



RBC BlueBay
Asset Management



ぼろぼろであざだらけでも、より良い状態

市場は回復しており、8月初めの状況と比べるとより良い状態にはなっているようです。

2024年8月16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

- 先週も、円キャリー取引の解消や雇用統計の弱含みを背景としたボラティリティの高まりからの回復基調が続きました。
- 市場は混乱前と比べるとより良い状態にはなっているようです。
- 米国のマクロ経済指標は経済のソフト・ランディングというテーマに概ね整合的な内容となっており、米連邦公開市場委員会（FOMC）が9月に25bpsの利下げを実施する方向性は明確であるとみています。
- 欧州市場は比較的静かな動きとなっている一方、英国では、労働党新政権が待ち望んだ内容の経済指標が見られました。

先週のグローバル市場では、月初めに見られたボラティリティの高まりからの回復基調が続きました。月初めには、債券利回り的大幅な低下や株価の急落が見られ、VIX指数もコロナ危機以降の最高水準を付けていました。

価格動向の大半は、ヘッジファンドやCTAなどの投機筋によるポジション解消によるものと見られ、数週間前と比較してそれらのポジションはかなり軽くなったように見受けられます。

その一例が日本円のポジションで、人気のあったキャリー取引が大幅に巻き戻される中、円は急反発しました。結果として、投資家が取得しているリスク量という意味では、数週間前と比較して少なくなっていると言えるでしょう。

その意味で、市場はぼろぼろで、あざだらけの様相を呈していますが、混乱前と比べるとより良い状態にはなっているようです。

9月に入って社債の新規発行が増加するまでは、今後数週間ではリスク資産のさらなる回復が見込まれると考えています。

そんな中、マクロ経済指標は経済のソフト・ランディングというテーマに概ね整合的な内容となっています。

アトランタ連銀GDPナウで見た7-9月期の米経済成長率は2.9%と比較的堅調で、7月の小売売上高も底堅い消費活動を示しました。

労働市場の急減速に関連した懸念も、前月末にハリケーンの影響で増加していた新規失業保険申請件数が直近2週間で減少していることによって幾らか和らいでいます。

その他、先週発表された消費者物価指数（CPI）では基調的な物価圧力がさらに緩和していることが示されました。6月に前月比わずか0.1%増であったコア価格は、7月も同0.2%増に留まりました。

ただしインフレ率は依然として米連邦準備制度理事会（FRB）の目標である2%を上回っており、この先、物価は粘り強さを維持する可能性があるとの見方を変えていません。

過去数ヶ月間の指標には、中古車価格の低下などの一時的な要因が寄与していたことを踏まえれば、尚更です。

とは言いながらも、依然として注視すべき経済指標の発表は残されてはいるものの、米連邦公開市場委員会（FOMC）が9月に25bpsの利下げを実施する方向性は明確であるとみています。

金融市場はFRBの金融緩和を先行して織り込みがちであり、実際に足元では今年末までに100bps、来年の今の時期までにさらに100bps程度の利下げが織り込まれていますが、このような織り込みは過剰であるとの見方を維持しています。

仮に成長が大幅に減速した場合には、FRBが大幅な利下げを実施するとみられ、そのようなシナリオも、可能性としてはあるでしょう。

しかし短期的には、米国経済はモメンタムを維持することが出来、結果として政策金利はより穏やかな利下げ軌道を辿ると予想しています。

さらに、米財政政策も緩和的な状態が続くとみています。現状のFRBの予測は、これまでの減税策が延長されないことを前提としたベースケースの評価に基づいており、2025年には財政政策が引き締められることを想定していますが、その逆の展開になる可能性の方が高いと考えています。

米国の債券資産の価格評価を精査する上では、スワップ金利の水準に着目することも有益でしょう。その点で言えば、ここ数ヶ月間でスワップ金利は国債を大きくアウトパフォームしており、10年のスワップ金利は国債金利を40bps程度下回る、3.4%程度となっているほか、30年のスワップ金利も30年国債を80bps下回る、3.3%に留まっています。

