



ドイツで残りの原発が全て稼働停止に

原発に関して議論はありますが、移行期の燃料としては一定の役割が期待出来るとも言えるでしょう。

2023年4月21日

著者
マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)



コメント要約

- 堅調な銀行の業績発表が追い風となり、金融市場のボラティリティは低下基調を辿っています。
- 4月は社債市場にとって堅調な1ヶ月となっており、3月のボラティリティ上昇により急拡大したスプレッドは回復基調にあります。
- 成長が今後減速し、米国経済はリセッション入りする可能性があるかとみています。
- 英国では、インフレ指標がBoEによる利上げ継続の圧力となるとみています。
- BoEは、英住宅価格崩壊のきっかけとならぬよう、極めて慎重に政策運営を行う必要があります。
- その他欧州では、更に強固な銀行規制に向けた積極的な取り組みや、緊縮財政に関する議論が見られました。

先週も、金融市場のボラティリティは低下基調を辿り、VIX指数は2021年末に掛けての水準まで低下しました。堅調な銀行の業績発表も追い風となり、銀行の資本状況や経営環境が基本的に堅固であることが示される中、金融セクターに対する圧力は継続的に和らいでいます。

先週は、米国で注目を集める経済指標の発表が少なかったものの、米国経済がモメンタムを維持しているとの評価から、米連邦準備制度理事会 (FRB) による今サイクル最後の利上げ観測は高まりました。しかし、需要は徐々に冷めつつあるとともに、この先数四半期では金融環境の引き

締まりが銀行融資を抑制する可能性があるかとみています。

昨年キャピタル・ゲインが減少したことから、米国で個人の納税額が落ち込んだことも、可処分所得の伸びが鈍化していることを示唆しており、このことは次第に消費の足かせとなるかもしれません。これらを踏まえて、成長が今後数ヶ月間で減速し、米国経済は今年末にはリセッション入りする可能性があるかとみています。

しかし、インフレ率が高止まりする中、FRBが2023年10-12月期よりも前に利下げを検討するとの見方については依然として懐疑的です。

米国の税収の落ち込みは、債務上限の引き上げに関する合意なしでは、6月末までに米国政府の現金が底をつく可能性も示唆します。米議会で見られたこれに関する最初の議論では、共和党が、連邦歳出削減へのコミットメントと引き換えに債務上限の大幅な引き上げを提案しましたが、ホワイトハウス（バイデン政権）はこれに強く反対する立場を取っています。

米国政治の機能不全は、民主党と共和党の両党が政治的アドバンテージを獲得するために、議論をギリギリまで延ばすであろうことを意味します。米国債のデフォルトの可能性は極めて低いとみているものの、圧力は高まる可能性はあり、税収の減少によって、双方が妥協点を見出さなければならぬ期限は早まったと言えるでしょう。

その結果、債務上限を巡る不透明感は、長期に亘って持続する重大なものではないにせよ、この先1、2ヶ月間に亘ってリスク資産の重石となる可能性があるかとみています。

英国では、先週発表されたインフレ指標がイングランド銀行（英中央銀行、BoE）にとって更なる悩みの種となりました。総合消費者物価指数（CPI）は前年同月比2桁の伸びに留まっており、英国のインフレは他の主要国と比較して長きに亘りオーバーシュートする可能性があるとの見方を維持しています。

1-3月期の経済活動を示す指標が比較的底堅さを維持し、賃金圧力が7%近くまで加速していることを示す証拠があることは、BoEが利上げを続けるように圧力となるとみています。

しかしBoEは、英住宅価格の崩壊のきっかけとならぬよう、極めて慎重に政策運営を行う必要があります。金融引き締めの影響は直線的ではなく、コスト高と住宅ローン金利上昇を受けて、英国の消費者が生活を切り詰めることを強えられるのは、仮定の話ではなく時間の問題となっているように思えます。

英住宅価格の急落は、英国の金融崩壊に対する懸念の再燃につながる可能性があるため、BoEは現状やや消極的な政策引き締めを迫られているとみていますが、現実には更なる引き締め策が必要となりそうです。

英国のインフレに対する心理は、他の経済で見られるものと大きく異なります。例えば、他国の政策担当者は、中期的な経済繁栄の環境を整えるため、インフレを低下させ、価格の安定を取り戻すことの重要性を訴えます。

これとは対照的に英国では、「生活費の危機」という目線での発言がずっと多く見られます。そのような考えが、購買力を取り戻すことを目的とした労働者による賃上げ要請のような動きにつながり、結果としてインフレ期待の上昇をもたらしていると考えられます。インフレを外からの要因に責任転嫁することによって、政策がお粗末なものになっているように思います。このことが、他国と比較した英国経済のアンダーパフォーマンスの可能性を高めてしまう恐れがあるように思います。

これらを踏まえ、中期的に英ポンドの下落を予想していますが、その動きは英国の経済活動がより明確に減速し始めた際に加速するとみています。

その他欧州では、EUが更に強固な銀行同盟に向けた取り組みに積極的になっています。想定された通り、シリコンバレー銀行（SVB）及びクレディ・スイス（CS）の破綻は規制の強化につながり、結果として銀行は引き続きより保守的な経営を行うことになるとみています。収益成長は抑制

