



## 中国のテイクアウト

アイスクリームの売り上げの落ち込んだという話もありました。

2023年9月15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

- 米コア消費者物価指数は一部が期待したほどのスピードでは低下していないことを示すなか、米連邦準備制度理事会（FRB）が追加引き締めを実施する可能性は依然として残っているとみています。
- 欧州中央銀行（ECB）は25bpsの追加利上げを決定し、預金金利が4%となった今、理事会は利上げを終了した可能性があるとみています。
- 英国では、消費活動の減速によりGDPが縮小しました。
- 日本では、ここ最近のインフレの高まりや円への圧力の高まりを踏まえ、植田日銀総裁は金融政策の調整を再検討したように見受けられます。
- 中国と米欧の関係は依然密接に絡み合っているものの、地域間の緊張は続いています。

先週は、米CPIの発表を受けても米国債利回りの動きは小幅に留まりました。しかし米コアCPIは前年同月比4.3%増と、一部が期待したほどのスピードでは低下していないと言えるかもしれません。したがって、ここからの利上げの道筋はより限定的で、金融政策がさらに引き締め圏に突入することから、今月の来たる米連邦公開市場委員会（FOMC）では政策金利は据え置かれると当社では予想していますが、10-12月期に米連邦準備制度理事会（FRB）が追加引き締めを実施する可能性は依然として残っているとみています。

インフレは、インフレへの期待値が以前とは違っていることから、より粘着性のあるものとなっているように見受けられます。もしCPIが3%から4%の間に留まるとすれば、この先数四半期においてFRBが金融政策のいかなる緩和を発表することも困難になるでしょう。このような点を踏まえ、構造的に逆イールド化している環境の下、多くの金利リスクを保有することは時期尚早であるとの見方を維持しています。

しかし、もしいずれかのタイミングで金利が魅力的となる際に、利回り曲線の短期ゾーンについては、将来の利下げ織り込みがさらに剥落していれば、価格が下落した状態にあるかもしれません。その意味で、今後数か月間では利回り曲線のフラット化よりもスティープ化の可能性の方が高いように思えます。

ユーロ圏の利回りも前週末比ほぼ変わらずとなりました。欧州中央銀行（ECB）による25bpsの追加利上げの決定においては意見が割れたと見られ、預金金利が4%となった今、理事会は利上げを終了した可能性があるかとみています。

成長見通しがやや引き下げられると同時に、インフレ見通しがやや上方修正されたことは、この先数カ月の重苦しい欧州経済見通しを物語っていると言えるでしょう。域内ではスタグフレーションのリスクが漂っていますが、より広範な欧州という意味では、スタグフレーション・リスクは英国において最も高いと言えるでしょう。

英国では、夏の悪天候の影響もあり、7月にGDPが縮小しました。しかし、消費活動の減速は単にアイスクリームの売り上げの落ち込みの話に留まらず、住宅価格も下落している中、消費者が次第に危機感を感じ始めている証拠が日増しに確認されてるようになっています。一方で、雇用の伸びが減速する中でも、賃金の伸びが8.3%へ加速しているとの指標は、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）にとって悩みの種に違いありません。

最終的にはこれが来るべき将来の姿かもしれず、成長が予想を下振れ、インフレ率が5%近辺に高止まりする中で、BoEは今のところあと1回の追加利上げを実施するとみています。しかし、仮に二次的な効果によってインフレが再加速した場合、さらなる引き締めが必要となるリスクもあるとみています。

また、英ポンドは最終的にその影響を一部被るとみており、年初来で見ればそれほど成功してはいない投資アイデアではあるものの、引き続き英ポンドに対しては構造的に弱気な見方を維持しています。

日本では、ここ最近のインフレの高まりや円への圧力の高まりを踏まえ、植田日銀総裁が新聞のインタビュー記事を通じ、金融政策の調整をより早期に実施する道を開いたように見受けられます。4月に着任して以降、植田総裁はハト派寄りの姿勢にコミットし、政策の大幅な変更を実施することにやや消極的と見られていました。

しかし、コアインフレ率は今や4%台となり、物価上昇は広範な経済に波及しているようです。来年の賃金交渉に関する初期の予測では、極めてひっ迫した労働市場の中、労働者が失われた購買力を取り戻そうとし、5%の賃上げが予想されています。他の主要中央銀行が利上げを実施している中で、実質金利はさらにマイナスとなっており、今や日銀が円安の要因とも言え、通貨押し上げのための財務省の努力による効果を結果として弱めているように見えます。

このような動力が働く中、植田総裁ら日銀幹部へのプレッシャーは日増しに強まっているとみています。9月の会合では政策スタンスにおけるいかなる変化も予想していません。

しかし、10月の会合では、インフレ見通しが引き上げられるとともに、インフレが持続的に2%を達成したとの宣言がなされることが、さらなる政策変更の口実になるとみています。イールドカーブ・コントロール（YCC）は撤廃される、もしくは現時点では不要とみなされるとみています。

