



RBC BlueBay  
Asset Management



## ティナ・ターナーを偲んで：英国債利回りは「ナットブッシュ・シティー・リミッツ」を超えて

ロックの名曲を口ずさみながら、雲が晴れるのを待っています。

2023年5月26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

- 米債務上限を巡る交渉が停滞し続ける中でも、経済指標は引き続き米国経済が一定のモメンタムを維持していることを示しています。
- 欧州中央銀行（ECB）は今のところ比較的タカ派な言動を維持しており、この先予定されている2回の会合でそれぞれ25bpsの利上げを実施すると予想しています。
- 英10年債利回りは今月に入ってから65bps程度上昇しており、英国債は他の主要国債を大きくアンダーパフォームしています。
- 今後を見渡すと、この先数日間の経済指標は、今後の政策道筋を決定づける上で大きな比重を占めるとみています。

先週は、米債務上限を巡る交渉が停滞し続ける中でも、米債務不履行（デフォルト）のリスクを否定する発言が、グローバル金融市場に影響をもたらし兼ねないテール・リスクへの警戒感を和らげました。

米財務省の現金が底をつく「Xデー」が近づくにつれ、再び警戒感が高まる恐れはあるものの、現段階では、基調的な経済ファンダメンタルズや金融政策の道筋へと市場の注目が戻ったように見受けられます。

その点に関して言えば、経済指標は引き続き米国経済が一定のモメンタムを維持していることを示しています。調査に基づくデータは経済活動の減速傾向を示唆しているものの、実測値に基づく、いわゆるハード・データは、今のところ需要が比較的底堅さを維持していることを示しています。その意味で、米地方銀行の混乱が急速な信用収縮をもたらすという当初の警戒感は後退しつつあるように思えます。

一方で、インフレ率の低下は進捗していると想定されますが、2%の目標達成までの道のりは長く、米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げのプロセスを依然として完了していない可能性があるでしょう。

複数のFRBメンバーがここ最近で6月の利上げを支持する発言をしており、米連邦公開市場委員会（FOMC）の行方は雇用やインフレに関連した重要な経済指標に左右されるとみられるものの、更なる政策引き締めの有無の可能性はほぼ拮抗しているように見受けられます。

さらに、足元では早期利下げの織り込みが剥落してきています。結果として、先週は米国債利回りが上昇し、特にイールド・カーブの短期ゾーンで大きな上昇が見られました。米2年債利回りはこの1ヶ月で45bps超上昇していることとなります。

振り返って見れば、この春の間、イールド・カーブは過度にスティーブ化してしまったと言えるでしょう。政策金利が5%を超える方向にある中で、短期金利に対して強気になるには、インフレ低下に対する相対的に強い見方、もしくは成長に対する極めて弱気な評価が必要でした。現時点では、そのいずれも早期には想定出来ないように思えます。

とは言いながらも、米国金利に関しては概ねフェア・バリュエーションに近いところの見方を維持しています。米10年債利回りは年初時点の水準に近いところにあり、米国債利回りに関しては今年1年を通じて概ねレンジ内の動きをすると予想しています。

欧州でも、先週は国債利回りが上昇基調となりました。欧州中央銀行（ECB）は今のところ比較的タカ派な言動を維持しています。同中銀に関してはこの先予定されている2回の会合でそれぞれ25bpsの利上げを実施すると予想しており、これは概ね市場の織り込みと一致しています。

その後に関しては、経済指標を見極める必要があるとみており、そのような引き締め策がどれほど早期にインフレの沈静化につながるかどうかを興味深く見守っていきます。

そんな中、先週はギリシャで行われた総選挙で新民主主義党（ND）が善戦しました。ギリシャ経済は引き続き比較的堅調に推移しており、伝統的な政策が推し進められていることで、政府債務の水準も低下基調にあります。ギリシャの信用格付に関しても更なる格上げが見込まれます。

しかし、ギリシャ債券市場に関してはやや流動性に乏しい状態が続いており、イタリアなどのその他欧州周辺国と比較しても、スプレッドに目立った割安感はありません。そのような点を踏まえ、ギリシャ国債に関してはそれほど投資妙味がないとみていますが、これは政治的な観点からではなく、相対価値の点を重視した判断に基づくものです。

EU内では、現時点でルーマニア国債のようなソブリン債に最も投資妙味があるとみています。ルーマニアの政府債務はイタリアやギリシャと比べて極めて低い水準であるにも関わらず、長期債のスプレッドはそれらの国のほぼ2倍の水準となっているためです。

ここ一週間程度では、英国債利回りに投資家の注目が集まっており、英10年債利回りは5月に入ってから既に65bps程度上昇しています。今月に入って英国債は他の主要国債を大きくアンダーパフォームしており、長期債利回りは昨年秋のトラス政権下での水準に回帰しています。この動きの一部は、グローバル国債利回りの上昇と足並みを揃えたものと言えるでしょう。

