



ずぶ濡れで退場

スナク首相、傘は一体どこに？

2024年5月24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

- 米連邦準備制度理事会（FRB）は利下げに関する議論が再び議題となるまでに、さらに数ヶ月のより良い物価指標が必要であるとの認識を示しました。
- 財政赤字が近いうちに改善する可能性は低いとみられる中、時間の経過とともによりステープ化していくとの見方を維持しています。
- 英国では、政治面での進展で報道が持ちきりとなりましたが、インフレが高止まりする中、6月の金融政策委員会（MPC）でBoEが利下げを決定することは困難であるように思われます。
- 現時点において、グローバル金利については概ねフラットな姿勢を取っており、イールドカーブの形状や相対価値に着目したポジションをより重視しています。
- 今のところ、広範な市場環境は概ね良好ですが、金利がより長く高止まりする世界において、痛みが一層感じられる可能性のある領域を注視し続けます。

先週は金融市場にとって比較的静かな一週間となり、価格変動のきっかけとなる目立った材料がない中、米国債の価格動向は概ねレンジ内の動きとなりました。米連邦準備制度理事会（FRB）高官の発言や米連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨からは、ここ最近のインフレ指標の改善に対して一定の警戒が伺え、利下げに関する議論が再び議題となるまでに、さらに数ヶ月のより良い物価指標が必要であるとの認識が再確認されました。

同時に、追加利上げの可能性もほぼ除外されたとみられ、そのことを踏まえれば、米2年国債利回りのフェア・バリュは4.75-5.00%近辺にあると考えています。グローバルで、金利デフレーションについてはショート・バイアスを維持してきましたが、足元ではこのレンジの上限近辺でデフレーションを積み増すことを前向きに考えています。現時点において、グローバル金利については概ねフラットな姿勢を取っており、イールドカーブの形状や相対価値に着目したポジションをより重視しています。

イールドカーブの評価に際しては、時間の経過とともによりステープ化していくとの見方を維持しています。（米国での）減税や（特に欧州での）追加的な財政支出の話題を踏まえれば、財政赤字が近いうちに改善する可能性は低いとみられます。結果として、投資家がより長いデフレーションの資産を保有することに対する対価を求めるようになることで、ターム・プレミアムが上乘せされていくことにつながるとみています。

一方で、逆イールド化していることは、財政赤字からの脱却を促すような政策当局への圧力がほとんどないことを意味します。さらに、（逆イールドの下では）長期債の価格評価は、現金利回りが現行の水準から大幅に低下して初めて理にかなったものとなりますが、仮に利下げが実施されれば、いかなる相場上昇においても、その主導権を握るのはイールド・カーブの短期ゾーンになることが予想されます。

相対価値の観点からは、メキシコや南アフリカ、ブラジル、アイスランドを金利のロング・サイドで選好する一方、日本と英国金利に関してはショート・スタンスを維持しています。日本国債は、特にエマージング市場（EM）の国債など他の市場と比較してボラティリティが低い傾向にあります。

したがって、ポジション量の違いを反映し、ポートフォリオ全体のデフレーションは引き続きショートとなっています。しかし、投資テーマとしては、米国債利回りの絶対的な上下変動がポートフォリオのリターンに直接的に与える影響が限定的となるような姿勢を選好しています。

日本では、先週を通して利回りが上昇基調を辿り、10年債利回りは2012年以来で初めて1.00%を突破しました。日本政府が間もなくデフレ時代の正式な終了を宣言する可能性があることとされ、仮にそうなれば、6月の会合での日銀のさらなる政策調整に道が開かれることとなり得ます。

まず第一に、日銀は国債購入額のさらなる削減に動くと予想しています。これまでも述べた通り、日銀のバランスシート拡大はもはや現時点では妥当ではなく、さらに他の中央銀行がバランスシート縮小に動いている中では、円安の一因ともなっています。その後は、7月の会合で政策金利を0.25%にして、10月の会合で0.50%に引き上げると予想しています。そしてその場合、日本10年国債利回りは秋までに1.25-1.5%に達する可能性があるかとみています。

