



流行りの色はオレンジ？ 少なくともイングランドはオランダを撃破！

日焼けの季節です…

2024年7月12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）は引き続き、物価の伸びが目標に向けて順調に低下しつつあるとの見解に概ね満足していることでしょう。
- 9月の利下げが最も可能性の高い結果であるように見受けられるものの、決して既定路線ではないと考えています。
- フランス総選挙の決選投票は、予想外の結果をもたらし、左派と中道連合は極右に権力を握らせませんでした。
- 概して言えば、欧州全体で財政政策は拡張的となることを予想しています。
- 英国は、労働党政権の下でやや安定期に突入しようとしているように見受けられます。

先週の金融市場では、6月の米総合CPI及びコアCPIがそれぞれ前年同月比3.0%及び3.3%増となる中、米国債利回りが低下しました。広範に言えば、米連邦準備制度理事会（FRB）は引き続き、物価の伸びが目標に向けて順調に低下しつつあるとの見解に概ね満足していることでしょう。

とは言いながらも、今月のFOMCはそれほど材料視されるイベントにはならず、9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）において、FRBが政策スタンスを緩和し始めるかどうかについて、より市場

の注目が集まるとみえています。先物市場では同会合における利下げがほぼ織り込まれている状況ですが、同会合までには依然として2回のCPI発表が控えていることは念頭に置くべきでしょう。

7-9月期のCPIにおけるベース効果を考慮すると、この先2か月間、及び9月のCPIがさらに大きく低下する可能性は低いとみえています。米インフレ率は、パウエルFRB議長らが望むよりも高い水準に留まるとみえています。

しかし、金融政策のタイムラグを考慮すれば、広範な経済指標は経済活動が幾らか鈍化しつつある兆しを示す中、9月の利下げが最も可能性の高い結果であるように見受けられます。とは言いながらも、インフレが上振れして落胆を誘うようなリスクを踏まえれば、9月の利下げは決して既定路線ではないと考えており、過去1年間を振り返ると、市場は利下げ期待を過度に先走って織り込む傾向にあったことも思い起こされます。

9月以降を見据えると、その後12か月間については、市場が織り込む金融緩和度合いはやや過剰であるとみえています。さらなる財政緩和が経済活動を下支えするとみえているためです。巨額の財政赤字にも拘わらず、債券市場がターム・プレミアムのさらなる上乗せを求めない限りは、財政緊縮が実現する可能性は低いとみえています。

来年に関する現時点でのFRBのベース予想が、以前の（一時的な）減税が自動的に更新されず、財政が引き締められるとなっていることを考えれば、これが見直されるとFRBの今後の政策軌道に影響をもたらす可能性があるかとみえています。

そのような点を踏まえれば、今の時点で現実的と見られているように米経済がリセッションを回避すれば、今サイクルにおける米政策金利のターミナル・レートは4%よりも高い水準となり、インフレ率も3%近辺に留まる可能性があるでしょう。結果として、最初の利下げを背景に米国債利回りが大きく低下することがあれば、ショート・ポジションを再構築する好機となる可能性があるかとみえています。しかし現時点においては、唯一確信を持った投資アイデアとして、マイルド・カーブのスティープ化を狙ったポジションを維持しています。

前週末のフランス総選挙の決選投票では、左派連合の「新人民戦線（NFP）」が国民議会の188議席を獲得して勝利する、予想外の結果をもたらしました。ただしルペン氏が実質的に率いる「国民連合（RN）」も、単一政党としては最多の議席を獲得し、得票率は37%と、NFPの26%を大きく上回りました。しかし、極右に権力を握らせないための「戦略的投票（タクティカル・ボートイング）」によって、RNが獲得を目指した絶対過半数には全く届きませんでした。

実際、RNが獲得した142議席は、マクロン大統領率いる中道連合が最終的に獲得した161議席にも及びませんでした。ただし、中道派にとって、「防疫線（コルドンサニテール）」がRNの成功を阻止したとの満足感は今もあったとしても、極左による財政及び社会政策の大半が、極右の掲げるそれらと同様に害をもたらす可能性があるとの認識が広がるにつれ、この先縮小するかもしれません。