一方で、政策金利をプラス圏に引き上げる最初の利上げが、今年末までに実施される可能性もあるとみています。仮にそうなった場合、日本の長期国債利回りは上昇を続けるとみており、2023年末までに1.0%から1.2%近辺まで上昇する可能性もあるとみています。

前週末に開かれたG20会合では、首脳宣言において戦争に関連したロシアへの言及を避けたほか、ウクライナ国民の苦しみが続いていることにも言及がないなど、インドの影響力拡大が伺えました。

地政学はより多極的な形に再形成されている過程にあり、G20の前に南アフリカで開かれたBRICS（新興5カ国）会合においても、メンバーの拡大や先進国への影響力拡大を狙う姿勢が見て取れました。BRICS+をG20のライバルとして位置づける中、習近平国家主席とプーチン大統領はともにG20への参加を見送りました。インドが指揮を執ってG20にアフリカ同盟の加盟を認めるという決定は、グローバル・サウスと呼ばれる新興・途上国内における忠誠を巡る争いを物語る例と言えそうです。

中国が国内経済の混乱に直面している中、外交面での考慮は二の次になるであろうとの見方もあったかもしれません。しかし、北京（中国政府）の長期的な考えはそうではなく、中国が、米国やその他同盟国と距離を置くために、「一帯一路」構想やその他のイニシアチブにさらに労力を費やしてきた間に、西側諸国も新興諸国とより構造的に関わることを怠るリスクに気が付き始めているようです。

より中国に特化して言えば、先週は欧州各国において中国との関係低下につながる動きが見られました。英国では、英議会内での中国のスパイや偵察行為に対して公に抗議する声が挙がりました。ドイツの自動車メーカーは、中国の国営企業と競合すると、中国企業が有利であるということに気付いてきています。

またイタリアは、当初米国やEUから批判を浴びながらも参加していた「一帯一路」から正式に離脱する意向を表明しました。さらに米国でも先週、中国で製造されたスマートフォンにAIチップが搭載されていることに対する懸念が再燃しました。AI分野は米国が当初から優位性を維持してきた分野でした。

その他でも、今や多くの投資銀行やその他機関が、意図的に中国から撤退し始めているように見受けられる事実にも驚いています。これまでは、将来の成長及び収益のエンジンとして、中国戦略を採用する必要性が声高に訴えられていたためです。

ただしこれまでのところは、中国離れの動きは貿易統計にそれほど目立って表れてはいません。しかし先週、米国の輸入に占める割合で中国が首位の座をメキシコに明け渡したことから、このような動きは起きており、今後の方向性も明確に示されているように思えます。実際、マクロ経済的に言えば、グローバル経済が新たな秩序へと再形成されていく中で、このことがこの先数年間のインフレの進展に影響をもたらす要因になるとみています。

社債市場では、新規発行の動きが比較的活発でしたが、この先はやや落ち着くとみられます。指数レベルで見ると、欧州投資適格（IG）社債は米IG社債をアウトパフォームしており、これまでのアンダーパフォームを取り戻す動きが見られています。新発債に対する投資家の需要は比較的底堅く、一般的に言えば低ボラティリティ環境が社債市場全般の支えになっているようです。

ソブリン債市場でも旺盛な需要が見られるものの、緩和的な財政政策や負債の増加などに関連した懸念の高まりはスプレッドの拡大圧力となる余地があり、ここ最近ではイタリアでその傾向が見られます。

対照的に、ギリシャに関しては格付け機関DBRSモニングスターが格上げを決定しました。ただし市場では大手格付け機関S&Pが10月に予定しているレビューの結果が待たれているようです。同結果によって、ギリシャがIG指数の構成要件を満たし、パッシブ投資家による購入が見込まれることで、強力な需給面での追い風がもたらされる可能性があるためです。

## 今後の見通し

今後を見据えるにあたり、中国とのデカップリングはインフレ要因になり得るという、依然として市場がそれほど意識していない見方を再考しています。インフレを押し下げる上での比較的容易な部分は既に実施されましたが、「最後の1マイル」に突入する中で、その進展はさらにゆっくりとしたものになるでしょう。つまり、金融政策担当者にとっては当面軌道を修正することが難しくなる可能性があり、結果としてデフレーションを保持することのアップサイドは現時点では限られているように思えます。

クレジット債も概ねフル・バリューに近い水準にあるとみており、スプレッドの拡大につながる強いきっかけは想定していないものの、クレジット債に関してはベータ面よりも相対価値に基づく投資機会の方が多くあるとみています。

一方で、地政学的リスクの高まりは市場の変動性につながる可能性があるかとみています。中国のテイクアウトで、やや胃もたれを起こしてしまう投資家も、もしかしたらいるかもしれません。

## 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