



樽の底を漁るほど、打つ手なし

英国政治に関しては、既にばかばかしいものを見せられています。

2023年11月17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

- 米国では、直近の市場予想を下回る消費者物価指数（CPI）を受けて、米国債利回りが低下しました。
- 欧州市場でも先週は米国債利回りと同様の動きが見られ、英国ではインフレ率が市場予想をやや下回りました。
- 赤字支出は当たり前のように実施されてきましたが、財政持続性を巡る言動はグローバル市場に影響をもたらすテーマとなる可能性があるでしょう。
- エマージング市場（EM）資産は、リスク心理の改善やFRBに対する警戒感の和らぎから、堅調なパフォーマンスとなりました。

先週の金融市場では、市場予想を下回る米消費者物価指数（CPI）の発表を受けて、米国債利回りが低下しました。米総合インフレ率は前年比3.2%に低下しましたが、コアインフレ率は依然として4%と、米連邦準備制度理事会（FRB）が目標とする2%の2倍の水準にあります。このような点を踏まえ、米連邦公開市場委員会（FOMC）がよりハト派に転じるとの期待はまだ時期尚早であるとの見方を維持しています。

とは言いながらも、米政策金利が既にピークを付けた可能性は高まってきているようです。過去数週間で、米国経済の総需要が弱含んでいる兆しを幾つか目にしていますが、その一部は極めて力

強い7-9月期の成長の反動であるようにも見受けられます。小売売上は引き続き前年比でプラスとなっており、労働市場も健全さを維持しています。

一方で、国債利回りの低下や株高、社債スプレッドの縮小、米ドル安は、金融環境インデックス（FCI）の大幅な緩和につながっています。

FCIの代表的な指標で見ると、8月以降の引き締め分は既にほぼ完全に失って、緩和した格好となっています。実際、パウエルFRB議長は直近の会合でこれらの指標に言及しましたが、ここ最近の同指標の動きは、FRBが市場をさらに勢いづかせることを防ぎたい材料になりそうです。

2023年を通じて、市場がFRBの利下げを先走って織り込み、その後FRBによって押し返されるという状況を何度も目にしてきました。経済指標が年末に掛けて鈍化トレンドを維持する可能性はあるものの、金利のロング・ポジションについては、リスク・リターンの観点から、依然として足元の水準が魅力的なエントリー・ポイントであるとは考えていません。

欧州市場でも先週は米国債利回りと同様の動きが見られ、英国ではインフレ率が市場予想をやや下回りました。とは言いながらも、英国のコアインフレ率は依然として5.7%と高止まりしています。イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は既にハト派寄りの姿勢を打ち出しており、物価上昇は最終的にこれまでの高水準に高止まりし、スタグフレーション・リスクがあるとの見方を維持しています。

これに関連して、直近の英国の賃金データには減速の兆しが見られず、英国経済の弱いマクロ見通しに関わらず、先月も8%近い賃上げが見られました。そんな中、政府の内閣改造では、ブラバマン内相が解任され、デービッド・キャメロン元英首相が復帰するというサプライズ人事がありました。

キャメロン氏は既に政界を引退し、保守党議員ではないことに加え、同氏が政府からの推薦を受けて上院（貴族院）議員になって外相に就任するという点でも、今回のスナク首相の人事はサプライズでした。内閣改造を巡る与党保守党内の混乱は英政権の苦難を物語っており、実際最近の世論調査では、保守党の支持率が20%の境界を下回っています。このような世論の動きは、支持を獲得するためにポピュリスト的な政策を採用する自暴自棄な政権につながりやすいと考えています。

今回の例では、秋の予算案において減税が盛り込まれる可能性が徐々に高まっています。実際にそうなった場合、英国債市場がどのように反応するかどうかは興味深いと言えるでしょう。昨年、英債券市場で見られた混乱を踏まえれば、市場が政権の財政計画に疑念を抱いた場合、いずれかの時点で昨年同様の事象が発生しても不思議ではないと考えています。

実際、大手格付機関Moody'sが前週に米国の格付見通しをネガティブに引き下げるなど、財政持続性を巡る言動は今後数週間、数ヵ月間のグローバル市場に影響をもたらすテーマとなる可能性があるでしょう。米国がAAA格の格付を失うこと自体、特段重視すべきことと捉えている訳ではありませんが、財政規律への意識が低い政治家が多いという、根底にある、より深刻な問題を反映したものであると捉えています。

過去15年間で、多くの政府が有権者の支持を得るための歳出拡大や減税を当たり前のように実施してきました。しかし、もし債券市場が債務持続性に対する懸念により厳しい規律を示し始めれば、自らの言動が、資産価格の下落や有権者の困窮につながるということを目の当たりにすることで、政府の行動変化を促す一つの要因となるかも知れません。