今後を見据えると、フランスは議会が「機能不全」の状態が続きそうです。より穏健な左派政党も、自らの広範な支持基盤からの不満を恐れ、中道と連立を組むことを避けると見られ、連立政権樹立に向けた進展は陰いものとなりそうです。

したがって、最も可能性が高いのは少数与党が誕生することですが、そのような方向性が明確になるまでにもあと数週間かかる可能性があるでしょう。8月はフランスの政治に大きな進展が見込まれないほか、パリはオリンピック開催に注力する期間となるでしょう。ただし、秋には予算を起案する必要があるため、9月までには連立政権の行方を巡って結論が出される必要があります。国民議会の再選挙は今後12か月間は不可能で、テクノクラートによる内閣が発足する議論もあるとは言え、これまでにそのような合意に至った国では、いずれも結論が出るまでに混乱とストレス期間が一定程度続いたことも事実です。

総じて言えば、政治的麻痺は現時点におけるスプレッドの動きを抑制する可能性があるでしょう。仏大統領選は2027年とまだ先で、3週間でも政治情勢が大きく変化中、ましてや3年間もあれば何が起きるかわかりません。

とは言いながらも、フランスの政治情勢は、マクロン大統領が解散総選挙を発表した1ヶ月前と比べれば幾らか悪化しているとみています。マクロン氏の求心力は大きく低下し、支持は引き続き極右へと動いています。そして、極左のメランション氏などが非現実的な要求をする一方で、仮にルペン氏が（イタリアの）メローニ首相の例を実践して、幾らかリーゾナブルな言動を続ければ、尚更でしょう。

したがって、フランス国債のドイツ国債に対するスプレッドのフロアは60bps程度であると考えており、フランス資産が上昇することがあれば、相対的にショート・ポジションを積み増す好機になると考えています。明らかに、この先フランス国債はスペイン国債よりもワイドなスプレッドで取引される可能性があるとみており、これまでの「欧州周辺国」や「欧州セミコア国」の定義はもはや時代遅れであると言えるでしょう。

より長期の目線で見れば、フランスにとって好ましくない状況は、EU全体にとっても好ましくないと言えるかもしれません。しかし短期的には、フランス政治が機能不全の状態となれば、夏場に掛けてポラリティが低下する可能性があるでしょう。

そのような点から、投資家がある種、夏のキャリー相場に備えたポジションを取っても不思議ではないでしょう。概して言えば、欧州全体で財政政策は拡張的となり、結果として国債供給が過多となることは、国債の担保価値（コラテラル）が他の資産対比で安くなることにつながり、社債スプレッドのアウトパフォーム傾向が維持されることにもつながるとみています。

欧州中央銀行（ECB）は、今月の会合で政策金利を据え置いたのち、9月に追加利下げを実施すると予想されています。ただし、この先数か月間のインフレの低下幅及び利下げ幅については、広範な財政と成長見通しに左右されるかもしれません。したがって、政策金利の水準を100bps超下回っているドイツ10年国債利回りについては、絶対的にはそれほど投資妙味がないとみており、より相対的な投資機会の方が多くなると考えています。

欧州の状況と比較して、ドーバー海峡を渡った英国は、スターマー政権の下でやや安定期に突入しようとしているように見受けられます。労働党のスターマー党首は、総選挙時のマニフェストに沿った内容の政策における優先事項を示し始めました。それらのアジェンダのどの程度が実行に至るか、そして同政権の「ハネムーン期」がどの程度長く続くかのは興味深いでしょう。しかし短期的には、有権者や市場参加者が大目に見る姿勢を取ったとしてもそれほど不思議ではありません。

今週発表される英CPIが市場予想を上回るようなことがあれば、8月の利下げに向けた道筋に狂いが生じる可能性があります。しかし、7-9月期後半に掛けてはインフレ率についてより慎重にみており、仮にBoEが8月に利下げを決定した場合、それが今年実施できる唯一の利下げになる可能性もあるとみています。

