



繰り返される月初めのブルー

先週はリサーチ目的で中東を訪れました。

2024年9月6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

- 労働市場がパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長に注視されている中、ISM製造業雇用指数などを見ると、米労働需要の急減速を警戒する理由はほとんどないように見受けられます。
- 先週はエヌビディアの株価下落を背景に株式市場が大きく揺さぶられる展開となり、株価のさらなる下落は、今後政治家の関心を引くことになるかもしれません。
- 欧州では政治に再び注目が集まり、既成政党の間では過激派政党に対する警戒感が強まっています。
- この先も、注目すべきイベントが多く控えていますが、現時点においては、目先の米リセッション入りのリスクが過剰に意識されているとの見方を維持しています。

9月初めも、金融市場では8月初旬を想起させるような価格動向が見られ、債券利回りが低下し、リスク資産にプレッシャーが掛かる展開となりました。経済指標の悪化基調をその要因として挙げる市場参加者も多い中、過度にそのような見方に傾倒することにはややリスクが伴うとみています。

先週発表された米労働市場関連の指標では、米労働省雇用動態調査（JOLTS）において求人件数が減少したことが示されました。ただし、今回発表されたデータには、7月分の統計も含まれ

ていることを留意すべきでしょう。7月は、ハリケーン関連の影響も一部あって、その他の米労働関連指標も弱含んだ傾向があるためです。一方で、同じく先週発表され、よりフォワード・ルッキングな指標と言われるISM製造業雇用指数などを見ると、米労働需要の急減速を警戒する理由はほとんど見当たらないように見受けられ、週次の失業保険申請件数なども比較的健全な内容でした。

しかし、とりわけ労働市場がパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長に注視されている状況下において、先週金曜日の雇用統計の内容が特に重要な意味を持つことは間違いありません。ただしこれらの指標にダウサイドのサプライズがない限りは、米短期金利には目先の過度な金融緩和が織り込まれているとの見方を維持しています。また今月の米連邦公開市場委員会（FOMC）においては、引き続き25bpsの利下げを予想しています。

一方で、先週はエヌビディアの株価下落を背景に株式市場が大きく揺さぶられる展開となりました。エヌビディアに関しては、反トラスト法（独占禁止法）違反の疑いが浮上したことも、高水準にあった株価が下落する要因となりました。株価のさらなる下落は、今後政治家の関心を引くことになるかもしれません。ただし現時点においては、人工知能（AI）バブル膨張のリスクが一旦後退したと見られる中、この先は懸念が強まるよりも、安心感が戻る可能性の方が高いとみています。またその結果、金融安定性という意味でも、市場に概ね好感されるとみています。

欧州では先週、市場の注目が再び政治へと向けられました。ドイツの地方選挙で、右派政党「ドイツのための選択枝」（AfD）が躍進し、中道政党が支持を失う一方で、その他の過激派政党も全般的に支持を集めたためです。このようなトレンドが欧州各地で見られている中、既成政党の間では懸念が強まっており、これまで通りの政策は有権者の支持を得られないとの見方も日増しに強まっているように見受けられます。

とりわけドイツは、他の工業での競合国と比較して6倍もの価格をエネルギーに支払っており、経済が苦戦を続けていることも理解出来ます。フォルクスワーゲンが先週、ドイツ国内の工場閉鎖を検討していると報じられたことは、環境アジェンダを追求するが故の政策ミスとして苦く受け止められました。皮肉なことに、ドイツが石炭に依存せざるを得なかった背景には国家的な原子力への抵抗があり、組織的な再考が必要とされているのかもしれません。

実際、先週のドイツ東部の州議会選において興味深かった点として、24歳未満の若い有権者からの得票数を見ると、AfDが緑の党の6倍の票数を獲得した点が挙げられます。これまでは、より若い世代の方が左派に傾倒しやすく、グリーンな環境主義的な考えを持ちやすいと言われてきたためです。

