



新世界秩序

それが誰の手にも渡らなかったワールドカップのメダルでしょうか？！

2025年8月22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

- トランプ米大統領がホワイトハウスに復帰して以来、非常に活発な市場が続いていたものの、夏の市場環境により一息ついているように見受けられ、価格変動は概ねレンジ内の動きに留まりました。
- 景気に関する明確なシグナルを得るため、ジャクソンホールでの経済シンポジウム会合と同様に、次回の米雇用統計と、消費者物価指数（CPI）に焦点が移っています。
- 英国では、期待外れとなったCPIデータによって、英国債はアンダーパフォームし、政治における不確実性が引き続き経済や英ポンドの重石となっています。
- 通貨市場では、ノルウェーの成長関連の指標は、ここ最近の同国の経済的なアウトパフォーマンスを裏付ける内容で、これが今後、現在ユーロに対して過去最安値近辺にある同国通貨の動向に、より明確に反映されていくと考えています。
- アラスカでトランプ氏とプーチン大統領の会談が実施されました。安全保障が依然重要な議題となる中、ロシア・ウクライナ紛争における進展は限定的となっています。

先週は金融市場にとって比較的静かな一週間となり、価格変動は概ねレンジ内の動きに留まりました。直近の米連邦準備制度理事会（FRB）会合の議事録では、参加者の多くが雇用市場におけるリスクよりも、インフレ動向に注目していることが示されました。

ただし、この会合は直近の雇用統計の下方修正が発表される前に行われたものであり、議事録における発言はそれほど重要視されていません。一方で、当コメント執筆後のイベントになりますが、ジャクソンホール（での経済シンポジウム）会合はより重要なものになると目され、パウエルFRB議長が市場の予測に沿って9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げに言及するかどうか注目が集まりました。

ただし、今年と同シンポジウムのテーマである「移行期の労働市場：人口動態、生産性、そしてマクロ経済政策」は幅広い内容を含んでおり、パウエル氏が市場参加者にあえて解釈の余地を残すような発言をする可能性もあります。最終的に、より重要となるのは、9月5日に発表される次回の米雇用統計の内容と、その数日後に発表される8月の消費者物価指数（CPI）でしょう。

全ての注目が9月に集まっていることから、ここしばらくは夏の市場環境が続き、トランプ米大統領がホワイトハウスに復帰して以来、過去6～7か月間非常に活発な市場が続いていたことから、多くの投資家は安心して一息ついているように見受けられます。

英国では、再び期待外れとなったCPIデータによって、他の主要国債に対して英国債はアンダーパフォーマンスとなりました。一方、英労働党政権は実施を検討している一連の増税案を漏らしています。

しかし、急増する社会保障費に取り組まない限り、政府の政策姿勢に対する金融市場の信頼は失われつつあるように思えます。英長期国債利回りは1998年以来の高水準に達していますが、こうした高水準であっても市場に積極的に参入する買い手はほとんどいないようです。

その他の欧州では、8月中旬の休暇シーズン真っ只中を迎えており、各市場が比較的静かであることは特段驚くべきことではありません。社債市場の動きも概ね抑制されており、株式指数の上昇も一時的に足踏みしています。

金融劣後債やその他の一部銘柄には依然として割安感があり、スプレッドの縮小余地があるとみています。ただしそれらを除けば、現在のバリュエーションはやや困難な水準であるとみており、季節的に新規発行が増える9月に向けて、市場がより高いスプレッドを求めるかどうか注目がされます。このような点を踏まえ、社債のベータ・リスクに対しては引き続き慎重な姿勢を維持しています。

為替市場も先週は価格動向を促すような目新しい材料に欠け、概ね横ばいの動きが続きました。当社では引き続き、幾らか米ドル安バイアスを持っており、その一方で構造的に割安と考えられる韓国ウォンやノルウェー・クローネを選好しています。先週発表されたノルウェーの成長関連の指標は、ここ最近の同国の経済的なアウトパフォーマンスを裏付ける内容で、これが今後、現在ユーロに対して過去最安値近辺にある同国通貨の動向に、より明確に反映されていくと考えています。

また先週は英ポンドのショート・ポジションを追加しました。これは、英国の政治的リスクが高まり、経済ファンダメンタルズが依然として厳しいことを鑑みれば、ここ最近の英ポンドの良好なパフォーマンスは正当化されないとの見方に基づくものです。仮に英国債利回りにより大きな変動が見られれば、2022年の「トラス・タントラム」の際に見られたように、同通貨への圧力が再び高まる可能性があるかとみています。

引き続き米短期国債のロング・ポジションを維持する一方、米30年国債のショート・ポジションを保有しています。独長期債についてはショート・スタンスを維持し、スプレッド・ベースではフランスをアンダーウェイトしています。

また、日本では10年/30年カーブが依然として過度にスティーブな状態にあるとみており、これらの年限間のフラットナーを維持しています。これらのイールドカーブに関するビューを除けば、金利デフレーション及びクレジット・デフレーションは比較的フラットな状態を維持しています。現在の市場環境では、イールドカーブや相対価値取引に、より多くの機会があるとみています。

今後の見通し

その他の話題として、アラスカで行われたトランプ氏とプーチン大統領の会談は、ウクライナ紛争に関する多くの議題を提供し、これを受けてゼレンスキー大統領や欧州各国の指導者たちがワシントンを訪問する展開となりました。交渉に一定の進展はあったかもしれませんが、ウクライナ政府にとって祝すべき成果はほとんどないように見受けられます。ロシアの侵略を受けて領土を譲ることは極めて難しく、ロシア側が全てを獲得した後にさらなる拡大を目指すリスクを回避するために、いかなる安全保証であっても、極めて強固である必要があります。

その上で、パワー・ポリティクス（権力政治）の現在を観察し、ここ数年でどれほど多くのことが変化したかを考えてみることは興味深いと考えています。一方で、細部に目を向けると、オーバル・オフィス（米大統領執務室）でトランプ氏の背後に誇らしげに置かれているチェルシーのクラブ・ワールドカップ・トロフィー、さらにその傍らにある（アーセナルに移籍した）ノニ・マドゥエケが受け取らなかったメダルの存在に気づくでしょう。新世界秩序（The New World Order）です。頑張り、チェルシー。

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