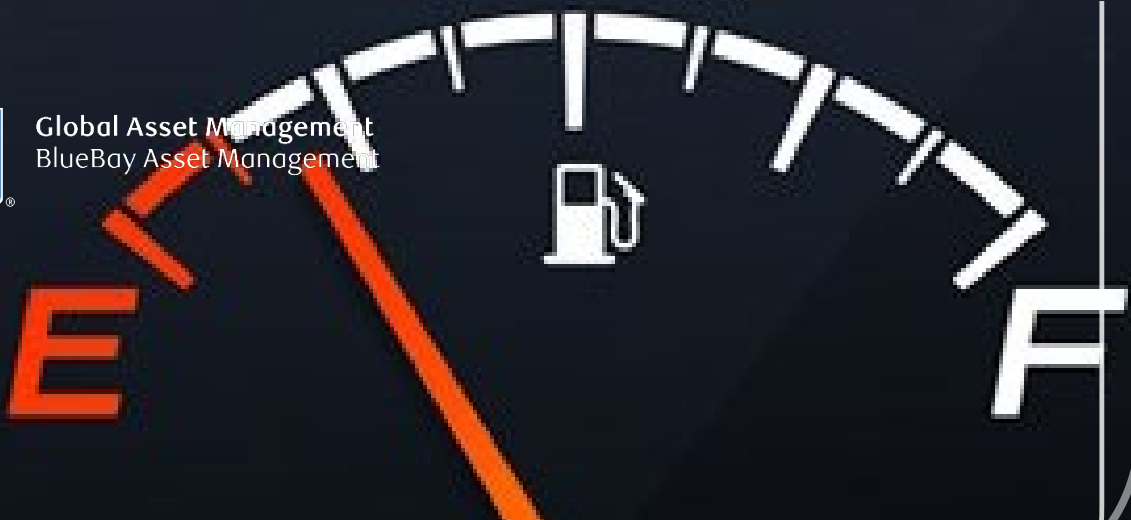




Global Asset Management
BlueBay Asset Management



ガス・パニック – プーチンが助けに？

2021年10月8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)



先週は、ガス価格の更なる上昇がインフレ懸念に拍車を掛け、とりわけ英国がその台風の中心となりました。

英国の天然ガス卸売市場では、一時過去最高値となる1サームあたり400ペンスを突破（年初の時点から60ペンス上昇）しましたが、その後ロシアのプーチン大統領の発言によって市場は落ち着きを取り戻しました。燃料価格の上昇が消費者物価指数（CPI）に与える影響を投資家が見極めようとする中、英10年のインフレ連動債でみたブレイクイーブン・インフレ率は4%を突破し、インフレ期待がイングランド銀行（英中央銀行、BoE）のインフレ目標から乖離し始めていることを明確に示唆しました。

北半球で寒い冬が訪れ、需要がピークに達する前であるにも関わらず供給は引き続き逼迫しており、欧州の政策担当者は、グリーン政策によって欧州大陸がロシアからの輸入に非常に影響されやすくなってしまったとの現実を直視し始めています。このことが、今後数年間で再生可能エネルギーや原子力への更なる投資を促すきっかけとなる可能性はありますが、短期的なメリットは想定しづらいでしょう。

現段階では、欧州全体がロシアの良き友人となることが求められ、英国のような国は主導権を握る立場にないことを認める必要がありそうです。

原油価格に換算すると、足元の欧州の天然ガス卸売価格は1バレル250米ドルに相当します。

しかし、米国においては景色が大きく異なります。米国は、幸いエネルギーを自国で賄うことが出来るため、ガス価格の変動は極めて小幅に留まっています。ただし、米インフレ率が既に米連邦準備制度理事会（FRB）の目標を優に上回っている中、米国における物価は、現状の想定よりも長きに亘って高止まりする可能性があるかとみています。

力強い労働需要を背景とした賃金の上昇圧力によって、直近の米連邦公開市場委員会（FOMC）で確認された通り、FRB内の言動にも変化が見られ始めています。新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）は、より持続的な形で高齢や女性の就労者の労働参加率を低下させた可能性があります。人生における優先事項を改めて見直したことも、その一因になったことでしょう。

その結果、フィリップス曲線が幾らかシフトし、コロナ前に想定されていたよりも、NAIRU（Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment; インフレを加速させない失業率）が上昇した可能性があります。今後数ヶ月間では引き続き堅調な雇用の伸びを予想していますが、そのような引き締めまりが賃金の力強い上昇につながるかどうかを見極める上で、少なくとも一方では賃金の動向に興味深く注視することになりそうです。

これらの点を踏まえると、欧州や英国では、インフレ上昇は成長の減速を伴う可能性がある一方で、米国においては、強い成長と底堅い需要によって左右されるものとなるかもしれません。このような道筋の乖離は米ドルの支援材料になる一方で、ユーロ圏の利回りは比較的低位に留まり、米国債利回りは再び上昇に向かうとの見方を維持しています。

英国では、スタグフレーションが予想されることで、2022年後半の景気後退の可能性が現実味を帯び始めており、政府の政策によってもそのリスクが高まっているようです。現保守党政権は、十分な労働者が確保出来ない業種において賃金上乘せを求めています。このことがインフレ動向に拍車を掛け、結果としてBoEが利上げを余儀なくされ、住宅ローンコストを高める可能性があるとみえています。

