



荒れ模様の中東

混乱はドバイの集中豪雨のみに留まらないようです。

2024年4月19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

- 地政学リスクが高止まりしています。
- 堅調な経済指標を背景に市場参加者がこれまで織り込まれていた利下げ見通しを縮小させる動きが続きました。
- 年限の長い債券については、さらに慎重な見方を持っています。
- 英国のコア・サービス価格インフレ及び賃金インフレの水準は、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）がインフレ目標を早期に達成する見通しは遠のいていることを示しています。
- この先も、成長関連の指標よりもグローバルのインフレ指標が重要視されやすいとの見方を維持しています。

地政学的リスクの高まりにも拘わらず、先週も、米国での力強い経済指標が国債利回りに上昇圧力を加えました。堅調な小売売上高に続き、直近のインフレ及び雇用関連指標が予想を上振れする中、市場参加者がこれまで織り込まれていた利下げ見通しを縮小させる動きが続きました。結果として米2年国債利回りは5%に達し、同水準で短期ゾーンの利回りは概ねフェアバリュー近辺に達したとみています。

現時点において、市場が更なる利下げの必要性を織り込む可能性は低いとみています。その意味で、さらなる利下げの選択肢を織り込んで、2年金利がキャッシュ・レートをやや下回る水準に2026年まで止まることは概ね理にかなっているとと言えるでしょう。

しかし、より年限の長い債券については、さらに慎重な見方を持っています。先週述べた通り、利回り曲線の逆イールド化は、財政面での責任の重要性を政策当局者に知らせるシグナルとして機能していないようです。その点を踏まえれば、赤字の拡大が財政リスクの上昇につながり兼ねず、結果として投資家はターム・プレミアムの上乗せを求めることになるかとみています。

また、もし利下げが早期に実施されないのであれば、長期デュレーションを保有することにそれほどのメリットがあるのか、明確ではありません。多くのロング・オンリー投資家は年初から金利をロングして、誤ってしまって (long and wrong) きたことから、同ポジションの諦め売りによっても長期債利回りは上昇する可能性があり、利回り曲線の逆イールド化が後退するとみています。

そんな中先週は、イスラエルに対するイランのミサイル攻撃によって中東地域における地政学的緊張が急速に高まりました。米国当局は、イスラエルが報復としてイラン西部を標的にした攻撃に踏み切ったと伝えたものの、当事者間ではいまだ責任追及や非難の動きは見られていません。いかなるイスラエル報復攻撃が行われても、それが抑制されることを願うばかりです。しかし、イスラエルの反応関数は極めて精査しづらいと言えるでしょう。ただし、短期的に米国や他の同盟国からのさらなる圧力が無ければ、イスラエルにとってイランに対する攻撃をやめることは、ガザ地区におけるイランの目的達成を許す糸口になり兼ねないとも捉えられます。

その意味で、今回のイランの攻撃による最大の犠牲は、ガザ地区のパレスチナ人であると言えるかもしれませぬ。とは言いながらも、さらに広範かつ危険な世界規模での衝突の一步手前にあるという恐ろしい現実を拭いきれません。

そのような状況が、リスク資産に対するセンチメントの減速をもたらし、先週は株価が下落するとともに、クレジット債も軟調に推移しました。しかし、事態のさらなる深刻化が見られない状況が続けば、直近の安値で押し目買いをする動きが見られる可能性もあるでしょう。ただし、しばらくはVIX指数の売りの形でボラティリティの売りポジションを構築することはやや無謀であるように見え、結果としてリスク心理は神経質な状態が続き、リスク資産が再び最高値を更新する展開は当面予想しづらいように思えます。

先週は、英国のインフレ及び賃金関連指標が予想をやや上振れしました。これまでも述べてきた我々の見方に一致する形で、英国のコア・サービス価格インフレ及び賃金インフレはともに6%近辺にあり、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）がインフレ目標を早期に達成する見通しは遠のいています。

今後数か月間では、エネルギー価格の前年比ベースでの低下によって、総合CPIが2%近くに低下する可能性もありますが、そのような動きは短命に留まるとみています。物価上昇率は4-5%近辺で高止まりすると予想しており、政治家からの圧力が強まる中でも、BoEが利下げを実施することは難しい状況になるとみています。

次のインフレ指標が発表される前の5月上旬には英国で地方選も予定されており、11月に実施されるとみられている総選挙の前哨戦になるとみられています。与党保守党にとって悲惨な結果となれば、党内での内紛やいさかきのきっかけになるとみられ、政治的リスクはこの先高まる一方であると予想されます。

欧州でも、米国債につられて国債利回りが上昇する傾向が見られましたが、相対的には上昇幅が穏やかでした。ドイツ国債市場では、欧州中央銀行（ECB）による6月の利下げ開始、そしてその後四半期ごとの会合でそれぞれ25bpsの利下げ予想が織り込まれている状態です。しかし、FRBが政策金利を据え置くのであれば、ECBの行動も抑制されるのかどうかは興味深い点であると言えるでしょう。明らかに、ここ数週間では米欧の金利差拡大見通しが米ドルに対するユーロの下落につながってきました。

同時に、米ドルの割高感により、米ドル高基調にも幾らか息切れの兆しが見られます。ただし、米ドルに関してはユーロに対してパリティ近くまで上昇する余地があるとみています。仮に何らかのリスクオフ・イベントがあればエネルギー価格が急騰し、ユーロにとっては悪材料になるとも予想されます。

