



RBC BlueBay  
Asset Management

## コロナーション（対）チキン

英国は祝福モードに包まれている一方で、米国では少しずつ緊張感が高まっています...

2023年5月5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

- 米連邦準備制度理事会（FRB）は10会合連続で利上げを実施し、政策金利を2007年以来初めて5%を上回る水準に引き上げました。
- 更なる引き締めは必要ではないと話す政策担当者もいることから、一旦は引き締め終了となる可能性があります。
- 欧州中央銀行（ECB）も先週、25bpsの利上げを決定し、融資基準の引き締まりを示唆しました。
- 中国資産に対して、引き続き慎重な見方を維持する理由が多く存在すると考えています。
- 今後を見渡すと、インフレが政策担当者の望み通りの動きになるかは引き続き見守る必要があると考えています。

先週は、米連邦準備制度理事会（FRB）が大方の市場予想通りに政策金利を5%をやや上回る水準に引き上げました。しかし、パウエルFRB議長が、フォワード・ガイダンスを削除することによって利上げの打ち止めを示唆していますが、次回6月の会合の結果は不透明な状況が続いています。インフレ率が依然政策金利を上回る中、FRB内の一部には、インフレ率が目標の2%を達成するための十分な引き締め策が実施されているかどうかを巡って、不安が継続しているようです。

先週水曜日に発表され、過去9ヶ月間で最も力強い内容となったADP雇用統計をはじめとする労働関連指標は、米雇用市場がこれまでのところ金融引き締めに対して驚くほどの耐性を示していることを示唆し、先週金曜日の雇用統計においても同様の傾向が見られました。

とは言いながらも、金融引き締め策が成長の鈍化につながっているとの証拠は、より多く確認されています。今週の発表ながら、パウエルFRB議長が既に米連邦公開市場委員会（FOMC）の質疑応答で言及した、FRBのシニア・ローン・オフィサー・サーベイでは、貸付基準の厳格化が示されると予想されています。

さらに、継続的な米地銀の混乱は金融環境の引き締めにつながるとみられ、次第に経済活動の鈍化、そして大規模な信用収縮につながり兼ねないとみられています。仮にそうなった場合、より急速で早期の経済活動鈍化リスクが台頭し、FRBによる政策転換をもたらす可能性があるでしょう。

ファースト・リパブリック・バンクの破綻を受け、投資家が次に圧力下に置かれる金融機関を特定するために、それほど時間を掛けなかったように思います。FRBや銀行経営陣からの市場を安心させるコメントにも関わらず、バックウェストやウェスタン・アライアンスの株価の急落を受けて、市場コメントターの多くは次なる破綻ドミノを警戒しています。

これまでも述べた通り、銀行を巡る問題の根幹にあるのは信用です。米国の地方銀行システムにおける信用は長い年月に亘り醸成されてきましたが、わずか数日間で疑問視され得ることが浮き彫りとなりました。このことは米政権にとって懸念材料になると見られ、10年ほど前に欧州銀行セクターで見られた問題を彷彿とさせます。当時は、結果として銀行の大規模な統合の動きにつながり、大手かつシステム上重要な銀行に対し、厳格な規制が敷かれることとなりました。

その意味で、米国の銀行モデル全体が変化の対象となる可能性があるでしょう。しかし一方で、更なる預金流出が実際に見られている証拠がなければ、ボラティリティは落ち着く可能性もあるでしょう。ここ最近の出来事に関してはかなりの不確実性が存在し、予測不可能であることから、今のところは事態を注視する必要があるとみています。現時点で唯一確かであるのは、銀行のリスクテイクを抑制するための何らかの規制強化が実施されるであろうということです。

米金利市場では、今年12月までに75bps超の利下げが織り込まれており、これは過剰であると考えています。しかし、仮に突如として急激な経済活動の減速が見られるとともに、インフレが低下傾向にあれば、適切と思われるタイミングで、FRBが利下げをする余地は十分にあるとみています。政策金利は5%を上回り、自然利子率とされる水準を大きく上回っています。

したがって、利下げが実施される場合、一度に50bps、もしくは状況によってはそれ以上のペースとなる可能性もありそうです。これを踏まえれば、1年先の2年債利回りが2.96%と、現時点の預金利回りを200bps超下回る水準にあることは極めて割高であるように見受けられますが、見直しはより不確実であり、金利に関しては、現時点で明確な方向性を持った見方を反映させる十分な投資機会が存在しないとみています。とりわけ、米債務上限に関する不確実性が高まる中では尚更です。

海を渡った欧州では、欧州中央銀行（ECB）も25bpsの利上げを決定し、預金金利は3.25%となりました。また、ECBによる1-3月期の銀行融資調査も、融資基準の引き締まりを示唆する内容でした。金融環境は2008年の金融危機以降で最も引き締まった状況にありますが、これは完全に意図したものであり、需要を抑制し、物価の安定を図りたいECBの意向に沿ったものです。

