



STRIKE ACTION

賃金が政治問題化し、インフレとの闘いを脅かすバイデン氏

米大統領はストライキのピケ現場を視察しました。

2023年9月29日

著者
マーク・ダウディング
ブルーベイ債券部門
最高投資責任者(CIO)



コメント要約

- 利下げまでの待ち時間は長期化しそうです。
- 米政府機関の閉鎖に対する警戒感の高まりも投資家心理の悪化につながりました。
- ユーロ圏では、国債利回りが米国市場の動きにつられる格好となり、周辺国国債のスプレッドは拡大しました。
- 米国債利回りの上昇は、社債スプレッドや株価に対して圧力となりました。
- 成長のダウンサイド・リスクは、米国よりも欧州において懸念材料となっています。

先週の市場では、利下げまでの時間が長期化しそうであるという忍び寄り現実を受け入れようとする投資家の動きによって、グローバル国債利回りが何年ぶりの高水準をつけました。米10年国債利回りが4.5%を突破したことは、トレンド・フォロー型の定量モデルに基づく投資からの売り圧力のきっかけとなりました。これまでも述べた通り、多くの投資家が既に金利のロング・ポジション取っており、とりわけこの金利の動きを間違ってしまったため、米国債市場にはこのような値動きを支える新たな買い手に恵まれませんでした。

また、米政府機関の閉鎖に対する警戒感の高まりや、それに誘発された債務持続性とそもそもの信用力などの再評価も、投資家心理の悪化につながりました。しかし、これに関しては、世界最大

の経済国であり、準備通貨として他の追随を許さない米ドルを有する米国にとって重大な問題になるとは考えていません。むしろ、より明確な懸念材料としては、この先数ヶ月間のインフレ指標の悪化を招きかねない、原油価格の継続的な上昇が挙げられるでしょう。

また、全米自動車労組（UAW）の労働者によるストライキも、賃上げ懸念を巡って引き続き焦点となっています。実際、バイデン米大統領が極めて大幅な賃上げ要求を支援する姿勢を見せたことは、他のセクターにおける力強い賃上げにつながる可能性もあり、これに関しては米連邦準備制度理事会（FRB）もかなりの緊張感を持っていることでしょう。

これまでも述べた通り、政策担当者との面談からは、FRB内には政策金利をより高く、より長く留めることが、その先の成長減速につながることを受け入れる雰囲気があるように思います。仮にそうなった場合でも、利下げを実施し、軌道修正を図ることが出来ると考えているためです。一方、政策ミスとして容赦されないのは、早期にハト派になりすぎることでしょう。

そのケースにおいては、仮にインフレが再燃した場合、FRBは極めて困難な立ち位置に陥ることとなり、価格の安定を確かにするために、再び積極的な引き締めを行う必要が生じるかも知れず、結果としてより深刻なりセッションにつながってしまう可能性があるためです。

このような視点から見れば、米国経済が堅調さを維持している中、米連邦公開市場委員会（FOMC）が、未だに年末までにあと1回の利上げの可能性を残すとともに、2024年後半までは利下げの可能性が低いことを示していることは容易に理解出来るでしょう。

米国金利の見通しについては、投資可能な時間軸の中で利下げへの道筋を描くことが容易にならない限りは、前向きになりづらいということをこれまでもお伝えしました。またその間、利回り曲線が逆イールド化していることはつまり、デフレシオンの長期化は、少なくともネガティブ・キャリーの取引であり、時に損失をもたらす取引であることを意味します。

実際、米国債券の代表的な指数の年初来リターンは-1.4%となっており、キャッシュ・リターンを大きく下回っています。2022年の市場下落を経て、債券に対して時期尚早に強気になりすぎた投資家に損失をもたらしていることが伺えます。

ただし、過去1ヶ月間での大幅な金利上昇を踏まえ、足元の金利上昇は現時点では過度な水準に達した可能性があるともみており、6月末の時点では3.4%であった5年先の5年フォワード・レートが4.6%となっていることを踏まえ、長期のフォワード金利に一定の割安感を見出し始めています。

米国債をアウトライドでロングすることに関しては依然として十分に納得感を得られていません。しかし、市場間の比較という観点から（米国債に対して）より前向きな見方を持ち始めており、英国債に対する米国債のロング・ポジションを嗜好し始めました。

最終的には、英国のインフレ率及び政策金利がともに米国を大きく上回る水準に留まるとみており、10年債で見て米国債の方が英国債を20bps上回る水準にあることは魅力的であると判断しました。

米国とユーロ圏のインフレ率に関しては今のところ3~4%近辺がトレンドになるとみているものの、英国ではコアインフレ率で5%近くとなる可能性があり、同国経済のスタグフレーション・リスクは高まっているとみています。