これらは一際目を引く水準であるとともに、多くの側面から「奇妙（weird）」に見受けられても不思議ではありません。このようにスワップ・スプレッドがマイナスとなっている背景としては、構造的な国債の供給過多に加え、市場参加者の目から見た米国債の信用力悪化が示唆されている可能性もありそうです。

しかし、仮にこれが信用に関連した話のみであれば、米国のCDSスプレッドの水準にも現れて然りかと思われませんが、同水準は落ち着いています。したがって、現時点でスワップ・スプレッドは過度な

水準にあるとみており、その反転を見越したポジションに投資機会があるとみていますが、財政関連の話題に変化が見られない限りはまだ、ポジションを構築するには早すぎるとみています。

またここで同様に着目したい点として、長期のスワップ金利には、既にFOMCのドットチャートが示す利下げの終着点である2.75%までの利下げが完全に織り込まれているように見受けられる点です。

2010年代に見られた光景とは異なり、この先数年間はインフレ率が2%目標を上回って高止まりする可能性が高い中、そのような政策金利の水準は低すぎるとみています。

さらに、市場が既にそのようなインフレ及び政策金利の将来的な軌道を織り込んでいる中、仮にインフレ率が想定よりも粘り強く、利下げに時間が掛かった場合には市場が落胆する余地が大きく残っているとみています。

そのような点を踏まえれば、債券資産の価格評価は年限を問わずそれほど魅力的な水準とは言えず、金利デレージョンのショート・バイアスを維持しています。

欧州市場は比較的静かな動きとなっており、多くの人々がビーチで夏を満喫していると見られる中、今後数週間でも特段目新しい材料は予想されません。

英国では、GDP成長が事前の市場予想の上限に近い水準となったほか、インフレ率も予想をやや下回るなど、労働党新政権が待ち望んだ内容の経済指標が見られました。ただし、英国のインフレ率は、過去数ヶ月間の指標を押し下げていたベース効果の影響が剥落することで、この先数ヶ月間は上昇に向かうと予想しています。

したがって、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が年末までに追加利下げを実施出来るかどうかについては懐疑的にみています。ただし、先週の経済指標の内容自体は、今月初めの利下げが政策ミスであったと判断されるリスクを低減したと言えるでしょう。

その他の市場に目を向けると、ニュージーランドでは、ニュージーランド準備銀行（中央銀行）が今サイクルで初となる利下げを決定しました。同国経済が弱含んでいることを踏まえ、さらなる利下げが予想されています。

一方で、タスマン海の反対側に位置するオーストラリアの経済状況は相対的に極めて堅調であり、結果として豪ドルがNZドルをアウトパフォームしています。

その他の為替相場では、先週初めには一時1ユーロ = 1.10米ドルを突破していましたが、米経済指標の底堅さを背景に米ドルがユーロに対して反発しました。

今後の見通し

全般的に言えば、先週は幾つか重要な経済指標の発表はあったものの、市場の動きは幾分静かでした。この先数週間は、経済指標という点でも材料に乏しくなることから、実際には夏休みが始まるとともに予想されていたような夏の閑散期のような市場となりそうです。

投資家の注目は、毎年8月末に開催されるジャクソンホールでの金融政策会合に移るでしょう。ただし現時点において、同会合で明確な政策ガイダンスが与えられる可能性は低いとみており、政策面では9月のFOMCが重要なイベントになるとみています。

政治面に関しては今後もボラティリティが予想され、その点で言えば、米大統領選に向けてハリス氏がその勢いを維持していることを興味深く見守っています。賭けサイトでは、既に同氏が11月の大統領選で勝利する確率が最も高いとされているようです。

しかし、ハリス氏にとって、今はまだある種のハネムーン期にあるようにも見受けられ、その魅力が今後数週間で薄れていく可能性もあるでしょう。

実際のところ、大統領を巡る争いは現時点でかなり僅差であり、予測は不可能に思えます。しかし足元では、トランプ氏がハリス氏への攻撃でもがいているようにも見受けられ、その発言も日増しにとりとめのないものとなり、苛立ちが露わになっています。

金融市場は、ぼろぼろで、あざだらけになりながらも、試練の数週間を経て状態はむしろ若返ったように良くなっていますが、同じことはトランプ氏には当てはまらないようです。

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