日本も、財政懸念が常にそばにある国の一つであり、日本の信用格付がBBB格に引き下げられる日が訪れることもあるかもしれません。昨年末の時点で日本の公的債務は対GDP比263%となっており、岸田首相はさらに、生活水準を脅かす高インフレ対策として緩和的な財政政策に取り組んでいます。それほどの高債務水準は、借入れコストが2%を大きく上回ることとなれば、持続が困難になるでしょう。

このことは、日銀がインフレ圧力の加速トレンドを許すべきではないと我々が訴えてきた理由の一つです。日本のコアCPIは足元で4%近辺にあり、10-12月期には一旦落ち着く可能性はありますが、その後は再加速すると予想しています。またこれにより、日本の実質金利は大幅なマイナス圏にあります。したがって、日銀が政策正常化を遅らせれば遅らせるほど、最終的な利回りのピークは高くな

ると言えるかもしれません。

そんな中、日本の人口動態に目を向けると、この先人口減少が予想されるということは、債務支払いを負担する税収入が先細るということを意味します。日本での所得への諸々の課税は、高所得者に対しては既に57%と驚くべき高水準であり、さらに引き上げる余地は少ないことから、代わりの富・財産に対して税金が課される必要があります。

同時に、金利が上昇すれば、他の先進国同様に、日銀のバランスシート上の債券で損失が生じるようになります。今のところ、投資家はこれらの構造的な要因については特段材料視していませんが、将来のいずれかの時点において、懸念材料として認識される可能性はあり、日本国債については構造的なショート・ポジションを維持することが賢明であると考えています。

その他の市場に目を向けると、為替市場では、米CPIの鈍化によって米ドルの下落が見られました。中国経済については弱気な見方を維持しているものの、中国人民元については、米ドルに対して7.30近辺で動きが見られなくなったことから、ショート・ポジションを以前に閉じました。また、今回の米指標の軟化を踏まえ、ユーロに対して米ドルを選好していたポジションも解消しました。

さらに先週は、ユーロに対する英ポンドのショート・ポジションも削減しました。ただし、引き続き確信度の高い英ポンドに対する弱気な見方は維持しています。社債市場におけるリスクオンの動きは極めてポジティブで、先週はCDS指数のスプレッド縮小が現物債のスプレッド縮小を上回るペースとなりました。iTraxx Crossover指数のスプレッドは390bpsと、前月末の465bpsから大きく縮小しており、このような縮小ペースはやや過度な動きであるとみています。

そのような見方を踏まえ、足元ではCDS指数を通じたヘッジポジションの積み増しを検討しています。とはいえながらも、月末までは市場に混乱をもたらすような指標の発表も少なく、ポジティブなリスク心理は今のところ続く可能性もあるとみています。

エマージング市場（EM）資産も、リスク心理の改善やFRBに対する警戒感の和らぎから、堅調なパフォーマンスとなりました。しかし、ルーマニアは、年金法案が2024年の財政赤字拡大につながる懸念から、パフォーマンスに苦戦しました。ただし、ルーマニアのユーロ建て国債のスプレッドには既に多くの悪材料が織り込まれており、ユーロ建てで発行されている同国債券については相対的に割安であるとの見方を維持しています。

そんな中、アイスランドでは、火山噴火の兆候が通貨クローナの重石となりました。火山噴火は、同国の観光業に痛手となり、漁業にも影響をもたらすリスクがありますが、一時的な要因に留まるとみています。アイスランド経済は力強さを維持しており、2024年に掛けて前向きな見方を持っています。アイスランド・クローナの割安感は強まっており、ユーロに対してさらなる下落が見られれば、ポジションを積み増すことを検討します。

今後の見通し

今後を見据えると、過去数日間でマクロ経済状況が大きく変化したとは考えていません。したがって、目立った材料がない中で金利低下や市場の上昇が続いた場合、その勢いは弱まるとの見方に傾いています。

米国金利に関しては、構造的により強気に転換する際には、短期ゾーンに着目したいと考えています。ここでは、5.1%程度をエントリー・ポイントの目安として考えていますが、今のところは辛抱強さを維持しており、ポジションは保有していません。日々のボラティリティは高止まりしていますが、今週の感謝祭の祝日を経て落ち着いていくとみています。

ホリデー・シーズンが目前ですが、季節的な高揚感が、今後数週間の資産価格の上昇を支えるのに十分であるかどうかは不確かです。その意味で、市場の値動きを追うのではなく、リスクを積み増したり削減したりするために理にかなった水準であるかを見極め、価格評価を念頭に置きながら、規律正しい投資を続ける方針です。

英国政治に関しては、既にばかばかしいものを見せられています。日増しに明確になっているのは、労働党が政権を獲得するのはもはや時間の問題であるということでしょう。実際先週は、現時点で大臣職に就きたい保守党議員がほとんどいない、との興味深い裏情報も耳にしました。大臣職に就けば、離職から6か月間は外部で職務をすることが出来なくなるためです。多くの候補者が自らの議席を確保できるとは思っておらず、一部の保守党議員は既に異なる将来の道を検討しているようです。彼らを雇用したいと思う人がいることを願うのみです。

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