



2024年：地政学リスクのロードマップ



マリン・ローゼングレン
ポートフォリオ・マネジャー

2024年3月

かつてないほど多くの人々が投票し、かつてないほど多くの人々が誤った判断を下しました。世界の民主主義の方向性が国債市場のリスクプレミアムに直接的な影響を与えると考えており、投資家が今年、前例のない地政学的リスクを軽視してはいけいないと考える理由をお伝えします。

選挙が相次いで予定される中、財政政策への大きな影響が想定されます。現政権は有権者の支持を集めようと争うため、選挙イヤーには財政再建の努力を投げ捨て、より緩和的な支出策を優先することが多いと言われています。実際には、債務の持続可能性を維持し、将来の景気後退に対する政策的余地を確保するため、世界的にカウンターシクリカル（反景気循環的）な財政調整が強く必要とされています。

そのため、選挙前の財政リスクのみならず、選挙後に何が起きるのか、またこの不確実性の高いロードマップをどのように乗り切るかを投資家は思慮する必要があります。

英国

英国では、保守党が秋の選挙で支持を試される中、大胆な策を講じずに政権が維持される可能性は低いと考えています。しかし、政策の余地は極めて限られています。粘着性の高いインフレがイングランド銀行（BOE）の金融緩和による景気下支えを阻む一方、期待を下回る成長と高い債務水準により財政不均衡は悪化しています。選挙に向けて追加財政措置が準備されており、3月予算では大幅な所得減税が予定されています。しかし、それよりも労働党政権下で財政政策がどの方向に進むかについて懸念が高まっています。

投資家はどのように備えるべきでしょうか。

財政緊縮は労働党のイデオロギーと一致していません。年末にかけての財政リスクの高まりを背景により高いリスク・プレミアムが利回りに織り込まれることを予想しており、英国債においてはショート投資機会があると見ており、供給リスクを踏まえ、長期債がとりわけ脆弱であると考えています。

海を渡った米国では

一方、先進国市場において財政状況が最も深刻と考えられている米国では、注目度の高い大統領選挙選が始まっています。バイデン政権は大規模な財政支出を通して景気の押し上げを図ってきました。またここ数年の米国経済の他の国を上回る成長にも大きく寄与したと考えられています。

民主党代表選でも激戦が予想されるものの、この構図が変わることはないでしょう。財政支出は引き続き米国経済の下支えとなることが予想されており、FRBが引き締め政策を続ける中でも、サービスインフレの粘着性が継続する要因となるでしょう。

投資家はどのようなポジションを取るべきでしょうか？

このような環境は、FRBの積極的な緩和サイクルを先回りして織り込もうとする市場に対する警告である可能性があります。ブルーベイでは、ールドカーブのスティープナーを見込んだ取引にバリュウを見出しているほか、国債の純発行額が記録的な水準にある中、粘着性のあるインフレ圧力や大規模な財政支援を背景に市場でより高いタームプレミアムが織り込まれると予想しています。

「次は何が起きるのか」、「トランプ政権下で市場はどこに向かうのか」と自問することも重要です。

米国では、さらなる景気刺激策を可能にするため、伸びきった財政政策が今後も続くと考えています。共和党は政府機能の縮小を打ち出しているものの、実際には緊縮政策に対してそこまで意欲的ではないように見えます。

トランプ氏は、追加輸入関税や極端な外交政策、ウクライナ問題などへの対外資金援助の停止など、一連の愛国主義的な政策を継続すると予想されています。しかし、下院で過半数を獲得した場合、トランプ大統領はまず最初に減税策の延長を行うと考えられています。

習主席が優先事項を経済から安全保障にシフトさせる時期と一致することもあり、米中関係に関するリスクへの注目も高まると見えています。この状況は米ドル高の追い風となり、とりわけメキシコ・ペソなど（トランプは米国南部の国境から移民流入を阻止を目指している）のより脆弱な通貨に対して圧力が強まると見えています。またウクライナ国債はこの状況に脆弱であると見えています。

その一方で、イスラエルは資金調達面で支援が強化され、大きく恩恵を受けると考えており、これはクレジットスプレッドの支援材料になると見えています。3月初旬に米連邦最高裁がトランプ氏の大統領立候補を認めたことで、選挙結果を見込んだ取引は活発化すると考えています。

欧州に立ち戻る

欧州に目を向けると、欧州議会選挙で予想される右派ポピュリストの台頭に関してはそこまで懸念していません。その代わりに、不確実性の高い年になると予想される中でも、欧州は強固な枠組みに守られた安定の道標となることを期待しています。ナショナリストばかりではうまく機能しないという経験から、中道連合が次の立法過程で存在感を強めると考えています。これは欧州債券のスプレッドの下支えになると考えるものの、ウクライナを巡る議論や中国による外部リスクも残っています。

エマージング市場に目を向ける

その他、エマージング市場の選挙に関する不確実性も市場のボラティリティとリスクプレミアムを高める要因となるでしょう。その中で、特にポーランド及びルーマニアにおいて投資機会を見出しています。ポーランドでは、トウスク氏が率いる連立政権は春の地方選挙を経てその基盤をさらに強固なものにすると考えています。トウスク氏勝利の代償は財政支出の増加となる一方、地方レベルで政党「法と正義（PiS）」が勢力を弱めることで、法の支配の回復、EUからの資金確保、さらにはポーランドに向けた海外直接投資の拡大につながる可能性があります。これら全てがポーランド・ズロチの追い風になると見えています。

ルーマニアでは、現政権の再選により政策が継続される可能性が高いと見えています。不確実性が和らぎ、安定した政権はルーマニア国債のスプレッドの支援材料になると考えています。

今後の見通し

ボラティリティが高止まりする環境は、投資家にとって投資機会が多く存在することを意味します。政治的見通しは、地政学リスクを有効活用できるアクティブ投資に適していると考えています。

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。

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