



RBC BlueBay
Asset Management



ダブル・ボギー

サウジアラビアは野心的なアジェンダを強化し続けています。

2023年6月9日

著者
マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)



コメント要約

- 米国では、力強い経済指標の発表が続くなか、追加利上げが実施される可能性が高まっています。
- ユーロ圏経済は2四半期連続でマイナス成長を記録したものの、過度に悲観的になる必要はないと考えています。
- 日本の1-3月期GDPは前期比年率2.7%の伸びを示し、コア・インフレ率は目標を上回っています。日銀は、超緩和的な金融政策を維持することに満足しているようにみえます。
- 今週は米CPI、主要中央銀行（FRB、ECB、日銀）の会合などイベントが目白押しで、重要な一週間になるとみえています。これらそれぞれのイベントが市場ボラティリティの要因となる余地があると言えるでしょう

前週末の力強い雇用統計の内容を受け、米国債利回りは先週も上昇基調となりました。失業率は3.7%にやや上昇したものの、5月の新規雇用者数が33万9,000人であったことは、労働需要の継続的な強さを示しました。

これらを受け、市場では、6月もしくは7月の米連邦公開市場委員会（FOMC）において、少なくとも1回の追加利上げが実施される確率が約80%として織り込まれています。今週発表される消費者物価指数（CPI）は、米連邦準備制度理事会（FRB）が今後選好する行動を見極め

る上で重要になるとみられます。

しかし、引き続き政策担当者からはインフレが極めて高すぎるとの懸念の声が聞かれており、多くのエコノミストの予想では5月のコア・インフレ率が5%を上回るとみられている中、今週の会合で25bpsの追加利上げが決定され、実効FF金利が5.35%となっても不思議ではないと考えています。

仮に米連邦公開市場委員会（FOMC）が据え置き判断をした場合、今後利上げを実施する際のハードルは比較的高くなると考えます。その意味で、6月の会合をスキップして、7月に引き締めを再開するという手法はやや異例に思えます。そう考えれば、今週の会合での利上げリスクは市場に過小評価されている一方、7月の会合でのリスクは過大評価されているようにも思えます。

そんな中、先週は、失望を招いたインフレ指標を背景に、カナダ銀行（中央銀行）が利上げを実施し、政策金利を4.75%にした決定を興味深く受け止めました。カナダ中銀は今年1月末から政策金利を据え置いてきましたが、今回の出来事は、仮に一旦、政策金利がピークを付けたと市場が結論付けたとしても、その後すぐに利下げに転じる可能性を織り込むことは早計であるかもしれないということを、改めて思い起こさせるものでした。

さらに、ここ最近で市場参加者の議論の対象となっているのが、米債務上限問題が解決し、この先のように債券発行が増加していくかに関してです。追加発行の大半は短期証券（Tビル）を通じて行われると見られますが、総じて流動性を吸収する効果をもたらす可能性があります。

FRBの量的引き締めは、実質的に過去数か月間停止されていましたが、これが再開されるので、債券発行の再開は利回りにやや上昇圧力を掛け、経済活動を多少弱める可能性があります。しかし、これらの効果を量的に測ることは困難ではあります。

成長及びインフレが鈍化への道を辿ると予想される中、米10年国債利回りの更なる上昇は買いの好機になるかどうかを、これまでよりも積極的に検討を始めました。

欧州では、今週の会合で欧州中央銀行（ECB）が25bpsの利上げを実施し、政策金利が3.50%になることが広範に予想されています。しかし、1-3月期のGDPデータが下方修正されたことにより、ユーロ圏経済は2四半期連続で0.1%のマイナス成長を記録したことになり、リセッション入りしたことになります。

4-6月期の指標も弱い内容ですが、欧州経済の見通しに関して過度に悲観的になる必要はないと考えています。労働需要は引き続き底堅く、失業率は2000年の通貨同盟発足以降で最も低水準となっています。

地域別で見ればやや弱含んでいる地域もある一方、力強さを維持する地域もあり、財政政策も2023年を通して成長を支えるとみています。とは言いながらも、ECBが経済評価を引き下げる可能性はあるみられ、欧州では利上げサイクルのピークに近いと考えています。

また今週は、日本でも日銀会合が予定されています。日本の1-3月期GDPは前期比年率2.7%の伸びを示し、コア・インフレ率は3.4%と目標を大きく上回っています。日銀は、時期尚早なタイミングで政策転換に動くことを警戒し、超緩和的な金融政策を維持することに満足するであろうとの見方から、6月会合での政策転換を予想する声は少数にとどまっています。