取引面而言えば、米国債利回りがこの先低下に向かえば、米国と英国の利回り差は縮小するとみています。同様に、米国金利が上昇を続けたとしても、英国債利回りも同方向に向かい、結果として英国債利回りの上昇幅の方が大きくなる可能性が高いとみています。

ユーロ圏では、国債利回りが米国市場の動きにつられる格好となり、広範なリスク資産への圧力を背景に、周辺国債のスプレッドは拡大しました。米国債利回りの上昇は、社債スプレッドや株価に対しても圧力となりました。ある意味でこれは、今回のサイクルがソフト・ランディングとともに終わりを迎えるであろうということに市場が十分に納得していないことを示しているかも知れません。

同時に、長期金利と実質金利が上昇していることは、全ての長期資産の価格評価に影響を与えており、株価倍率にも重石となっています。成長のダウンサイド・リスクは、米国よりも欧州において

懸念材料となっています。

ただし、高格付のクレジット債については、信用力が十分にあることを踏まえ、比較的前向きな見方を持っています。信用力がより低い発行体については、ストレスが高まっているように見受けられません。

先週は、フランスの小売メーカーであるカジノ社が債務不履行（デフォルト）に陥ったとの報道がありました。同社のバンクローンが、大幅な損失を見越して既にながりのディスカウントで取引されていたことを興味深く受け止めました。より広範に言えば、プライベート市場における高レバレッジ企業は、絶対的な借入コストの大幅な上昇に直面しており、一部の企業にとってはこの先試練となる可能性があります。

社債に関しては、方向性を持ったリスクを引き続き抑制しており、CDS指数を利用してエクスポージャーをほぼヘッジしています。これらのCDS指数のスプレッドも、過去数週間で現物社債と足並みを揃える形で拡大しましたが、現時点ではまだ、価格の動きが加速化するような市場参加者の諦め売りには直面していません。

ただし、ここ最近のトレンドが続けば、そのような売り圧力は高まるとみており、その場合、スプレッド拡大したところでCDS指数のヘッジ・ポジションを削減し、より前向きな姿勢に移行することも検討します。しかしこれは、価格動向がオーバーシュートし始めたことがより明確となった場合に限られます。

その他、エマージング市場（EM）資産に関しても、先週は米国金利及び米ドルの上昇によってやや下落基調となりました。「米国例外主義」を背景に、米ドル自体、年初来高値を更新しています。フェア・バリューの観点から言えば、相対価値の点で米ドルに割高感があるのは否めません。

しかし現時点では、米ドルを支える要因も依然として存在しているとみており、米ドル高とともに、米ドルのロング・ポジションの利益実現をゆっくりとしたペースで進めるにとどめています。一方で、日本のような国では、円高を促したい政策担当者の意向が、過度にハト派な金融政策によって削がれてしまっている様子を興味深く捉えています。

日本のインフレ率はこの先も予想を大きく上回る状態が続くとみており、このようなトレンドを日銀が把握するため、あとの程度の時間が掛かるのかと考えています。最終的には日本でも政策転換が実施されるとみています。しかしもう一つ明確なことは、日銀が目先のリセッション・リスクを過度に見積もり、米国経済及び米国金利が現時点ではすでにマイナスの方向に向かっていると予想していたことも状況を複雑にしているということです。

今後の見通し

今後を見据えると、米政府機関閉鎖の予期せぬ影響として、投資家が目先の経済指標をタイムリーに確認出来ないという可能性が挙げられます。経済面での不確実性が高まっていることから、目を瞑って運転を続けるには適していないと言えるでしょう。また閉鎖が長期化した場合には、将来的な経済指標の蓄積にも影響を及ぼし、投資家や政策担当者にとっては苦しい状況となるでしょう。

とは言いながらも、経済活動の減速やインフレ圧力の若干の高まりを示す幾つかの証拠はこの先数週間で確認されるとみており、これらは金融資産にとって必ずしも支援的なものではない可能性があります。

過去数ヶ月間は、市場の下落や、他の投資家の諦め売りなどをリスク積み増しの機会として待ち構え、辛抱強くあり続けることをお伝えしてきました。その意味では、そのような転換点に近づいているように思えますが、市場センチメントの転換につながる決定的な瞬間はまだ訪れていないと考えています。

夏場にソフト・ランディングのクールエイドを飲み過ぎ（盲信し）、デフレーションを延ばすとともに弱気な取引を解消してしまっていた投資家がいかに多いかを踏まえれば、金利上昇及びリスク資産の下落はこの先も投資家に痛みを与えるでしょう。また投資家が、誤ってロングしている（long and wrong）状況を踏まえれば、この先投資家の損失がかさむにつれ、FRBが過ちを犯しているとの主張も出てくる可能性があります。

しかし、より冷静に振り返って見れば、FRBの主張はそれほど大きく変化しておらず、市場は、FRBが最初からずっと正しかったのかもしれないということに、気が付くかもしれません。

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