



RBC BlueBay
Asset Management



狼少年

米議会では瀬戸際の駆け引きが繰り広げられています。

2023年5月19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

- 先週は、米国の債務上限に関する議論が市場の中心的話題となったものの、多くの投資家がデフォルトは回避されると信じています。
- 経済活動の鈍化やインフレの低下を示唆する指標がやや目立ってきていることもあり、今年の終わりまでに経済は事実上リセッション入りするとの予想を維持しています。
- ユーロ圏の経済サイクルは、米国に6ヶ月程度遅行すると考えており、欧州中央銀行（ECB）はあと2回の利上げを実施し、政策金利は夏の終わり頃に3.75%に達するとみています。
- 英国で、ここ最近発表された経済指標はスタグフレーションが迫っていることを示していますが、労働党政権が誕生した場合に、この国がどのような方向に向かうかどうかに注目が集まっています。
- エマージング市場では、トルコの大統領選でエルドアン大統領が予想外に健闘したことや、南アフリカがロシアに武器供与を行っていたとの報道が注目を集めました。

グローバル金融市場は先週も概ねレンジ内の動きを続けました。米国では、債務上限に関する議論が活発化し、米財務省の手元資金が枯渇する「Xデー」が1ヶ月以内に迫っているとの認識が広がりました。

米議会における政治の機能不全を考慮すれば、共和党と民主党のそれぞれが政治的アドバンテージの獲得を目指した覇権争いを繰り広げる結果、これまでのところ、議論は最後の最後まで

つれることを想定しています。

期限を9月まで先延ばしにするための、その場しのぎ的な合意がなされる可能性もありますが、最終的には両者がある程度譲歩し合う必要があり、過去の例に基づけば、それが達成されたのはある程度ストレスが高まってからでした。

しかし、今のところ金融市場は米債務上限に対して概ね楽観的な見方を維持しています。市場のボラティリティを測る指標は、市場が方向性を欠く動きとなる中で低下基調にあり、結局のところ、最終的には米政権が債務をデフォルトさせ、金融システムに大惨事をもたらす可能性は低いとの認識が広く浸透しているように見受けられます。

ある意味では、債務上限にまつわる小競り合いはこれまで何度も目にしてきたことから、狼が来たと何度も叫びすぎた少年の寓話のような感覚もあるのでしょうか。現時点では市場に大きな影響は見られていませんが、米国の1年CDSスプレッドが170bps前後まで拡大しており、米国よりも信用格付の低いエマージング国並みとなっていることも事実です。

米債務上限に関連した警戒感、期限までの今後数週間の高まる可能性があるかとみています。ただし、これが質への逃避につながった場合、その動きの収束を捉える投資機会が訪れる可能性もあるでしょう。

そんな中、ここ数週間では、市場のボラティリティ低下を受けて、システムティックな投資戦略の多くが株式市場におけるロング・ポジションを積み増しているようです。それとは対照的に、社債市場の投資環境はもっと強弱入り混じるもので、指数のスプレッドは拡大基調にあるとともに、新発債市場での投資も低調なパフォーマンスとなっています。一步引いたところから眺めると、経済活動の鈍化を示唆する指標がやや目立ってきていることもあり、成長が行き詰まる中、今年の終わりまでに経済は事実上リセッション入りするとの予想を維持しています。

今のところは、経済活動の鈍化は突如として起きるものと言うよりは、これまでの金融引き締めの影響が浸透する中で徐々に進行していくものとみています。一方で、インフレ率の低下には多くが望むよりも長い時間が掛かる可能性があるとの見方も維持しています。その意味で、おそらく今年末までは米国での利下げの可能性は低いと見ています。

したがって、仮にこの間市場がさらに早いタイミングでの政策緩和を織り込むのであれば、その反対の見方に基づき、ポジションを構築することを検討するでしょう。とは言いながらも、市場では依然として6月の米連邦公開市場委員会（FOMC）での利上げの可能性をわずかながら織り込んでおり、年末までに織り込まれた利下げ幅も50bps程度に留まっていることを踏まえれば、現時点ではフェア・バリュウからそれほど大きく離れてはいない水準にあると判断しています。

ユーロ圏でも、ここ最近の市場は比較的静かな動きとなっています。ユーロ圏の経済サイクルは、米国に6ヶ月程度遅行すると考えており、欧州中央銀行（ECB）はあと2回の利上げを実施し、政策金利は夏の終わり頃に3.75%に達するとみています。これは現状の市場の織り込みに概ね一致しています。

同様に、ユーロ圏のインフレ率は下方に向かいながらも粘着性を帯びる（“downwardly sticky”）とみています。賃金の伸びは力強さを維持し、労働市場にも転換の明確な兆しが見られないためです。そのような点を踏まえ、ユーロ圏では、来年の春頃までは利下げが実施される可能性は低いと予想しています。

米国と欧州の金利差の縮小や、米地銀に関連した混乱の継続、米債務上限を巡る懸念を踏まえ、足元では米ドルに対してユーロを愛好しています。米ドルとユーロがパリティに近づくよりは、1ユーロ = 1.15米ドルの方向へと向かう可能性の方が高いとみており、わずかな米ドルのショート・バイアスを維持しています。