その他、日本においては先週、日銀や財務省がほぼ沈黙を保つ格好となりました。日本円が米ドルに対して1米ドル152円近辺まで下落した際には、為替介入の警告があったものの、その後政策対応が取られないままに、円は1米ドル155円近くまで下落しました。このことは一部で反発を招いており、円の下落に歯止めを掛けるために、財務省による介入を間もなく市場が強いる可能性もあるとみています。

しかし、日銀の政策が超緩和的であり続ける限り、円は下落圧力にさらされる状態が続くでしょう。その意味で、次回会合に向けた日銀に対する圧力は高まっているとみています。結果として、同会合において日銀は2024年のインフレ見通しを再び引き上げ、その後に債券購入を通じたバランスシート拡大策の終了に関するコミュニケーションを行うものとみています。

日銀が早期にバランスシートを縮小させるとは考えづらいものの、刺激策のさらなる追加を止めることが重要となるでしょう。さらに、植田総裁は7月の会合で政策金利を0.25%に引き上げる可能性があるとみています。これは、円安基調の潮目を変えるには十分ではないかもしれませんが、日銀が政策正常化への道筋にコミットしていると市場が受け止めれば、トレーダーが円売りを停止するインセンティブとなる可能性はあり、少なくとも円相場の安定につながる可能性はあるでしょう。

エマージング市場（EM）では、米政策金利予想の上昇が、とりわけEM現地通貨金利と通貨にとっての悪材料となりました。EM中央銀行については、インフレを既に押し下げ、先進国に先駆けて今年本格的に利下げ路線を辿るとみていました。

しかし、仮に米政策金利が高止まりするのであれば、EM中銀が緩和することは心理的により難しくなるとみられ、そのことがEM金利の諦め売りにつながっています。結果として、多くのEM市場において実質利回りは大きく上昇した状態にあり、同程度のリスク・プレミアムが果たして本当に妥当であるかどうかを問いかけています。

その意味で、EM金利のリスクについては削減するよりも積み増す方向で考えており、特にメキシコや南アフリカ、ブラジルなどの金利に対する選好を維持しています。対照的に、EM通貨に関してはより慎重にみており、メキシコや南アフリカ、中国についてショート・ポジションを選好しています。EM現地通貨建て債券の上昇につながる政策対応が、通貨相場においてはネガティブに働きやすいとみているためです。

先週は、投資家がリスク・プレミアムの上乗せを求めるとして社債のспレッドが拡大しました。ここ最近の堅調なパフォーマンスを経て、社債には幾らか調整の余地があるとみています。しかし、これまでも述べた通り、市場の需給面は引き続き良好です。企業の純社債発行額は前年比でマイナスとなっており、現物社債のспレッド縮小の一因となっています。

CDS指数は、投資家がヘッジ・ポジションを積み増す動きによる影響で、現物債を下回るパフォーマンスとなっています。目先、これらのヘッジ・ポジションが解消されれば、CDS指数が再びアウトパフォームする可能性はあるでしょう。しかし、需給要因が現物社債のспレッド縮小に追い風となっている限りは、現物社債がCDS指数を上回るパフォーマンスとなる傾向は続くでしょう。

今後の見通し

目先、市場の変動要因となりそうな経済指標の発表は特段予定されていません。目新しい地政学的なヘッドラインがない限り、市場のボラティリティは低下に向かうとみており、リスク資産購入を検討する投資家を後押しするかもしれません。米2年国債での5%の利回り水準は、現時点での上限の目安であるとみています。パウエルFRB議長が米大統領選前に利上げに動くハードルは相応に高いとの見方を維持しているためです。

その意味で、金利のさらなる上昇には新たな材料が必要になるとみており、現時点においては、成長関連の指標よりもインフレ指標が重要視されやすいとの見方を維持しています。その点で言えば、次回の米CPI発表は数週間先であり、4-6月期はベース効果がややプラスに働く可能性もあるため、インフレ指標が幾らか落ち着くかどうかは興味深いでしょう。

究極的には、経済指標の内容さえそれを可能にすれば、パウエル氏は利下げをしたいであろうとみているためです。しかし足元では、2024年に入ってから経済指標の内容は、インフレが早期に目標に回帰することを裏付ける内容にはなっていないということ、パウエル氏自身が認めざるを得ない状況となっています。

地政学的緊張や荒れ模様の気候が中東地域を襲う中、わずか1日で年間平均雨量の2倍近い雨が降ったUAEでの洪水の映像はショッキングでした。気候変動をその要因として挙げることは容易ですが、人口増が続く中で水資源の確保が課題となっている同国で、そのような降雨を最大限に活用できる方法を熟考する機敏な専門家もいることでしょう。実際に、「クラウド・シーディング」と呼ばれる技術で人工的に雨を降らせることを定期的に行い、同時に気温低下にもつながることで、温暖化問題に対するマイクロ・レベルでの解決策を実施しているようです。

翻って英国では、時にはその反対の技術を以て、晴れの日をもう少し増やすことは出来ないかと考えてしまうほどです。とは言いながらも、先週のUAEでの集中豪雨によって20人が命を落としたという報道に触れ、そのような技術をさらに進展させることで彼らを救うことは出来なかったのかと嘆かわしく思ってしまう。母なる自然が牙をむくのは、今回が初めてでも、そして最後でもないのでしょうか。

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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	フライング・ターゲット戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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、契約資産を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