



## ガスな世界大戦

地政学的要因が引き続き不確定要素となっています。

2024年5月31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

- 米国で利下げ観測が後退する中、預金利回りを下回る利回り水準においては、今のところ債券を購入する説得力ある理由はないようです。
- ユーロ圏のインフレ指標は大方の市場予想に近い内容となったものの、インフレ率が依然として当局の目標である2%を大幅に上回っています。
- 6月に予定されている欧州議会選挙への注目が高まっており、EUがどのようにまとまていくかどうかを巡って人々の関心が高まると予想されます。
- 円に対する下押し圧力が残る中、日銀内ではさらなる政策調整が必要であるとの見方が浮上しているようです。
- 政治及び政策的な動向は今年を通して市場のテーマとなっており、地政学的要因がその中で不確定要素となっています。

先週は、440億米ドルの米国債の入札がやや低調となる中、特に週前半に国債利回りが上昇しました。利下げ観測が後退する中、預金利回りを下回る利回り水準においては、今のところ債券を購入する説得力ある理由はないようです。この先発表される経済指標において、仮に経済活動の弱含みやインフレ指標の鈍化が確認された場合には、そのような状況にも変化が見られるかもしれませんが、現時点においては、米国経済は比較的底堅さを維持しています。

例えばアトランタ連銀GDPナウにおける4-6月期のGDP予想は3.5%の成長を示しているほか、4月末から5月初めに掛けて低下基調にあったCitiの米経済サプライズ指数も再び上昇しています。米連邦準備制度理事会（FRB）内では、ミネアポリス地区連銀のカシユカリ総裁のみ、追加利上げの余地にも言及するなど他のメンバーとやや一線を画しています。

しかし、引き続き追加利上げのためのハードルは極めて高いとみており、大統領選挙前では尚更でしょう。もちろん、FRBは常に経済指標の内容を踏まえて行動を起こす必要がありますが、今の時点において優勢なのは、当初想定されていたよりも長きに亘り、政策金利は現状の高水準に留まる必要があるとの見方です。

その意味で、米国債の利回りに関して明確な方向性への見方は持っていないものの、イールド・カーブに関してはスティープ化を予想しています。先週は、米国債の新規発行に再び注目が集まる中、2年債と30年債のゾーンにおいて実際にイールド・カーブのスティープ化が見られました。

究極的には、長期債の発行をさらに増やす必要性が、タームプレミアムの上昇を促すきっかけになるとみえています。米財政赤字の拡大が全体の負債額の膨張に拍車を掛ける中、過去数四半期では短期のT-billの大幅な発行増が見られてきました。

しかし、この先数四半期では、長期債の発行を増やす必要性が増すとみており、長期債利回りを慎重に評価をする理由となっています。一方、預金利回りをわずか30bps下回るのみとなっている2年債利回りについては、今後数ヶ月間で発表される経済指標によって利下げが再び焦点となれば、比較的良好的なパフォーマンスとなる余地があるとみえています。

ユーロ圏では先週、再びインフレ指標に注目が集まる展開となりました。HICPで見て、ドイツ及びスペインのインフレ率はそれぞれ前年比2.8%及び3.8%上昇となり、大方の市場予想に近い内容となりました。欧州中央銀行（ECB）は今週の会合でほぼ確実に25bpsの利下げを決定するとみえています。しかし、インフレ率が依然として当局の目標である2%を大幅に上回るとともに、ユーロ圏経済がいくらか持ち直していることを踏まえれば、その後の追加利下げに関しては疑問符がつくかもしれません。

その他では、6月に予定されている欧州議会選挙も注目材料となるでしょう。右派政党が善戦すると予想されており、総数で見れば極右政党がフォン・デア・ライエン委員長の欧州人民党グループ（EPP）を上回る議席数を獲得する可能性もあります。しかし、それらの極右政党はそれぞれの国益により焦点を当てており、連合全体を代表してきた実績に欠けます。

ここ数日間では、フランスのルペン氏の「アイデンティティーと民主主義（ID）」が、イタリアのメローニ氏が事実上の指導者である「欧州保守改革（ECR）」との同盟を画策していますが、スキャンダルによってドイツの極右政党「ドイツのための選択肢（AfD）」がIDから排除されることになったことも、そのような動きに拍車を掛ける可能性があります。ただし同時に、メローニ氏が条件付きでフォン・デア・ライエン氏支持に回る可能性もあり、メローニ氏がEU幹部内での交渉においてある種キングメーカー的な立ち位置を得る可能性もあるとみえています。

とは言いながらも、フォン・デア・ライエン氏がメローニ氏に歩み寄りを見せることに対して、現時点で同氏の会派を構成する社会主義者やリベラル勢力が抵抗を示していることで、フォン・デア・ライエン氏の立場は弱まっているように見受けられます。その場合、欧州委員会において新たな委員長が選出される可能性が出てきます。

そこで虎視眈々と出番を待っているのがマリオ・ドラギ氏であり、ドラギ氏はグローバルな安全保障や気候変動、国際社会におけるEUの競争力強化のため、より財政拡張的なアジェンダを実行することに前向きです。これによって成長は押し上げられるかもしれませんが、同時にインフレ圧力にもなり得ることから、仮にそのような方向性となった場合には中期的に利回りの上昇圧力となるでしょう。

