



## 英国の試合は退屈、でもその他の国は見る価値あり

英国対スロベニア戦で居眠りをしていたファンが、先週の市場のムードを物語っていました。

2024年6月28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、大幅な成長鈍化がなければ、短期金利は現在の水準から大きく低下しないと考えています。
- 欧州では、週末のフランス総選挙の第1回投票の行方に市場の注目が集まりました。
- 日本では、市場の注目が円相場へと集まり、円がこれほどまでに安い背景には日銀の金融政策が大きく関係しています。
- 株式市場のボラティリティは低位に留まった一方、社債市場のスプレッドも低ボラティリティによる恩恵を受けており、徐々に夏休みムードへと移行し始めている気配も見られます。

先週は、市場を動かす新たな材料を欠いていたことで、米国債利回りには大きな動きはありませんでした。FF金利先物市場では、9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で最初の利下げが実施されることを70%程度織り込んでいますが、この結果は今後2ヶ月で発表される経済指標次第だとみられます。これを前に、大きく予想外の経済指標がなければ、現在のFF金利先物の価格は概ねフェアであり、従って今後2ヶ月間、イールドカーブの短期ゾーンはレンジ内の取引になると考えています。

一方で、逆イールドの幅を考えれば、長期金利の価格はかなり割高だと引き続き考えています。一般的なことを言えば、イールドカーブは長期間逆イールドになるものではなく、長期金利を持つことによる逆ざや（ネガティブ・キャリー）が、農林中央金庫などの銀行の損失によって、より重要なトピックとなってきています。拡張的な財政計画のために発行が増加しつつあり、このことがイールドカーブをスティープ化させる可能性がある中で、長期資産への需要は低下し始めていると考えています。

さらに中期的に米国のインフレ率は3.0～3.5%くらいで落ち着くと考えており、こうしたことから、経済成長の鈍化がかなり長く続かない限り、短期金利は大きく低下しないとみています。

従って、大西洋の兩岸たる米欧とも10年国債利回りは、現在のキャッシュ金利を100bps以上下回ったところにあり、過大なまでに好材料を織り込んでいるように見え、失望を招く可能性があると考えています。

先週は、カナダでの政策当局者との面談を通じて、米国経済がその他地域と比べていかに力強さを保ってきたかを改めて実感することとなりました。カナダでは、移民の流入が人口を年間3%押し上げており、一人当たりで見ると経済は縮小傾向にあります。一方で、インフラや住宅関連の負荷が社会的緊張につながるとともに、家賃を押し上げていることでインフレ率が中央銀行の目標を上回る水準で高止まりしています。

カナダ銀行（中央銀行）は今月頭に4.75%への利下げを実施しましたが、高い住宅ローン金利の影響が総需要に重石となっていることから、この先数四半期でさらなる利下げが実施されるとみています。

しかし2025年を迎えるにあたって、米金融当局が同じ方向に動いていない限り、カナダの金融当局がどの程度緩和をしたいのかは議論の余地がありそうです。そのような状況を踏まえると、カナダ10年国債利回りは、米国債と比べて、また単体としても、割高な水準にあると見受けられます。

欧州では、週末のフランス総選挙の第1回投票の行方に市場の注目が集まりました。マクロン大統領領らによる「恐怖心を煽る作戦」が有権者の間で奏功している兆しはほとんどありません。さらに先週は、「過激派（極右または極左）の政治」が同国を紛争へと導きかねないと訴える声も聞かれましたが、そのような声はややヒステリックであるように思えます。

その点に関して、イタリアでの極右政権の実績がこの先フランスで想定される状況の前例となる可能性があり、その意味で、国民連合（RN）の勝利は、中道派の一部が訴えているよりも悲惨な状況にはならないかもしれません。

