



高齢の不安

時間はバイデン氏の味方にはなってくれないようです。

2024年7月5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

- 米国の経済活動が継続的に弱含んでいる兆しはイールドカーブの短期ゾーンの支えとなっています。
- 疑念を抱く観衆に対して、バイデン氏が自らの能力を示すプレッシャーは間違いなく強まっています。
- 英国総選挙での労働党の大勝は長きに亘って確実視されていました。唯一の不確実性は、保守党の将来を巡るものであったと言えるでしょう。
- 欧州では、政治的リスクを抑えきれず、政権がマヒ状態になる可能性がある中、市場の注目がフランスに集中しました。

先週の初めは、米大統領選の候補者討論会を受けたバイデン氏の支持率低下懸念を背景に、米長期債利回りが上昇しました。討論会を受けて、投資家はトランプ氏勝利と共和党の上下両院の勝利を80%超の確率で織り込む展開となりました。

トランプ氏が追加減税策を示唆していることから、そのような結果は財政拡張的となります。そのような展開が視野に入ると、米債務問題によって投資家が長期資産を保有する際に求めるリスク・プレミアムが高まるとの懸念から、米国債のイールドカーブはベア・スティープ化しました。

一方、米国の経済活動が継続的に弱含んでいる兆しはイールドカーブの短期ゾーンの支えとなっており、市場は70%程度の確率で9月に最初の利下げが実施される可能性を織り込んでいます。その点に関して言えば、事業者信頼感調査では需要の減速が示唆されているほか、労働市場に関する多くの指標も幾らか弱含んでいます。

先週金曜日に発表された雇用統計も通常通り注目の的となりました。現時点では、経済指標においてリセッションの進展を示す証拠はそれほど見られていません。したがって、経済活動の緩やかな減速は、結果としてそれほど多くの悪影響をもたらすことなく、利下げへの道を開くとの見方がリスク資産の支えとなっているようです。

今週発表される米消費者物価指数（CPI）も、この先の金融政策を見極める上で極めて重要となるでしょう。その点で、市場は6月のCPIが前年同月比3.1%増に低下すると予想しており、そのような見立てが正確であれば、米連邦公開市場委員会（FOMC）にとって歓迎すべき材料となるでしょう。しかし、9月のFOMCの前に、7月及び8月と、まだ2回のCPIの発表があります。

さらに、ここ最近のCPIの低下基調は7-9月期に止まり、米インフレ率は3%近辺に留まる可能性があるかとみています。したがって、仮に経済活動を示す指標がさらに幾らか弱含めば、9月の利下げ開始の可能性はあるものの、それは既定路線ではないと言えるでしょう。

そのような点を踏まえ、市場が70%程度の確率で9月の利下げ開始を織り込んでいることは概ね適切であるとみています。目先、この確率が80%を超えて大きく上昇したり、60%を大きく下回れば驚きです。したがって、市場が夏休み期間に突入して静かになる中で、イールド・カーブの短期ゾーンの動きは幾らか抑制され、経済指標に大きなサプライズがない限り、変動幅は限られるとみています。

一方、日増しに崖っぷちに近づく民主党内からも、バイデン氏が大統領選出馬を断念するよう求めるプレッシャーが強まる中、過去数日間では、バイデン氏自身が大統領レースからの撤退を検討しているとの憶測が出ては消えてを繰り返す状況となりました。バイデン氏は大統領候補者を選ぶ民主党の予備選で圧勝していることから、彼自身が自らの意思で撤退を申し出ない限り、民主党がこの先の党大会においてバイデン氏を候補者の座から降ろすことは難しいでしょう。

疑念を抱く観衆に対して、バイデン氏が自らの能力を示すプレッシャーは間違いなく強まっており、最終的にバイデン氏自身が耐えきれなくなるまで、そのようなプレッシャーが強まる可能性も十分に考えられます。疑う余地のない事実として、80代まで生きられるラッキーな人たちはみな、精神的なシャープさや正確さがいずれかの時点から低下していくことを実感することでしょう。またその低下スピードも、人によって異なるでしょう。時間を戻し、若返ることは出来ない中、さらにこの先4年間に亘って国の最高責任者を務める人として、バイデン氏は単純にフィットしていないとの有権者の認識を覆すことは、日増しに難しくなっているように見受けられます。