先週発表されたドイツの経済指標は市場予想をやや下回って軟化しましたが、広範に言えば、欧州経済は概ね健全な状態を維持しているとみられます。先週発表されたユーロ圏の失業率は、ユーロ誕生以来の低水準を記録しました。事業者の信頼感も底堅さを維持しています。一方で、賃金上昇圧力も高止まりし、インフレ率はECBの目標を大きく上回っています。したがって、ラガルド総裁からはECBが早期に利上げ休止に至る可能性は見受けられず、政策金利は今年の夏に3.75%に達するとの見方を維持しています。

その他では、植田総裁就任後初めてとなる日本銀行の政策会合はややハト派的なものでしたが、これを受けた最近の日本国債利回りの低下基調は短命に終わるとみています。インフレ率は上昇を続けており、日銀は投機的な動きが比較的少なかった先々週の会合の機会を利用して、政策

調整を行わなかったことを後悔することになるかもしれません。

また、インフレ圧力の高まりを許容する期間が長引けば長引くほど、最終的な政策の上方修正及び債券利回りの上昇幅が大きくなる可能性もあります。日本の当局は、非常に長い間目にしていなかったインフレを認識することに時間が掛かっているようです。

さらに、先日東京を訪れた際、日銀がさらに物価上昇を望んでいるような姿勢であることに驚きました。そのような姿勢は、とりわけ現時点の環境を踏まえれば、中央銀行の姿勢として極めてリスクが高いようにも思えます。

為替市場では、米ドルが一定の圧力下に置かれました。米国経済が相対的に他経済をアンダーパフォームする可能性が意識され始めていることがその主因であり、さらに米債務上限に関連した懸念もこれに拍車を掛けています。債務上限に関する議論は、米共和党及び民主党がそれぞれ互いに譲らず、文字通り最後の一分一秒まで続く状況が、悲しいことに容易に想像できます。

しかし、そのような状況の中で、米財務省の現金が底をつく期限が過ぎてしまうことも現実的なリスクとして想定されます。仮にそうなった場合、米政権は米国債のデフォルトとグローバル金融市場のその後の混乱を防ぐために、債務支払いを優先すると考えています。

しかし、その期限が近づくにつれ不確実性は高まり、実際には、両者に合意に向けた譲歩を促すためにも、金融市場における一定のプレッシャーは必要なのかもしれません。その意味で、この問題が解決するまでは、リスク資産及び米ドルに対して全般的に慎重な見方を維持する方針です。

エマージング市場（EM）では、先週発表された中国のPMIがやや弱含み、経済活動再開後の反発が既に勢いを失っている可能性が伺えました。中国資産に対しては、引き続き構造的に慎重な見方を維持する理由が多く存在すると考えています。また、これまでに面談を行った政策担当者の発言からは、グローバリゼーションの後退を概ね容認し、より多極的な世界への移行を認めているような姿勢が伺えました。

地政学動向が再形成される中、トルコで間近に控えている大統領選挙は、この先の動向に重要な意味を持つかもしれません。仮に野党候補が勝利した場合、より西側及び欧州に近いトルコが予想される一方、エルドアン大統領が再選すれば、北大西洋条約機構（NATO）加盟国としてのトルコの立ち位置に緊張が生じ、トルコが汎中東内の他の政治体制により接近する可能性があるでしょう。

## 今後の見通し

今後の見通しとして、4月のボラティリティ低下を経て、5月及び6月はより変動の激しい時期になる可能性があると考えています。インフレが政策担当者の望み通りの動きになるか、もしくは更なる引き締めが必要かどうかは引き続き見守る必要があるでしょう。米地銀に関連した不確実性の高まり、さらに最終的には解決されるとしても、債務上限を巡る緊張は明らかに高まる可能性があります。このような状況を踏まえ、投資に関してはより明確な投資機会が訪れることを待つ姿勢が賢明であると考えています。

英国では先週末、国王チャールズ三世の即位を祝う戴冠式が催されました。王位継承に関する世論は賛否両論であるものの、英国王室は（その大半が）献身的に公務を全うする人々で構成されていると言えるでしょう。彼らの存在は、観光業の促進という意味でも、英国に王室の維持コスト以上のものをもたらしていることに疑いの余地はほとんどないでしょう。

国民が選んだ政治家に対する信頼が著しく低下している中で、国王や女王がいること自体、悪いことではないとの見方もあります。私たちの多くが、民主主義は基本的な権利であり、最善の政府がもたらされるという仮説と共に長く育ってきました。

しかし、そのような仮説が当たり前のことではない時にあっては、選ばれし政治家が、単に自分自身や友人、再選チャンスなどの利益を優先した行動を取るのではなく、国や民衆のために正しい政治をするためには時間が掛かるのだということを願わずにはいられません。

このような状況を踏まえれば、2023年のロンドンで国王に冠を授けることは、ワシントンDCで今にも始まろうとしているチキンレース（度胸比べ）と比べれば、はるかに理にかなったものであるように思えます。

## 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