更に追い打ちを掛けるかのように、このタイミングでのより気の利いた政策は、経済成長を支えるための財政に緩和的なスタンスであるにも関わらず、金融引き締めに加えて財政政策の引き締め観測もあります。しかし、現在の英政権にはなかなか道理が通じないようで、スタグフレーションという結果に向かって、喜んで突き進んでいるかのようです。

さらに悲劇的であるのは、（自ら掲げる「レバリング・アップ政策」を通じて）所得の「レベル・アップ」を微塵も達成できない代わりに、行き着くところは実質ベースでの「レベル・ダウン」であるという点でしょう。格差是正は魅力的な政策の選択肢であるかもしれませんが、仮にそれがゴールであるのなら、低所得層への減税と、富裕層への増税によって達成した方が良いように思えます。

ブレグジット後の移行の取り扱いと同様に、英国は多くの問題を自らこまねいている可能性があるようにすら思えます。ただしジョンソン首相はそれを認めたくないようで、事態が間違った方向へ進めば、その責任や義務を負いたくないように見受けられます。サッチャー氏を引き合いに出してはいるものの、現首相の言動では、今は亡き「鉄の女」も浮かばれないことでしょう。

明らかに、英国は興味深い実証実験になると見られ、他国の政策担当者は警戒感と好奇心の両方を持って動向を見守っていることでしょう。ユーロ圏のその他の国では、補助金を通じてガス価格の上昇から消費者を保護するという政策が広く普及してきました。パンデミックからの回復は続いています。中国経済の成長鈍化は鉱工業生産に痛手となる可能性があります。

パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）は来年3月に終了すると予想していますが、同時期に他の資産購入が開始されるとみえています。また、インフレ期待が他地域と比較してかなり低位に留まると見られることから、ユーロ圏では金融緩和が続く余地があるとみえています。

リスク資産

先週は、週の初めにリスク資産が弱含む場面が見られましたが、週後半に掛けては落ち着きを取り戻しました。社債市場も株式市場の動きにつられる傾向が見られましたが、全体的にはスプレッドのボラティリティは極めて抑制された状態が続いています。

アジアでは、中国の不動産セクターが更に弱含み、多くの発行体が圧力にさらされる中、先週は花樣年控股集团（ファンタジア・ホールディングス・グループ）が社債を償還出来ず同社債の価格はわずか数時間でパー近辺から20セント近辺に下落しました。中国市場は国慶節の祝日により休場しており、投資家心理は不安定な状態が続いていますが、中国当局は単一発行体の失敗がグローバルに影響をもたらすシステミックなマクロ・イベントに発展することは回避したいであろうとの見方を、ブルーベイも市場参加者の大半と共有しています。引き続き、他地域では引き締めに向かっているものの、中国では政策が緩和方向にあるとの見方から、中国金利については前向きにみています。

しかし、中国のような国での投資に際しては、債券の構造を十分に理解することが極めて重要であることも強調すべきでしょう。例えば、ケイマン籍のシェル（貝殻）構造に基づく発行に参加した投資家は、法廷で請求する権利をいかなる資産に対しても全く有していないことを学ぶことになるでしょう。

為替

為替市場では、米ドルが上昇基調を続けました。燃料価格におけるトレンドを調査した結果、交易条件に興味深い変化がもたらされたことが明らかになり、ブルーベイでは資源の輸入国に対して輸出国への選好を強めています。例えば、コロンビアやメキシコ、ノルウェーは全て原油の輸出国である一方、インドやトルコは原油輸入国です。

また、足元では成長の減速が予想される英ポンドに対する弱気な見方を維持しています。より一般的に言えば、量的緩和（QE）策が終わりを迎える中でのマクロ面でのボラティリティの上昇は、国ごとのばらつきを拡大させ、市場間での相対的な投資機会の拡大につながるとみています。

今度の見通し

今後の見通しとして、目先は米雇用統計が市場の話題の中心となるでしょう。しかしその先は、市場の注目が即座に再びCPIや広範なインフレ・テーマに移ると予想しています。FRBが11月の会合の後としているテーパリング開始時期の予定を動かすほどの指標はないと予想されます。

債務上限に関しても、市場に長きに亘る影響をもたらす何かというよりは、むしろ政治的なポイント獲得ゲームのようなものと捉えています。米民主党が提案している2兆米ドルの予算案及び増税案に関しては、譲歩に向けた何らかの進展が視野に入ってくると見られ、更に今後数週間では、パウエル氏がFRB議長の再任を巡る議論もクライマックスに突入してきます。

多くのことが起きています中、新型コロナウイルスが徐々にヘッドラインや市場の話題からフェードアウトし始めていることに気が付きます。パンデミックの終息は依然程遠いものの、我々はコロナと共生し始めているように見受けられます。新規感染者数は高止まりしているものの、入院患者数が低下傾向にあることには勇気づけられます。

これらは全て、楽観的な見方を後押しする材料のようですが、金融市場の観点からは、テーパリングという亡霊が近づいており、完全に過ぎ去るまでは影のようにその場に留まるかもしれません。価格上昇に伴うガス・パニックも懸念材料の一つですが、これについてはVlad the Bad（ブーチン大統領の愛称）と上手に付き合っていくことを学び、全てが良き運びとなることを祈っています。彼が英国にタンカー・運転手を派遣してさえくれれば、みんなが声を揃えて「スパシーボ」と言うことでしょう。

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。

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%
					成功報酬 (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



Global Asset Management
BlueBay Asset Management