



RBC BlueBay
Asset Management

血まみれのフランス

フランスの政治は大変ですが、エムバペ選手の鼻はさらに大変なことになっています。

2024年6月21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

- 米小売売上高の弱含みや経済活動の減速基調を踏まえ、米利下げ期待が高まっています。
- この先のキャッシュレートの道筋に照らして、長期債利回りの水準は低すぎるとの見方を持っています。
- 欧州市場は、フランスの選挙を前に、比較的ボラティリティが高い状態が続きました。
- 目立った政策の変更が見られなかった前週の日銀会合を受けて、日本国債利回りは低下しました。
- 為替市場では、引き続き円に幾らか下押し圧力が掛かりましたが、ユーロは比較的底堅く推移しました。

先週は、ジュンティーンズの祝日を挟み、(暑い)夏の連休を取得している市場参加者も多かったことから、金融市場は比較的静かで、米国債利回りにも大きな変動は見られませんでした。経済指標に関しては、米小売売上高が再びやや弱含みましたが、株式市場は最高値を更新しており、経済活動の減速を踏まえ、今年後半の1回もしくは2回の米利下げが依然として視野に入っています。

そのような見通しは概ね市場の織り込み具合と一致しており、現時点において明確な方向感のある見方は持っていません。しかし、イールド・カーブのスティープ化に関しては引き続き確信を強めてい

ます。この先のキャッシュレートの道筋に照らして、長期債利回りの水準は低すぎるとの見方を持っています。

一方で、日本の農林中央金庫が抱えた巨額損失の例を見れば、銀行にとって逆イールドがいかに痛手となり得るかを物語っており、この先、長期資産への需要が減退する可能性も示唆しています。金利上昇に対するヘッジをしていなかったことが、困難を抱える金融機関の多くに影響をもたらしているテーマとなってきましたが、同時に、逆イールドの状態がデフレを保有することによる伝統的なキャリアを奪ってきたことも事実で、このような状態が続けば、財政赤字によって長期債のさらなる発行増が予想されるのと時を同じくして、長期債への需要は減少を続ける可能性があるでしょう。

欧州市場は、月末に控えたフランスの選挙を前に、比較的ボラティリティが高い状態が続きました。世論調査では引き続き「国民連合（RN）」が支持率でリードしており、左翼政党や社会党の左派連合も支持を伸ばす中、中道政党への支持がしぼんでいます。

各選挙区において最も得票が多い二政党が決選投票に進むこととなりますが、現時点においてマクロン大統領率いる政党はほぼ消滅となる危機に晒されており、多くの選挙区において有権者は極右もしくは極左での選択を迫られることになりそうです。その点に関して、フランスの体制派は金融市場がカオスに陥る恐れがあると喧伝し、恐怖心を煽る作戦で有権者が中道に戻ってくることを期待しているようですが、これが確実な結果に結びつきそうだといった兆候はほとんど見られていません。

引き続き、7月7日の決選投票を経て、RNが議会の最大勢力となることを予想していますが、極左と極右での選択ということを踏まえれば、これが金融市場や民間セクターにとって最も受け入れやすい結果かもしれません。しかし、コアビタシオン（大統領と首相の政党が異なる状態）となった場合、2027年の大統領選を前にRNが成し遂げられる変化には限界があると予想されます。

もちろん、悔し紛れにマクロン大統領がそれ以前に辞任をする可能性もありますが、その可能性は低いとみており、マクロン氏としては、政権を握ったRNが公約の多くを達成することが出来ず、有権者が幻滅し始めることでルペン氏の魅力が失われていくことを期待するものとみています。

米国や日本などの海外投資家がここ最近の政治的イベントをまだ消化中である中、月末の選挙までは、市場のストレスが高止まりする可能性があると考えてきました。しかし、フランス国債の対ドイツ国債スプレッドが80bpsを大きく超えて拡大するようであれば、市場はオーバーシュートしている可能性があり、（フランス国債のショート・ポジションを閉じる、もしくはその他欧州のポジションを積み増すことで）リスクを積み増すことも検討します。

選挙が終われば、市場は夏の終わりに掛けて落ち着きを取り戻すとみています。しかし、フランスのリスク・プレミアムの上昇は全ての欧州資産に対するリスク・プレミアムを高めており、スプレッドが直近で最も縮小していた水準に回帰する可能性は低いとみています。

また、選挙結果に拘わらず、フランスの財政政策は緩和に向かうと予想され、実際にEUは、この先予定されている予算案の精査を踏まえ、フランス（やイタリアなど）が過剰赤字手続き（EDP）の対象となることを発表するとみられます。

こうしたことから、マクロン大統領の予想外の解散総選挙発表の直後に構築したドイツ国債のロング・ポジションについては既に利益を確定しました。実際、この2週間でドイツ国債利回りが低下する中、フランス国債利回りの絶対水準に大きな変化は見られていません。ドイツ国債に対する質への逃避需要が減退する中、欧州金利については全体として中立姿勢を取ることが賢明であると判断しています。