ただし、EU内の多くがそのようなアイデアに賛同を示すかどうかは依然として明確ではありません。台頭している極右政党は、EU懐疑的なアジェンダを掲げる傾向にあるとともに、気候変動への取り組みよりも移民削減により注力する傾向にあります。したがって、今後数日間は、EUがどのようにまとまっていくかどうかを巡って人々の関心が高まると予想されます。

英国では、選挙活動が本格化する中、スナク首相が選挙キャンペーンの正式な開始前でありながら早くもつまづいているようです。保守党が減税を約束し、労働党も歳出拡大を計画している中、財政政策は緩和に向かうでしょう。しかし、現時点において財政にそのどの程度を賄う余裕があるのかは定かではなく、そのような点を踏まえれば、財政及び政治的リスクは英国債の投資家にとって継続的なリスク要因となる可能性があるでしょう。

先週は、日銀の内田副総裁が経済見通しに関してより前向きな発言をしたことから、日本国債利回りが上昇しました。円に対する下押し圧力が残る中、日銀内では6月の次回会合でのさらなる政策調整が必要であるとの見方が浮上しているようです。

4月の企業向けサービス価格指数は10年振りの高水準となり、賃金と物価の結びつきが強まっている傾向が見られる中、インフレ圧力がさらに広範に拡大している証拠が確認されています。日本10年国債利回りもすでに1%を突破し、2011年以来の水準となっていますが、日本がリフレ及びインフレの時代により明確に突入しようという中で、利回りの上昇は依然として続く可能性があると思われています。

日銀は、6月に輪番を通じた国債購入の大幅な減額を発表し、バランスシートの拡大ペースを緩め始めると予想しています。また、インフレ率を安定的に2%近辺とする目標を達成したとの宣言や、今後数四半期に亘っての金融政策正常化に関連した発言もあると予想しています。

日本の名目中立金利が1.5%近辺であるとの我々の見方が正しければ、最終的に日本10年国債利回りは2%に到達するとみえています。しかし、そのような水準に達するのは2025年終わり頃になるでしょう。とは言いながらも、ここ最近の動きは10年国債利回りを1.25%超に押し上げる可能性があると思っており、30年債利回りが既に2.2%を付けていることを踏まえれば、イールド・カーブの10年ゾーンに関しては長期債と比較して割高感があると思われています。そのような割高感、日銀による買入の減額によって修正されるとみえています。

エマージング市場（EM）では、南アフリカで実施された総選挙において与党アフリカ民族会議（ANC）が過半数を獲得出来なかったとみられ、今後数日間で連立政権樹立に向けての不透明感が高まる可能性があります。ジュリアス・マレマ氏や、同氏が率いる「経済的解放の闘士（EFF）」が連立政権に関わることになれば、極めてネガティブに受け止められるとみられますが、その可能性はかなり低いと予想しています。

全般的には市場友好的な結果になるとみえますが、その結果が視野に入るまでの数日間は不透明感が続く可能性があるでしょう。またメキシコでも、週末に大統領選を控えて選挙戦が展開されました。

## 今後の見通し

これらの選挙が終われば、投資家の注目は再びこれらの国のファンダメンタルズに集まるとみており、南アフリカやメキシコ、ブラジルにおいてはインフレ率が4%近辺にある中で国債利回りが2桁となっているなど、一部のEM現地金利には投資妙味があるとみています。一方で、EM通貨に関してはより慎重な見方を持っています。

社債市場は、足元では比較的静かな状態となっています。先週の初めは利回りが上昇する中でリスク資産がやや弱含む傾向が見られました。しかし、経済環境が比較的堅調である中、インフレに関連した経済指標が想定よりも悪化しない限りは、スプレッド拡大につながるような明確な要因は見当たりません。需給面での追い風も継続しており、政府による債券発行とは対照的に、社債に関しては引き続きネット・ベースで見て発行額の縮小が見られています。

先週は、多くの市場参加者がミッドタム休暇を取り、祝日によってやや短い一週間となっていたため、今週は市場が幾らか平常を取り戻す一週間となりそうです。その意味で、金曜日に発表される米雇用統計は今週のハイライトとなるでしょう。

今年も後半に突入しようという中、いよいよ米国の大統領選が視野に入ってきます。ただし先週時点での市場の話題は、ニューヨーク州でトランプ氏が有罪判決を受けたことで、見出しには事欠きませんでした。選挙結果を大きく揺るがすような決定打になる可能性は低そうです。ある意味では、大半の有権者は既にトランプ氏に対する揺るぎない見方を持っており、11月の投票はバイデン及びトランプ両氏のスイング・ステートでの有権者の動き次第となる可能性が高いと見ています。

政治及び政策的な動向は今年を通して市場のテーマとなっており、地政学的要因がその中で不確定要素となっています。そのような観点から、ウクライナやガザ地区での衝突やその影響については、継続的に注視する必要があるでしょう。直近のバルト海における北大西洋条約機構（NATO）とロシアとの緊張の高まりや、台湾において水面下で燻っている緊張も然りです。

そんな中で比較的気軽な話題として、先週は、北朝鮮と韓国との衝突が新たな局面に差し掛かったように見受けられました。両国は1953年に戦争が終わってからも平和条約を結んでおらず、形式上は未だ戦争状態にあります。

しかしながら、現状両国の国境を行き来出来る武器弾薬は、「ごみや汚物」が入った風船のみであるようです。北朝鮮政府がこれを機にゲスな世界大戦を開始しようと目論んでいるのかどうかは定かではありませんが、世界中の争いごとには実際にいかに情けないものがあるかを物語っているようにも思えます。我々はみな、成長すべきでしょう。

## 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