落ち着いて推移していることに繰り返し言及がありました。さらに、欧州全域で財政状況が米国と比較して健全であるという点も強調していました。米国では、経済が活況である中でも、財政赤字拡大をさほど懸念視していないとの見方に基づくものでした。

スウェーデンでは先週、中央銀行が利下げを実施して政策金利を3.75%とし、ECBに先行する動きを見せました。住宅ローンにおいて変動金利型のローンが多い傾向にあることから、スウェーデンの経済及び住宅市場は利上げの影響を色濃く受けてきました。そのような見方は、住宅保有者の多くが、過去最低水準の借入コストのタイミングで30年間のローンを組むことで金利をヘッジしたと言える米国では、スウェーデンのような国の場合と比べて金融政策が実体経済に影響をもたらすづらいことを説明する大きな要因と言えるでしょう。

ゴールデンウィーク休暇明けの日本では、直近の日銀会合の内容とその後の財務省による為替介入の反響が続きました。政治家は、植田総裁が政策決定及び分析において、為替相場の動きに責任を持たないような仕事をこれまで求めてきています。この先のさらなる政策修正の可能性は高まっており、日本国債のショート・ポジションに対する我々の確信度を裏付ける要因となっています。

為替介入を受けて、円は米ドルに対して1米ドル160円から152円へと急伸びました。しかし、財務省がその手を緩めると、再び156円近辺へと下落しました。日本国内には、確実な結果が得られないにも拘わらず、財務省が外貨準備を減らして政治的な親善関係にも悪影響を与えかねない為替介入を行うことに対して、一定の懐疑的な見方が存在しているようです。これまでも述べた通り、介入は一時的に動きを緩める役割は果たしたとしても、基調的な金融政策に変更がない限りは、トレンドの反転を促すものではないと考えています。

今後の見通し

この先を見据えると、前述の通り、今後発表されるインフレ動向に左右される部分が大きいとみています。ポートフォリオのポジションとしては、仮に米インフレ指標に落ち着きが見られれば、バリュエーションが引き続き割安で、選好しているポジションを積み増す好機となるかもしれません。現時点ではクレジット債よりも、例えばメキシコや南アフリカ、ブラジルなどのEM現地金利に投資機会がありそうです。

ただし、クレジット債のスプレッドは引き続き良好な需給面に支えられるとみており、その点において、足元では社債よりも国債の発行超過がみられており、投資適格社債やハイ・イールド債の純発行額は今後数ヶ月間で減少に向かうとみています。

一方で、仮にインフレ指標が再び市場の落胆を誘う内容であれば、ヘッジ・ポジションを積み増したり、ポートフォリオ全体のデューレーションに慎重になるなど、よりディフェンシブな方向に舵を切るきっかけとなるかも知れません。ただし現時点では、つかの間の平穏が訪れているようで、幾らか回復したロンドンの気候にもそれが表われているようです。雨が多かった冬や、その後の寒くて湿った春を経て、ようやく暖かい季節になってきたことには喜びを感じます。

ただし金融市場に関して言えば、このような状態がどれほど長く続くかどうかは定かではありません。したがって、可能性のある全ての結果に十分に備えておくことが、現時点で最も賢明な行動でしょう。先週、バイエルン・ミュンヘンと（同チームに移籍してタイトル獲得を狙った）ハリー・ケインが経験したように、突然状況が一変することもあるのですから。

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	フライング・ターゲット戦略	
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