英国では、政治面での進展で報道が持ちきりとなり、スナク首相が7月4日に解散総選挙を実施することを発表しました。与党保守党が世論調査でかなりの劣勢に立たされていることから、労働党が政権を奪取することはほぼ確実とみられており、実際の焦点は、労働党がどの程度多数派となるか、保守党がどの程度議席を失うか、であると見られています。

ある意味では、サプライズの結果となる余地が限られていたことから、今回の選挙の発表に対する市場の反応もやや限定的でした。しかし、仮に労働党が200議席の過半数を獲得して大勝利を収めた場合、スターマー党首が党内の一部のより過激なメンバーをコントロールすることに苦戦するとの見方につながる可能性があり、結果としてやや否定的に受け取られるかもしれないと考えています。「変化」という政策を打ち出したいという願望は、財政面での余裕がないことによって阻害されるかもしれませんが、急いで行動を起こしたいとの焦りによって、そのような財政リスクが簡単に顕在化する可能性があります。

そんな中、先週は英国債利回りが上昇し、他の国債市場をアンダーパフォームしました。4月の英消費者物価指数（CPI）が予想を上振れたことがその背景にあります。昨年 of 公共料金値上げの影響もあり、4月の前年比インフレ率は低下することが広く予想されていました。しかし、サービス価格のインフレ率が5.9%である中、コア価格はイングランド銀行（英中央銀行、BoE）の2%というインフレ目標をはるかに上回る水準となっています。

そのような状況を踏まえれば、6月の金融政策委員会（MPC）でBoEが利下げを決定することは困難であるように思われます。同会合の直前には5月のCPIが発表される予定となっており、総合インフレ率のさらなる低下が見られるかもしれません。しかし、英国のインフレ率はその後、今年後

半に掛けて再び上昇傾向になると予想されます。その場合、2024年中にBoEが利下げを実施できない可能性は十分にあるとみています。

与党の支援となるように、BoEへの政治的な利下げ圧力は日増しに高まっているようです。BoEが量的引き締め（QT）計画の下、損失を実現しながら英国債の売却をしている中、BoEの行動に対する精査の目も厳しくなっており、同行の独立性自体が疑問視されています。

しかし、政治的な目的のために利下げを実施させようとして、そのような独立性を危機に晒せば、投資家が英国資産に大幅なリスク・プレミアムを求めることは間違いないとみられ、政府がそうした道を辿ることは、結果として自滅的な行為となりかねません（これはトランプ氏への忠告でもあるかもしれません）。

また同時に、英国の政治と政策の影響という点では、水道事業を取り巻く危機が高まっていることも注視すべき重要な話題でしょう。民営化されたテムズ・ウォーター社が崩壊の危機に直面している今、国有化もその選択肢となっているようです。労働党政権下では、過去に精算された鉄道セクターのRail trackの事例が、そう遠くない将来に、いかに産業として水道事業を構築し得るのかといううな形になると考えています。

しかし、水道管や新たな貯水池への慢性的な投資不足を国民が認識しており、それによって河川が汚染され、雨が多い地域でありながら、夏に水不足となる見通しに直面している現状を踏まえれば、投資資金のために水道料金を値上げする必要があることは明らかです。水道会社がすでに24-91%の値上げを要求していることから、財政面でのリスクと同様に、インフレにも影響が及ぶことは必至でしょう。

より広範な意味で言えば、政策金利が高く、より長く留まる環境は、低い借り入れコストを利用してレバレッジを高めることに依存してきたビジネス・モデルにとっては、極めて険しい環境となっていることが窺えます。これは、とりわけプライベート資産に当てはまる傾向があり、借入コストの上昇がフリー・キャッシュフローの悪化につながることで、実際に多くのプライベート・エクイティ資産が、大幅な評価減の対象となっているようです。