しかし、電力料金の値上げ等を背景に、6月にもCPIが上昇することが予想される中、政策調整に関する市場の観測が日銀に更なるプレッシャーを与え始める前の今週の会合で、政策を調整することが植田日銀総裁自らのためとなる可能性もあるでしょう。

4月の段階では、日銀は米地銀の経営危機による影響を懸念していたと思われませんが、FRBがその後も引き締め策を維持したことで、仮に日銀が過度に長期に亘ってハト派姿勢を維持すれば、日本と海外との金利差が更に拡大というリスクに晒されることとなります。

その他の市場に目を向けると、中国で、ここ最近の軟調な経済指標を踏まえて、追加の刺激策を予想する声が高まりました。幾らかの追加緩和が実施される可能性はあるものの、その中身は限

定されたものに留まる可能性があると考えています。ある意味では、純粋に短期間の需要を喚起し、資産価格の成長を促すことを狙ったこれまでの政策は、あえて控えめにしてきたように見えます。

代わりに、この先数十年で経済の「管制高地（commanding heights）」を得るという長期戦略の下、中国政府は経済の構造改革に引き続き注力すると予想しています。そのような政策が長期的にもたらす恩恵は不透明ですが、短期的には、あらゆる構造改革と同様に、目先の成長にとってはやや足かせとなる可能性があると言えるでしょう。

したがって、中国経済及び中国人民元に対しては、幾らか悲観的な見方を維持しています。また、忍び寄り非グローバル化の流れは、北米及び欧州の企業が中国から徐々に撤退することなどを通じて、中国の経済活動にとっても構造的な逆風要因になる可能性があるでしょう。

エマージング市場では、先週再びトルコが市場の注目を集めました。財務相にシムシェキ元財務相が任命されたことにより、市場ではハフィゼ・ガイ・エルカン氏が中銀の新総裁に指名されるとの観測が高まりました。エルドアン大統領の再選が決まった今、これは、より伝統的な金融政策スタンスへの回帰を示唆するものとみられています。

過去2週間に亘って、トルコ・リラは20%近く減価し、長期債利回りは急騰しています。これは、新たな中銀総裁がインフレに対処するために利上げを実施し、リラを実勢価格に調整することを認めるとの観測に基づくものです。

一方で、このような取り組みはトルコの債務不履行（デフォルト）リスクを削減するとの見方から、トルコのCDSスプレッドは200bps近く縮小し、500bps程度となりました。

その他、数週間前にロシアへの武器提供の報道によって下落していた南アフリカ資産は引き続き回復基調を辿りました。中国に地政学面での好機を渡したくないという米国の意向を踏まえれば、南アフリカに対する制裁の可能性は低いとみています。

今後の見通し

今後の見通しとして、今週は米CPI、主要中央銀行（FRB、ECB、日銀）の会合などイベントが目白押しで、重要な一週間になるとみえています。サイクルの転換点を巡り、今後の政策道筋が不透明であることから、これらそれぞれのイベントが市場ボラティリティの要因となる余地があると言えるでしょう。

金融市場以外では、先週、サウジアラビアの支援を受けるLIVゴルフが、米男子ゴルフのPGAツアーを統合するという驚くべき報道がありました。とりわけ、PGAのゴルフ選手はこれまで、巨額の報奨金オファーを断ってまで、同ツアーへの団結を示していたため、この報道に驚きを隠せなかったことでしょう。またこれにより、サウジアラビアがゴルフ界を買収しているとのコメントも見られましたが、サッカー界を見てみると、既に想像を絶するほどの投資が同国によって行われています。

ムハンマド皇太子（通称: MBS（ムハンマド・ビン・サルマン））の下、サウジアラビアは野心的なアジェンダを強化し続けています。おそらくより多くの人に及ぶ影響として、このことが地政学や金融市場にどのような影響をもたらすのかという点は今後興味深いと言えるでしょう。おそらく現時点で言えることは、キャッシュこそが王様であり続けるということかもしれません。

英国では、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）会合が来週まで予定されていませんが、今サイクルを通して、他の中央銀行対比でハト派寄りの中銀の一つであったBoEが、ここでも他の中央銀行よりもタカ派姿勢を取ることはためらうであろうと予想しています。

現状市場では、BoEが2023年末までに100bps程度の利上げを実施することが織り込まれていますが、経済見通しも暗くなり始める中、BoEが同程度の利上げを実施出来るかどうかについてはやや懐疑的にみえています。先週、英国のミュージシャンで元Oasisのノエル・ギャラガーが、プレグジットの責任は重いと不満をあらわにしましたが、これを完全に否定することは難しいように思います。Oasisの代表曲に「Don't Look Back In Anger」がありますが、いつの時代でも、怒りながら過去を振り返る（look back in anger）ことは容易なのかもしれません。

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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成報報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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、契約資産が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