先週は、中国関連の経済指標がやや弱含んだことが、ユーロの見通しに痛手になるとの警戒感も一部見られました。実際、習近平体制下での中国経済には構造的なアンダーパフォームの余地があるほか、非グローバル化の動きがこの先数年間に亘って中国経済のポテンシャルに重石となるとみて、継続的に注視してきました。しかし、このような状況にあってもユーロは良好なパフォーマンスにな

るとみえています。ユーロ圏は需要を維持するために、ドイツの中国への輸出のみに頼る必要はないと考えています。

英国では、ここ最近発表された経済指標がスタグフレーションへ道を確かに示しているように見受けられます。労働市場は軟化し始めているものの、賃金は力強さを維持し、インフレ期待も中央銀行の目標を大きく上回る水準に上昇しているようです。

消費者のストレスは高まり、住宅ローンや家賃の支払いが遅延する家計の割合は10%を上回る水準に上昇しているとともに、残念ながらこの先も増えていきそうです。ここ最近、金融業界から退いて初めて、金利上昇や公共料金の値上がりから自らの家計に何を意味するかを痛感したとの声が驚くべきほど多く聞かれます。

成長の鈍化と高インフレのどちらを選択するかという点において、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）高官はその中間の道を歩んでいるように思います。経済環境がそれほど深刻に落ち込まないことを祈りながら、インフレが自ずと落ち着くことを願っているようです。

ただし、インフレにおいて最善を願うそのような戦略はこれまでのところ機能しておらず、今後も機能するかどうかは懐疑的にみえています。最終的にこれらの政策が行き着くところは、中期的な英ポンドの下落であるとの見方を維持しています。

英国に関してもう一つ興味深い点は、労働党政権が誕生した場合に、それが意味することでしょう。関係者との会話から、EUとの関係について、英労働党は「ブレグジットを機能させる」とのメッセージを発信するようです。つまり、より摩擦の少ない貿易と大陸欧州との関係性、いわゆるノルウェー型に近い形に向けた動きを望むものであると考えています。

しかし、自らの立ち位置を表明する以前に、労働党執行部がEU側に働きかけることが重要であると思います。そうすることで、EU高官との協議において英保守党が見せた傲慢さから訣別し、失われた信頼を再構築しようという姿勢を基本とした、ずっとしっかりとした協力的な関係への道が開かれるとの期待が出てくると考えています。

最終的には、英国が完全な形で再びEUに加盟する可能性もあるとみえますが、あったとしても、これは労働党が政権を奪還して第二期もしくは第三期の出来事となるでしょう。それまでには依然として長い時間が掛かるとともに、労働党が政権を奪うと想定される頃に英国経済が置かれているであろう深刻な状況を踏まえれば、労働党は極めて困難な役割を引受けることになると言えるでしょう。

その他の市場に目を向けると、日本ではインフレ指標の上振れが続きました。日銀は、インフレ率が安定的に2%にあるという目標達成を認めることに時間を掛け過ぎていると考えており、政策の正常化が遅れば遅れるほど、インフレがより過度にオーバーシュートするリスクが高まるとみて懸念しています。

これに関して、先週は、大手電力会社に6月以降電気料金を14~42%値上げすることを了承するとの松野官房長官の発言に興味深く受け止めました。これにより、日本の消費者物価指数（CPI）は更に上昇するとみられています。

また、比較的タイトな労働市場において、更なる賃上げ圧力へとつながる可能性もあるとみえます。これらの多くは、米国及び欧州で過去数年間に亘って見られた出来事を想起させますが、長きに亘ってデフレ・マインドが浸透していた日本では、インフレ・リスクに関して盲点が存在しているように思えます。

しかし、インフレの状況は急速に変化しており、超緩和的な政策の正常化開始という形での対応が遅きに失すれば、植田日銀は政策ミスをする事になり兼ねないでしょう。

エマージング市場では、注目を集めたトルコの大統領選において、現職のエルドアン大統領が予想外に健闘し、今後実施される決選投票での当選をほぼ確実にしました。これにより、持続不可能であると見られる現状の政策ミックスは継続すると予想され、今後通貨リラの大幅安やデフォルトのリスクが高まる可能性があるとみえています。

南アフリカでは、ロシアに武器供与を行っていたとの報道がありましたが、政治的スキャンダルや電力網の寸断などから、同国に対する投資家心理は既に冷え込んでいました。電力供給に関しては、広範な計画停電や家庭及び企業の自家発電の動きなども見られています。

与党・アフリカ民族会議（ANC）は常にロシアに対して配慮を見せてきましたが、その歴史はANCが人種隔離政策（アパルトヘイト）下で当時の政権と闘っていた時代に遡ります。しかし、今は自らを対立の誤った側に置かないためにも、南アフリカがその中立性を示すことが重要であると言えるでしょう。現時点では、南アフリカへの制裁が限定的となることを願ってやみません。

一方で、米国としてはアフリカ大陸を中国に明け渡したくないという思惑があるとみられ、融和的な姿勢を促す可能性があるとみています。

今後の見通し

5月も終盤に差し掛かる中、目先は経済指標や米国の政治的進展が市場の価格を左右する要因となりそうです。現時点では、辛抱強さを維持することが賢明であるとみています。市場は今のところ穏やかですが、このような状態が長続きするとの見方には懐疑的です。

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%
					成報報酬 (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