日本では、円安圧力が高まる中で政府・日銀が再び通貨下支えのための介入を実施したとみられます。ただし、介入が為替レートに与える影響は一時的なものとなりがちであることから、市場の注目は月末の日銀会合に向かうとみています。今月の会合では、日銀が四半期ごとの見通しを公表する予定であり、モデルにおいて円安の加速が反映されると見られる中、これまでの日銀の予測にはさらなる上振れリスクが高まるとみています。

日本の政策当局内の議論は転換し始めていると感じています。植田総裁は就任以来、緩やかなペースでの行動に徹し、政策的にもハト派であると見られてきました。しかし、いずれかの時点において、同氏はそのような市場の見方を修正したいと考えていることでしょう。その意味で、国債買入れ額減額計画の発表に加え、政策金利を0.25%に引き上げることは、より大幅な政策転換を示唆することになり、利回りは上昇し、円も上昇に向かうとみています。

現時点では、リスク・リターン観点から最も魅力的な取引は日本金利のショートであると考えています。しかし、ひとたび政策シフトが始まれば、日本のリフレ見通しを反映させる上で、通貨円がより興味深い投資ツールをなり得るでしょう。日銀が過去1年間に亘って利回りの上昇を許容することに慎重であった背景の一部は、長期に亘ったイールドカーブ・コントロールから手を引くことによる、無秩序的な市場の動きに対する警戒感であったと言えるでしょう。

しかし、日本国債のイールドカーブは順イールドであることから、利回りが適切に上昇に向かえば、国内資産については資産配分からの資金流入が見込まれます。その意味で、日本10年国債利回りがこの先数か月間で1.25%を突破して上昇することは予想しているものの、2024年末までに同水準が1.50%を突破する可能性はやや低いとみています。

その他市場に目を向けると、為替相場は引き続き概ね穏やかな動きとなりましたが、CPIの発表を受けて米ドルが弱含みました。また、フランスにおける混乱が最も報じられていた最中に、米ドルの上昇が抑制されていたことは特筆すべきでしょう。その結果、米ドルは先週もやや下落する結果となりました。しかし、過去1、2年間で見れば多くの投資家が為替市場から超過収益を獲得することに苦戦したと見られることから、市場全体で見ると、現時点で多くの為替リスクを取る意欲はないように見受けられます。

足元では、6月に見られた個別要因による通貨の下落を踏まえ、エマージング市場（EM）通貨のロング・ポジションを取っているため、米ドルに対してはやや弱気なポジションに傾いています。先月の下落によって多くの既存ポジションが解消を迫られたメキシコやブラジル通貨は、下落後の反発基調を維持しています。一般的には、夏場に市場ボラティリティが低下する局面において、キャリー通貨やEM現地金利が資産クラスとして選好される傾向にあります。

今後の見通し

米雇用統計及び消費者物価指数（CPI）の発表が終わり、今月末までは市場で重要視される米経済指標の発表はなさそうで、市場参加者の注目は月末の米連邦公開市場委員会（FOMC）へと移るでしょう。とはいえながらも、政策面で言えば今回の会合はほぼ無風に終わるとみており、より注目を集めるのは9月の会合になるとみています。

11月の大統領選を前に、9月はFRBが金融緩和に動く最後のチャンスになるでしょう。これまでも述べた通り、経済指標が許す限り、パウエル氏は最初の利下げを実施することを望んでいるとみられます。したがって、引き続き経済活動が減速の兆しを示し、CPIが予想を上回るサプライズがなければ、9月の利下げを織り込んでいる現状の金融市場は概ね適切であるとみています。

その他では、今のところは、バイデン氏が大統領選の立候補に対する固い意志を維持しているようです。実際、こここのところバイデン氏は、見た目でより若い印象を与えるためか、トランプ氏に倣って日焼けサロンに通っているかのような肌色になっています。もちろん、大好きなTangoのオレンジ炭酸飲料を飲み過ぎてしまっただけかもしれませんが……。しかし、ホワイトハウスを巡る戦いが、日増しに明るいオレンジ色を競うことになっていることに少しシュールな感じがします。実際のところ、オレンジは今年の流行の色であるようですが、イングランドのサッカーチームがその影響を受けずに、（オレンジのユニフォームの）オランダに打ち勝ったことは誇らしく思っています。

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	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