



RBC BlueBay  
Asset Management



## 欧州は修羅場

スポーツの夏が混乱する政治情勢から気を紛らわせてくれるでしょう。

2024年6月14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

- 米国の消費者物価指数（CPI）が比較的穏やかな数字であったことで利下げ期待が再び高まりました。
- 欧州議会選挙では多くの国で右派政党への支持が拡大していることが確認されました。
- メキシコ、南アフリカ、ブラジルでも政治的な進展が市場の大きな変動要因となっています。
- 今後のFRBの利下げへの期待が適切なかを判断するために経済指標を注視する状況が続きます。

米国の消費者物価指数（CPI）が比較的穏やかな数字であったことで、インフレが再度低下傾向となって将来の利下げへの扉が開かれることになるかもしれないとの期待感の中、先週の債券市場の利回りは低下しました。先週行われた米連邦公開市場委員会（FOMC）でのメンバーの政策金利見通し（ドット・プロット）は2024年の金融緩和期待を後退させるもので、今年の下げ見通しについて中央値が3回からわずか1回に変更されました。しかし、パウエル連邦準備制度理事会（FRB）議長の見聞記者会見での発言は、夏にかけての指標が穏やかな状態で続けば、9月に最初の利下げを行う可能性が残っているとの感覚を持たせるものでした。

こうした状況において、FOMCは当面データ重視の姿勢を継続すると見られます。最近の経済指標は強弱の両方が見られ、経済の減速を示すものがあれば、良好な状態が継続していることを示唆するものもあります。しかしながら、当初想定していたよりもずっと高い水準で金利がより長く留

まっていることは、全体的な経済活動にとってこれまでよりも少し重荷になり始めていると考えています。

ここしばらくの間、経済的にはソフト・ランディングに向かっているように見え、このことが株式市場とクレジット債市場を支える状況が続いています。しかし、この前提が崩れなければ、今後金利が大きく低下する可能性も低いだろうと考えています。

そもそも2回連続で良好なインフレ指数が出ただけで、まだインフレ・リスクがなくなった訳ではありません。さらに、経済がリセッションに陥らない限り、1990年代半ばの金融緩和サイクルが一つの目安となり、合計で75bpsを超える利下げはないであろうと考えています。

こうした考えから、2年米国債に対しては比較的前向きな見方を続けていますが、逆イールドの幅を考えれば、それ以上の年限のものにはさほどの投資価値はないと考えています。

さらに、財政緩和と大幅な財政赤字の継続は、投資家が長期債へのターム・プレミアムの上昇を要求することから、やがて長期債利回りへの圧力になっていくだろうと引き続き考えています。

こうしたことから、米国金利での最大の投資機会は当面、金利の方向性への投資ではなく、イールドカーブのステープ化を狙った投資であるとの見方を維持しています。

先々週末、欧州議会選挙において世論調査でおおよそ予想されていたように、多くの国で極右政党への支持の動きが確認されました。どちらかと言えば、ドイツの「ドイツのための選択肢（AfD）」は、一連のスキャンダルで揺さぶられたにも拘わらず16%の得票率で、シオルツ首相の社会民主党を上回って善戦しました。しかしながら、絶対的な得票率は過去の水準からそれ程伸びておらず、AfDが勢い付いているという感覚はそれ程ありません。

その一方で、欧州全体で緑の党は最大の敗者となっており、日々消費者が費用を負う形でネットゼロへの早急な移行を押し進めてきたアジェンダを有権者が明確に拒否したと言えます。気候変動への取り組みというアジェンダに関して欧州の行き先が変わったとは思いませんが、農業従事者といった反対派のグループが当面は優位に立つという状況の中で、目標に向けた進捗は今後もっと緩やかなものになる可能性があるように思います。

しかし、最大の政治的なショックは欧州議会選挙の直接の結果ではなく、この結果を受けてのフランスのマクロン大統領の反応でした。想定よりも3年早くフランス下院議会で解散総選挙を行うという決定に誰もが驚きました。この背景に、ルペン氏の「国民連合」がフランスで31.5%というかなりの得票率を得て、マクロン大統領の政党（「再生」）を圧倒したことがあります。

マクロン大統領の計算では、ルペン氏を止めるべく同盟を再結集して、国民からの委任を再確認し、国民連合の勢いを止めることが出来ると考えているように見えます。もしくは、極右政党が勝利すれば、その政府はひどい状態となり、2027年の大統領選挙でルペン氏を阻止できることをマクロン大統領が期待しているようにも見えます。

しかしながら、これはマクロン大統領の賭けという感じが少しあり、今後数週間でこの行動が報われるかどうかが決まります。EU離脱投票実施を決めた英国のデビッド・キャメロン元首相のような政治家であれば、このような賭けがいかに上手く行かないものか、一言あるのかもしれないとは確かに言えるでしょう。