とは言いながらも、（RNの実権を握る）ルペン氏がEUへのフランスの分担拠出金を削減することに前向きで、財政拡張的なポピュリスト的アジェンダを掲げていることから、RNの勝利がボラティリティに拍車を掛けることは間違いないとみられます。結果としてフランス資産におけるリスク・プレミアム（ドイツ国債に対する上乗せ利回り、スプレッド）は維持され、仮にRNが議会最大政党となりながらも議会が分断され、機能不全に陥る状況ではなく、RN単独で議会の過半数を握ることになれば、スプレッド水準はさらに拡大する可能性があるかとみています。

一方、混乱が落ち着けば、今回の一連の出来事のもっと重要なポイントとして言えるのは、全てのシナリオがフランスとより広範なEU全体として財政緩和への道のりにつながるという点であると考えます。これは、成長面では追い風になるかもしれませんが、この先の欧州中央銀行（ECB）の利下げ余地を限定することになるかもしれません。その意味で、フランスの混乱からの質への逃避を予想してドイツ国債を保有し、その恩恵を享受できるのは極めて短期間に留まると言えるかもしれません。

日本では、為替市場で円が米ドルに対して1米ドル＝160円を突破して円安が進んだことで、市場の注目が再び円相場へと集まりました。市場参加者は緊急為替介入への警戒を強めていますが、これまでも述べた通り、当局のそのような動きがもたらす効果は一時的なものに留まるとみています。円がこれほどまでに安い背景には日銀の金融政策が大きく関係しており、7月の会合を控えて、植田総裁や当局者へのプレッシャーは再び高まっているとみています。

同会合においては、日銀が国債買い入れ額の大幅な減額を発表することが既に確実視されており、日本は量的緩和（QE）の時代から量的引き締め（QT）の時代へと突入するとみられています。しかし同時に、ここ最近の為替相場における進展やインフレ動向を踏まえた上で、市場の想定よりもタカ派的な動きとして日銀が政策金利を0.25%に引き上げる可能性もあるかもしれません。

引き続き、日本の金融政策正常化に関しては強い確信を持っており、日本国債利回りはさらに上昇するとみています。日本円については、通貨の割安さ自体はおそらく誰の目から見ても明白でしょう。しかし、金利差が縮小し、円のロングを保有することによるキャリー面で負担が縮小するようになるまで、日銀が政策正常化に本腰を入れて取り組む姿勢がより明確に示される必要があると考えています。

いずれかの時点では円の大幅な反発もあるかもしれませんが、現時点においては、その他の通貨も含めて為替相場におけるボラティリティが驚くほど低位に留まっています。実際、フランスやEUにおけるストレスですらも、足元では対米ドルのユーロ相場にほとんど影響をもたらしておらず、ユーロに対しては中立的な評価を維持しています。

ボラティリティは株式市場でも低位に留まっており、先週はVIX指数が新型コロナのパンデミック（世界的流行）以降での最低水準を付けました。一部ハイテク銘柄の上昇が、一部の株価指数の最高値更新を手伝っています。また、社債市場においても、フランスやその他EU関連銘柄を除いては、スプレッドが低ボラティリティによる恩恵を受けており、徐々に夏休みムードへと移行し始めている気配も見られます。

米国での大統領選を控えたバイデン氏とトランプ氏のTV討論会は、米有権者の意見に大きな転換をもたらすものではないでしょう。両候補者に対する見方は既に有権者の間でかなり確立しているように見受けられます。支持率ではトランプ氏がリードしていると見られてはいるものの、大統領の座を争うレースは引き続き僅差となっています。しかし最終的には、11月の投票での激戦州における結果がこれを左右することになるでしょう。

## 今後の見通し

この先を見据えると、今週はフランスにおける政治ドラマの進展によって、米国よりも欧州市場の変動性が高まることが予想されます。一方、英国も7月4日に総選挙の投票を控えていますが、こちらは結果が既に確実視されているためか、国民の間にそれほどの興奮は見られません。まるで、観戦中に思わず眠りに陥ってしまう人もいるような、サッカーのイングランド代表のここ最近のパフォーマンスのようです。

## 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	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