仮にバイデン氏が撤退すれば、民主党にとってカマラ・ハリス副大統領が最も検討しやすい選択肢となるでしょう。ただし、ワシントンDCで広がる一般的な認識として、ハリス氏的能力に対しては疑問符がついており、民主党が一致団結して信頼出来る代替的な候補者を一本化出来るかどうかを巡っては疑問の余地があります。

しかし、トランプ氏が再び大統領の座に就くことに対する本能的な不安から、死に物狂いの民主党が自らの意見の違いを一旦脇に置くことを迫られる可能性もあり、11月までまだ時間があることから、状況は変化するかもしれません。そのような点を踏まえれば、ここ最近の進展は実際にはトランプ氏の勝利と米共和党の圧勝の可能性を低下させていると言えるかも知れません。その意味で、トランプ氏自身も、バイデン氏に代わる候補者がレースを再び振り出しに戻す可能性があることを認識し、既に弱くなっているバイデン氏に追い打ちを掛けることを避けているように見受けられます。

そのような動向を受け、先週初めにベア・スティーブ化していた米イールドカーブは、週後半に掛けて反対の動きを見せました。しかし、中期的に見れば、イールドカーブのスティーブ化に備えたポジションを取ることが適切であると考えています。同様に、マイナス金利政策の長期化は理にかなわないとの見方を維持してきたように、イールドカーブが長きに亘って逆イールド化した状態は異常であると考えてきました。

米2年国債と30年国債のイールドカーブが逆イールド化してから既に2年が経とうとしており、この先さらに長期に亘ってそのような状態が続くことはないとの見方に自信を持っています。この先12ヶ月間での金融緩和は緩やかなものになると予想しているものの、水面下で財政懸念が燻り続ける中、長期債利回りにはさらなる上昇圧力が掛かるとみえています。

また、債券投資家がデフレーションを保有する際のネガティブ・キャリーにあえぐ中、長期債を保有する意欲は減退する一方で、長期債の発行は引き続き増加が見込まれることも重石になるとみえています。

そんな中欧州では、市場の注目がフランスに集中しました。7月7日に実施される決選投票において、国民連合（RN）は、国民議会最大勢力とはなるものの、単独で過半数を達成する可能性は低下したと見られています。マクロン大統領は、「防疫線（コルドンサニテール）」がルペン氏の権力への道を阻止したことに満足するかも知れません。

とは言え、これは極めてむなしい勝利であると言え、投資家が2027年の大統領選を見据える中、ルペン氏及び（同氏が実権を握る）RNは今回の選挙を通じて基盤をより強固なものにしたと見受けられます。さらに、政党間で一部対立もある連立となることから政権はマヒ状態になるとみられ、与党連合にとっては支えとなるか不透明です。その結果、即座に離脱者が出たり、政権が崩壊したりといった状況につながり兼ねません。

その場合マクロン氏は、政治の機能不全をもたらした突発的な解散総選挙を非難されることになるでしょう。フランスの選挙システムでは、12ヶ月以内に再び選挙を実施することは認められておらず、現時点で議論の余地はそれほどないかもしれません。しかし、今回の一件で瓶から魔神を出してしまった（取り返しのつかない状況を招いてしまった）ような実感があり、フランスの政治的リスクは抑えきれなくなり、この先早期には払拭されない可能性があるかとみえています。

短期的には、RNが政権を奪取しなかったことによる安心感から、フランスのショート・ポジションを一部カバーする取引が予想されます。ただし、それによってフランス国債のドイツ国債に対するスプレッドが、直近最も拡大した80bpsから65bpsまで縮小すれば、その先のさらなる縮小は見込みづらいとみえています。50bps近辺の縮小した水準まで回帰する可能性は低いとみており、週末の決選投票後に投資家がヘッジ・ポジションを解消してフランス資産が上昇することがあれば、フランス資産を売却する好機になると予想しています。