英国では、ブレイグジットの後にそのような資産の多くがプライベート・エクイティ会社に買い取られてきたため、英国での資産所有者としてPEが目立っている状況です。そのような点を踏まえれば、プライベート資産市場を支持してきた銀行の多くが、利下げ実施を最も声高に主張しているということも一定程度理解できると言えそうです。

その他の市場に目を向けると、クレジット債の高格付けセクターは、はるかに穏やかな状態にあるように見受けられます。5月は比較的巨額の新規発行が見られていますが、今後数カ月間は発行ペースが鈍化すると予想されます。新規発行が多く見られた期間を通じて、それらの新発債は価格面でそれほどの譲歩を提供しておらず、新規発行は概ね容易に消化されてきました。

バリュエーション面ではスプレッドのさらなる縮小余地は限定される地点に近いと見られるものの、ボラティリティが低下する中、現時点ではスプレッドがさらに安定的に縮小する可能性もありそうです。

EM市場では、来週末に南アフリカとメキシコで予定されている選挙を控え、関心が高まっています。短期的には幾らか不確実性が見られたとしても、最終的にはいずれも市場友好的な結果がもたらされるとみています。とは言いながらも、より落ち着いた見方が織り込まれている両国の通貨と比較して、現地通貨建て債利回りには、潜在的な悪いニュースが過剰に織り込まれているとみています。

多くの資産で価格評価の高さが投資余地を狭めている中、EM現地金利は、構造的に割安な資産として際立っていると考えています。その意味で、EM国のインフレ率が低下していく中、同資産クラスにおいてリスクを積み増す機会があるとみており、これらの市場でデューレーションを保有することは、先進国と比較して明らかに投資妙味があるとみています。

今後の見通し

この先一週間を見据えると、経済指標や中央銀行の動きという意味では、注目材料は比較的少なくなります。しかし、今後数日間に亘ってイタリアで行われるG7財務相・中央銀行会議は、数多くのヘッドラインを生み出す可能性があり、その中で言えば、日本の政策当局者が、金融政策や円相場について発言をする可能性もありそうです。日本円は他通貨に対して苦戦が続いており、直近の為替介入も持続的な影響をほとんど残していないように見えるためです。

今のところ、広範な市場環境は概ね良好ですが、金利がより長く高止まりする世界において、痛みが一層感じられる可能性のある領域を注視し続けます。米国の地方銀行や不動産セクターにおいては、依然として脆弱性が燻りますが、目先は金融の安定性に対してそれほどの脅威とはならなさそうです。

その他、米国経済の状況は依然として概ね建設的であり、欧州の経済指標も昨年と比較して2024年には改善しています。しかし、金融政策が抑制的な水準に留まる期間が長くなればなるほど、脆弱性にさらされる可能性は高くなるでしょう。明らかに、多くの企業の事業計画やモデルは、足元の金利水準を前提に構築されておらず、いずれはスキー板の上で前のめりになっていた人々がはつきりとしてくることでしょう。

英国政治に話を戻すと、その結果よりも総選挙のタイミングの方がずっと意外なものと言えそうです。総選挙を発表した際に、（雨に濡れながらも）自分の意見を聞いてもらおうと必死になっていたスナク首相に、幾らか同情せずにはいられませんでした。思わず、「Things can only get wetter (better)」、あとはずぶ濡れに（良く）なっていただけ、というメロディーを思い浮かべてしまいました。同首相は、英国のマクロ経済環境は現状それほど良くないものの、この夏の間にも、事態は容易に悪化しかねないと判断したようです。

選挙活動が始まる前から、保守党内での内紛が始まるとみられることを踏まえれば、スナク氏がすでに Downing 街（首相官邸）での時間を忘れ、休暇で太陽を浴びられる場所に消えようと考えていても不思議ではなさそうです。

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。

(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	フライヘアート戦略	
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