若年層の右派傾倒は、とりわけ若い男性において顕著に見られています。これらのグループは、元々いた住民の生活の質に影響が及ぶ、移民の急増を許容してきた既成政党の政策に対し、最も不満を抱えている層であると言えるでしょう。またそのような人々は、ESG政策という名のもとに国家の利益が損なわれることに対しても不満を抱えていると見られます。さらに、残念なことに、若年層の中でも「白人男性」である方が、移民増加によって機会が減少したことに憤慨しやすいことも事実かもしれません。

今のところは、ドイツ政治の構造上、AfDが権力を握る状況は当面回避され続けるとみられます。しかし、ポピュリスト的なトレンドが落ち着くとすれば、中道政党はその姿勢に調整を加え、主張を改めることが必要であるように思えます。また、現時点において社会の中の若年層が描く将来が混乱し、暗いものである状況とは対照的に、この先中長期的に欧州全体での見通しが楽観的で、チャンスに満ちたものであるとの印象に再構築する必要があるでしょう。

フランスでは、政界の重鎮（かつブレグジットの際にEU側の交渉官であった）ミシェル・バルニエ氏が、数多くの候補者の中からマクロン大統領によって首相に任命されました。この動きはサプライズであり、極右勢力には歓迎されることでしょう。しかし一方で、2027年の大統領選において候補者としてルペン氏の対抗勢力になり得ることを踏まえれば、極右としてはバルニエ氏の成功は望めません。さらに、（保守派とされる）バルニエ氏が、左派連合からの指示を得られるかどうかも定かではありません。したがって、おそらく難航するとみられる予算案交渉を控え、マクロン氏はやり過ぎているように思えます。他の状況に変化がなければ、引き続きフランス国債についてはドイツ国債対比のスプレッドが拡大するリスクがあるとみています。

その他、日本の経済指標は引き続き同国経済が比較的堅調であることを示しました。実質賃金は市場予想を上回り、物価や賃金の上昇がより確立してきたことを示唆する材料が徐々に増えています。そのような点を踏まえれば、植田日銀総裁の先週の発言は、経済指標が概ね期待に沿った内容である限りは、日銀が政策正常化を進めることを裏付けるものであったと捉えています。

先週は、リスク資産に一定のプレッシャーが掛かるとともに、資産間での相関も幾らか高まり、クレジット債のスプレッドも拡大しました。ただし、先週の動きは、流動性に乏しく、ポジション解消がより極端な価格動向をもたらした8月の動きと比較すると、控えめであったと言えるでしょう。

引き続き、経済状況は全般的に落ち着いているとみており、クレジット債の下落はあったとしても比較的短命に留まるとみています。しかし、ボラティリティの上昇がより顕在化すれば、スプレッドのさらなる縮小余地は限定される可能性があるかとみています。

今後の見通し

先週金曜日の米雇用統計ののち、今後数週間は、消費者物価指数（CPI）や米連邦公開市場委員会（FOMC）など、注目すべきイベントが多く控えています。あらゆるシナリオに対し、先入観を持たずにオープンな姿勢であることを心掛けており、都度得られた情報を踏まえて見方を調整していく方針ですが、現時点においては、目先の米リセッション入りのリスクが過剰に意識されているとの見方を維持しています。

さらに先を見据えると、政治的なトレンドが金融市場の景観を形作る可能性があり、政治及び政策関連のテーマの進展を注視していくことが重要になるとみています。その意味で、来四半期に迫った米大統領選挙は鍵となるイベントの1つですが、現時点でその結果を確信とともに予想することは困難な状態です。

先週は中東を訪問して多くのミーティングを行いました。他の地域とは対照的な同地域の見通しに興味深く受け止めました。原油による多大な富が追い風となって野心的なリーダーが経済のブームを促進し、その勢いはいまだ衰える兆しを見せていません。

ある意味では、慈善的な独裁政治が、リベラルな民主主義をアウトパフォームしているようにも見受けられ、我々により近い地域でも、民主的な理想を再び活性化するために、先見の明がある政治家たちが現れてくれることを祈るばかりです。中東に関しては、ガザ地区の悲惨な現状を除けば、鮮やかな海のブルーが、ブルーな気分を癒やしてくれることは何とも皮肉なことです。

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	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