中期的に見れば、フランスのスプレッドがスペインよりも拡大した水準で取引される可能性も十分にあるとみており、「欧州周辺国」を再定義する必要性、もしくはその概念自体が妥当であるかどうかを問いかけるきっかけとなるかもしれません。より長期で見れば、誤った政治と政策のミックスと、現状の軌道を踏まえれば、フランスがイタリアと同等の水準で取引されても不思議ではないとみえています。フランスの財政及び政治的リスクは過小評価されがちであるとともに、もともとはフランスの方が強固な位置にいたことに疑いの余地はありません。しかし、欧州の中核としてのフランスの立ち位置を、当然のこととみなすべきではないでしょう。

フランスとは対照的に、英国の総選挙に同様の興奮はほとんど見られませんでした。スターマー氏率いる労働党の大勝は長きに亘って確実視されてきました。唯一の不確実性は、保守党の将来を巡るものであったと言えるでしょう。この先短期的には、スターマー氏がいわゆる「ハネムーン期」を享受するかもしれません。サッカーのユーロ2024でイングランド代表のエンジンに火がつき、優勝することがあれば、この夏は活気あるものにすらなり得るかもしれません！

英国のCPIが当局の目標近辺にある中、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は8月に利下げを実施する可能性があるでしょう。しかし、英国に対する楽観的な見方は短命に終わるとみえています。財政懸念は最終的に労働党への批判につながり兼ねず、自ら掲げたアジェンダが失敗に終わり、同党に投票した有権者の期待を裏切るかもしれません。

そんな中、インフレ率は秋にかけて再び上昇に向かい、年末に掛けては前年比4%の水準に逆戻りすることで、BoEが現状市場に織り込まれている利下げ回数を実施出来る余地が狭まるとみえています。ただし、英国債のショート・ポジションについては先週解消しました（英ポンドのショート・ポジションについては解散総選挙の発表後に既に閉じていました）。目先は楽観的な見方が英国資産をやや押し上げる可能性があり、今後より魅力的なエントリー・レベルで英国債のショート・ポジションを再構築できるタイミングがあると予想しています。

その他、欧州社債市場はフランス国債につられた動きとなりました。エマージング市場（EM）では、メキシコ及びブラジルの現地金利及び通貨の反発基調が続きました。

日本では、円安が進行する中で国債利回りの上昇が続きました。月末に控えた日銀の会合はこの先の市場の注目の的になるとみられ、現時点では、既に発表された国債買い入れ額の減額と同時に利上げが実施される可能性が金融市場に過小評価されているとみています。そのような日銀の動きがあれば、日本の金融政策の方向性がより大幅に転換されることを意味します。その意味では、この1年超に亘ってかなりの下落圧力を経験した円相場にとっても転換点が訪れるかもしれません。

今後の見通し

今週は経済指標や政治的な駆け引きなど、多くの注目材料が控えています。その後は市場がやや静かとなる夏休み期間が控えていますが、マクロ経済面では多くの不確実性があり、価格動向が大きく左右される可能性があるでしょう。

バイデン氏の討論会での姿に話を戻せば、米民主党が自ら今日の状況を招くに至ったという事実に対するショックを拭えません。結局のところ、もう長い間、彼が大統領として二期目を遂行できない、もしくは完結出来ない可能性もあることは明確であったように思えます。

世論調査では、民主党のその他候補者がいずれもトランプ氏に対して、バイデン氏よりも善戦することは困難であることが示されていたかも知れません。しかし、バイデン氏の全ての問題は、時間が彼の敵であるということです。今回の大統領選において彼が致命的な傷を負ってしまいそうなことが明確となる中、彼自身が潔く辞退することを、彼の周りにいるアドバイザーが薦めることを願ってやみません。

反対に、バイデン氏が自らの活力を示すために奮闘することは十分に想定される戦略ですが、それも裏目に出そうです。一方で、仮に誰か若い世代の人が大統領レースに参加することになれば（もしハリス氏が候補となっても、副大統領候補が高齢のサンダース氏とならないことを前提として）、スポットライトは今度はトランプ氏に当たることになるかもしれません。結局のところ、バイデン氏は自分を「spring chicken（若者）」のように見せていますが、絶対にそんなことはありません！

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	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