しかしながら、英国のインフレに関して、インフレが悪化し始めているように思います。先週発表された英消費者物価指数（CPI）では、ベース効果によって前年比の総合インフレ率は低下しましたが、コア・インフレ率は6.8%と30年振りの水準に上昇しました。英国のインフレ率は、他の主要経済と比較してはるかに高い水準に留まる可能性が高まっており、このことが、利上げをためらうイングランド銀行（英中央銀行、BoE）に更なる利上げを促す要因になるとみています。

一方で、英国が財政赤字であることから、1年を通して英国債の発行は多いと考えられます。ここ最近では、英国債に対する需要が減退している印象があります。これまでも述べた通り、英国債利回りに関してはネガティブ・コンバクシティがあると言えます。つまり、利回りが上昇するとともに、長期デフレーションの負債をヘッジしていた投資家が英国債を手放すことで債券需要が低下する、ということです。

英国債市場が機関投資家からの需要に依存している中で、英国政府が財政を賄い続ける必要があるために、この状況によって英国債のアンダーパフォームが大きくなるリスクがあると言えるでしょう。経済の減速も財政赤字にむしろ拍車を掛け、英国資産が「安全資産」としての地位を失う中、海外投資家がすぐに買い向かうかどうかも明確ではありません。

スナク政権に医療関係者やその他公的セクターの従事者への報酬引き上げへの圧力が掛かる中、英政府は自らが出来ることに限りがあると認識することになるかも知れません。トラス政権の退陣後のハネムーン期を経て、スナク政権は英国債市場を支えるための対応が必要かも知れませんが、それは有権者にとっては受け入れがたい、難しい決断となる可能性があるでしょう。

社債市場では、今月の前半に苦戦していた投資適格社債のパフォーマンスに改善が見られました。とはいえながらも、過去数週間で社債市場は株式市場に見劣りするパフォーマンスとなっており、今年後半の成長減速やリセッション・リスクを警戒して、投資家が比較的慎重なポジションを取っているように見受けられます。

エマージング市場（EM）では、前週にトルコや南アフリカでボラティリティが高まっていたものの、先週は幾らか落ち着いた一週間となりました。ウクライナでの紛争が市場に与える影響は今のところ限定的となっていますが、地政学的に見れば、G7の方向性として、より多極的な世界へと向かっているように思えます。このことが、中国及び中国からの需要に依存する国の中期的な見通しにとって、重石となり得るでしょう。

為替市場の動きも先週は比較的穏やかでした。他の主要中銀がタカ派寄りの政策を推し進める中でも、日銀の政策正常化に向けた動きがゆっくりであることから、日本円がアンダーパフォームしています。

しかし、日銀が2023年のインフレ見通しを上方修正する可能性は十分にあるとみており、それを受けた政策修正が、結果として日本国債利回りの上昇や、円の反発につながると予想しています。

その他では、英ポンド市場で、昨年秋に英国債利回りが急騰した際と異なり、今回の英国債利回りの上昇が英ポンド下落が伴っていないことは特筆すべきでしょう。とはいえながらも、英国経済の更なるアンダーパフォーマンスは金融安定性に対する懸念の再燃につながり、最終的には英ポンドにその重圧が掛かるものと予想しています。

## 今後の見通し

この先を見据えると、今週末に掛けて発表される経済指標が、6月に掛けての見通しを形成する上で重要になると考えています。FRBの政策が双方向にバランスの取れた状態であることから、この先数日間の経済指標は、今後の政策道筋、ひいてはこの先の市場の方向性を決定づける上で大きな比重を占めるとみています。

同時に、米債務上限を巡る報道も相次ぐと見られ、ボラティリティはこの先数週間で高まると予想されることから、方向性を持ったリスクを削減することが賢明であると判断しています。

ただし、市場がいずれかの方向にオーバーシュートした局面こそが、リターンを創出するための最良な投資機会であると考えており、2023年はこれまでのところ、ややもどかしいパフォーマンスとなっているものの、辛抱強さを維持し、より明確な投資機会が訪れることを期待しています。

先週は、偉大な歌手であるティナ・ターナーさんが亡くなったとの悲しいニュースがありました。彼女の功績を偲び、彼女の歌にちなんで言えば、今は「Steamy Windows」（蒸気で曇った窓）が晴れるのを待っている状態です。そんな中、英国債利回りに関しては新たな領域に突入したことで、「Nutbush City Limits」（生まれ故郷であるナットブッシュ市の境界）を晴れて突破したように思います。

英10年国債利回りが5%に向かってオーバーシュートする状態が、投資機会として求めている市場のオーバーシュートの局面なのかもしれません。しかし現段階では、英国に対して中長期的に慎重さを維持する方針で、この後の下落が予想される英ポンドに対する弱気なポジションを維持しています。

## 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。

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