されるかも知れませんが、銀行がより安全になることで、債券投資家にとっては信用の質を支える要因になるとみています。

一方、ドイツでは、財政において黒いゼロ（Black Zero）、つまり財政収支均衡への回帰を求める声が強まるなど、緊縮財政に対する熱意の再燃に注目しています。緩和的な財政政策が、ここ数ヶ月間でのEUの経済活動を支えてきましたが、刺激策が縮小していくことも、金融引き締めに加えて今後の欧州経済の成長減速につながる要因になるとみられます。

そんな中、EU域内の予算ルールの適用に関しては、EU内での緊張が高まる兆しに注視することが重要になるとみえています。収支の均衡を望むドイツとは対照的に、南欧諸国は財政アプローチに関してより柔軟さを望んでいるようです。

とは言いながらも、現状EU内においてドイツは指導力に欠け、メルケル前政権時と比べると、ドイツの要求はかなりたやすく拒否されるようになっていきます。

この1年で、ウクライナに関連したドイツの政策決定によって、外交政策におけるドイツの威信は損なわれました。また環境政策に関して、当初「グリーン」であると謳われた政権が、環境にとってダメージをもたらしたり、炭素強度を高めたりし兼ねない政策を取り仕切ったことで、ぼろぼろになってしまいました。

先週発表されたデータでも、フランスが電力量kWhあたり50gの炭素を排出しているのに比べ、ドイツではkWhあたり605gを排出していることが示されました。このような差は、発電におけるエネルギー・ミックスの違いに起因するもので、ドイツでは、主に原発を廃炉していくという決定によって、石炭の使用を全体の40%に増やしています。

原発に関して議論はありますが、移行期の燃料としては一定の役割が期待出来るとも言えるでしょう。現にドイツでは先週残りの原発が全て稼働停止されましたが、地震が起きやすく、福島原発の悲劇の記憶が色濃く残る日本ですら、原発に回帰しつつあることは特筆すべきでしょう。

その日本では、先週金曜日に発表されたCPIが同国のインフレ圧力の継続を示しました。コア物価の伸びは、今や1981年以来の高水準となっており、ファンダメンタルズ的に言えば、今日の日本の経済環境が、当初イーールドカーブ・コントロール（YCC）が導入された2016年と比べて大きく異なることに疑いの余地はなさそうです。

このような点を踏まえ、市場参加者の間では植田総裁が早いタイミングでYCC撤廃に動くとの見方が大勢となっているようです。またそのような金融政策の段階的な正常化の道を歩む中で、来年初めに政策金利が引き上げられる可能性もありそうです。

とは言いながらも、何らかの政策変更があるとしても、今週予定されている4月の会合ではなく、6月となる可能性が高いとの見方が大半です。ただし、YCCのような政策は、中央銀行による効果的なコミュニケーションを効果的でなくしてしまうという点を念頭に置く必要があるでしょう。固定為替相場から移行する際に、そのことを事前に公表出来ない状況と同様に、YCCも、撤廃するそのタイミングまで、YCC維持に全力が尽くされる必要があります。

その点を踏まえれば、いかなる政策変更であってもサプライズとして公に出る必要があり、もし植田総裁が比較的早期のいずれかのタイミングでYCCを終了させる必要があるとの結論に至るのであれば、そのようなサプライズが今週の会合時にあっても、それほど不思議ではないように思います。その意味で、決断を遅らせることにそれほどメリットはなく、むしろその決断を早めることで、日銀は投機的な圧力が高まる前に政策変更を行うことが出来るとも言えそうです。

4月は社債市場にとって堅調な1ヶ月となっており、3月に急拡大したスプレッドは回復基調にあります。ボラティリティの低下も概ね穏やかな環境をもたらしていますが、このような落ち着いた期間がどの程度続くかについては慎重にみえています。エマージング市場（EM）では、現地金利がここ最近良好なパフォーマンスを見せています。

EMクレジット市場では、北アフリカ及びサハラ以南のアフリカ諸国におけるデフォルト懸念の高まりなどを背景に、フロンティア市場のスプレッドに圧力が掛かっています。為替相場では米ドルが緩やかに回復しており、一部レポートでは、投機筋が足元で米ドルをロングしていることが示されました。

しかし我々は、現時点においては米ドルの軟化見通しを維持しており、向こう1ヶ月程度では多くの材料が米ドルに対するユーロや円の相対パフォーマンスの追い風になると予想しています。

今後の見通し

この先を見据えると、注目される経済指標の発表は特段予定されておらず、概ね穏やかな投資環境が続く可能性もあるでしょう。しかし来週以降は、米連邦公開市場委員会（FOMC）や米雇用統計などを控えて再びボラティリティが高まる可能性があるでしょう。

また、待望のウクライナ軍による「春の攻勢」が近いとされる中、ウクライナにおける衝突が再び激化する可能性もあるでしょう。穏やかな環境は今のうちに楽しんでおきながら、この環境が長続きしないことを想定して、リスク削減への備えを怠らないことが賢明であると考えています。

ディスクレームー

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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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、契約資産が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