現実として、マクロン大統領は有権者に目下かなり不人気で、再生への支持率は13.5%です。決選投票においてルペン氏を止めるべく団結するだけの士気があるとマクロン大統領は期待しているのでしょうか。しかし、この期待は甘いかもしれないと考えています。過去は、極右を止める必要があるとの気持ちが国民にありましたが、2024年の今、これを国民がどう感じているかははっきりしません。

さらに、国民連合が勝利し、居心地の悪いコアピタシオン（大統領と首相の政党が異なる状態）となっても、右翼政党がいかに適切な政権運営が出来るかを実演できているジョルジャ・メローニ首相が、アルプス山脈のすぐ向こう側に実例として存在しています。もしそのようになれば、ルペン氏の信用を確固たるものにするだけかもしれません。

いずれにせよ、この動きはフランス資産のリスク・プレミアムを高めることとなり、それが欧州資産全体に影響を及ぼしています。マクロン大統領は欧州統合を強化する方向にむけて主導してきており、マクロン大統領の弱体化はこのアジェンダにも悪影響をもたらします。

結果として、月末の選挙に向かう中でフランス10年国債はドイツ国債に対してスプレッドが70bps近くになっており、ルペン氏と国民連合が勝利すれば、スプレッドは85bps以上になると考えています。財政と政治のリスクからフランス10年国債に対して、しばらく弱気な姿勢を続けてきていますが、引き続きフランスをアンダー・ウェイトにしたいと思います。

先週、ドイツ10年国債に関しては念のために小さなロング・ポジションを取りました。ソブリン債と社債でスプレッド・リスクをネット・ロングにしたポジションの投資家が多くいる状態にあって、ユーロ圏内で質への逃避的な取引が増えています。

日銀の政策会合では、植田総裁は金融政策を限定的に変更し、この結果、日本国債の利回りは前週比で低下しました。国債買入れ削減に関して詳細を7月末まで先延ばす決定から、9月まで0.25%への利上げはないと思います。日銀は金融緩和の解消に非常に慎重な姿勢を続けていますが、このことが円安を強め、インフレ圧力を高めています。

短期的には米国で利下げの期待が再度高まることで、さらに円安が進むリスクは限定されるかもしれませんが、157円を超える円安の中で、今回は為替介入をもたらした160円を再度試す動きにそれほど時間はかからないとみられます。

その他では、政治的な進展が、メキシコ、南アフリカ、ブラジルといったエマージング市場に動きをもたらしています。メキシコでは、ロペス・オブラドール大統領の政策アジェンダ実施への懸念が続き、メキシコ資産への圧力が継続して債券利回りは上昇し、メキシコ・ペソは下落しています。

この時点では、いくらかオーバーシュートしているかもしれないと考えていますが、キャリー・トレードをメキシコで行っていた投資家は多く、損失が増え、ボラティリティが増すに連れて損切りする動きがあります。

ブラジルでは政治家のポピュリスト的な発言が投資家センチメントの重荷になりました。一方で、南アフリカ資産は回復し始めましたが、「アフリカ民族会議（ANC）」と「民主同盟（DA）」を主体とした政府が今後成立する可能性があるとの期待が背景にあります（連立もしくは閣外協力）。

## 今後の見通し

今週については、9月のFRBの利下げへの期待が適切なのか、そうではないのかを判断するために経済指標を注視する状況が続きます。しかしながら、8月にもFOMCは開催され、9月のFOMCまでにはたっぷり時間があり、経済活動からはっきりとした絵が見えてこなければ、利回りの動きは上にも下にも制御された状況になる可能性が高いと考えています。

英国の気候をみても夏が近づいてきており、ニュースも取引も低調になる時期に向かっていきます。しかし、欧州全体で政治は非常に注目を集めたまま、英国とフランスでは選挙が差し迫ってきており、確かに景観が大きく変わるように感じます。

英国以外の欧州が右に動く中で、どれだけ英国が左に向かうかは注目に値します。しかしながら、英国が独自路線を歩むのは何も初めてのことでありません。その間に、サッカーのユ-ロ2024が気を紛らわせてくれることは有り難いことです。

熱狂的なイングランドのサポーターとして、我が覇頂のチームが能力を遺憾なく発揮してくれることを願うばかりです。そして準優勝に終わった前回に続いて決勝に駒を進めるならば、フーリガンが衝突をしたり、Netflixのドキュメンタリーで特集されたりという結末に今度はなりません！ 幸せな夏と良い天気が待っていることを願っています。

## 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 | アライバート戦略 |       |
| 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