英国債利回りも他の市場と同様の動きとなりました。事前の予想通り、ベース効果によって5月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比2%上昇とイングランド銀行（中央銀行、BoE）の目標に達しましたが、コアサービス価格のインフレ率が6%近くに留まっていることが懸念材料となっています。BoE自身は、英国のインフレに対して我々よりもハト派寄りの見方をしていることから、総選挙後の8月の会合では利下げの余地を探る可能性もありそうです。しかし、インフレ率が年後半に再び上昇するとみられる中、今後数ヶ月間でBoEが緩和できる余地は限られているとみており、英国債については比較的弱気な見方を維持しています。

目立った政策の変更が見られなかった前週の日銀会合を受けて、日本国債利回りは先週低下しました。しかし、7月以降、国債の買い入れ額を大幅に減額すると植田総裁の計画は大幅な転換であるとみえています。

また、日銀がバランスシート拡大と量的緩和の姿勢から、一気に、バランスシート縮小と量的引き締め姿勢に移行する計画をしているといったコメントも興味深く受け止めました。この点に関しては、この先明らかになる詳細に注目しています。

ただし、10年国債利回りが1%を下回る一方、30年国債利回りが2.2%に近づいていることを踏まえれば、10年国債の構造的な割高感是否めません。その意味で、日銀が国債の買い入れ額を縮小し、事実上の価格コントロールを止めれば、10年国債利回りが1.25%を超える水準に上昇する可能性があるかとみえています。

為替市場では、引き続き円に幾らか下押し圧力が掛かりましたが、市場参加者は1米ドル = 160円まで円安が進めば再び介入がある可能性を意識しています。一方、フランスにおける混乱にも拘わらず、ユーロは比較的底堅く推移しました。その一因として、米国経済の減速や成長における米国例外主義の鈍化が挙げられるかもしれません。

しかし、現時点においては、米ドルのバリュエーション自体が、さらなる上昇を抑制する主な要因になっているように見受けられます。米ドルが割高であるとの認識は広がっており、ユーロ圏におけるストレスの高まりにも拘わらず、米ドルの上昇を追うような熱狂はそれほど感じられません。

エマージング市場（EM）では、南アフリカ資産の回復基調が続きました。連立政権が樹立される中、過激派とされる「民族の槍」（MK）や「経済的解放の闘士」（EFF）がこれに加わらなかったことが好感されました。同国では建設的なアジェンダを予想しており、現地国債利回りはこの先数週間でさらに低下するとみえています。ただし、クワズール・ナタール州などでは、ズマ前大統領と自らが率いるMKが不満をかき立てることによる社会的混乱の可能性を注視しています。

また先週は、メキシコ資産にも幾らか安定が戻りました。過去数週間に亘り、メキシコ資産は債券から通貨まで広範に下落していましたが、その流れは一巡し、今後は反発の余地があると期待しています。ブラジルでも、過去数週間は国債利回りの大幅な上昇が見られていましたが、伝統的な政策を支持する中央銀行の姿勢を背景に、今後は利回りが低下に転じると予想しています。

社債市場ではここ数週間、欧州社債が大きくアンダーパフォームしています。しかし、指数レベルでみた欧州社債の国債に対するスプレッドの拡大幅（14bps）は、ドイツ国債対比のスワップ・スプレッドの拡大（10bps、いずれもコメント執筆時点）による影響が大きいと言えます。その点を踏まえれば、社債の価格動向における秩序は比較的保たれており、今月に入ってから多くの資産が単にドイツ国債の利回り低下の勢いに追いついていない状況であると言えるでしょう。

とは言いながらも、フランス資産は大きく出遅れ、金融セクターもこれまでの上昇分を失う格好となっています。欧州金融社債インデックスのスプレッドは今月に入り20bps拡大して136bpsとなっており、今年2月末時点の水準に戻っています。米国では、S&P500種指数が高値を更新し続け、VIX指数も一時13未満に低下する中、社債スプレッドは欧州と比べて落ち着いた動きとなっています。

今後の見通し

この先を見据えると、9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）と政策金利の動向に関してより明確になるまでは、米国債の動きは限定的になると予想しています。経済指標でのサプライズや外的要因がない限り、米国債利回りは安定した動きになるとみています。

一方欧州は、フランスでの選挙に向けてより変動性が高い状態となりそうです。フランスの動向は欧州全土の資産に影を落とし、同国の政治情勢が血まみれのようなひどい有り様（bloody mess）となっていることに不安が募っています。先週初め、サッカーのユ-ロ2024を戦う同国代表のエムバペ選手が、ピッチ上で痛々しくも血まみれとなっていたことも、同国の現状を映し出しているかのようでした。とは言いながらも、フランスの民主主義と比べれば、（エムバペ選手が負った）鼻の骨折という負傷の方が治りやすいと言えるかも知れません。

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。

(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	プライベート戦略	
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