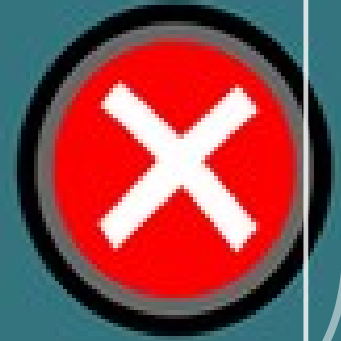




Global Asset Management
BlueBay Asset Management



イカゲーム - 利上げには、赤信号？青信号？

政策金利が上昇に向かった場合、誰が生き延びることが出来るのかは今後明らかになっていくでしょう。

2021年10月22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、Netflixの人気ドラマ『イカゲーム』の非現実的な世界に戸惑うとともに、金融市場ではイールド・カーブの短期ゾーンに注目が集まりました。長年に亘って、利上げへの「赤信号」（ドラマの中でだるまさんが転んだゲームをする際、英語では「赤信号（止まれ）」「青信号（進め）」で指示）が灯っていたことが実質的に短期利回りを抑制してきました。しかし先週は、わずか一日で、英国の利上げが完全に市場に織り込まれる展開となりました。その背景には、イングランド銀行（BoE、英中央銀行）総裁であるベイリー氏による前週末のタカ派発言がありました。同氏は、金融政策が供給のボトルネックを解消させることは出来ない一方で、中央銀行は行動を取らなければならないと発言しました。

市場では金融政策の方向性に対して戸惑いが広がり、とりわけ英国では、供給不足とプレグジットに関連した継続的な不確実性が成長見通しの足かせとなっている中で、1970年代のようなスタグフレーションに対する懸念が広がりました。

先週発表された英消費者物価指数（CPI）は、実際には市場予想を下回りましたが、これはベース効果の低下を主因とするものであるとして予め市場では予想されていたことで、今後数ヶ月間でインフレ率は6%超に上昇する可能性があるかとみえています。しかし、足元ではこの先インフレ率が6%を超えるのは英国だけではないとの見方が日増しに強まっています。

実際の指標からも、また市場の織り込み具合からも、供給ショックがグローバルのサプライチェーンにもたらす影響が長期化するという、ブルーベイが長きに亘って予想してきた状況が見て取れます。

既に市場はエネルギー・セクターにおける供給不足を織り込んだ模様ですが、足元では他のセクターにおいても問題が生じているようです。例えば自動車セクターでは、マグネシウムが手に入りにくい結果として、生産に広範な影響が及んでいるようです。

物価が上昇する中、足元では信頼感指数にも幾らか停滞感が見られていますが、前週の金曜日に発表された米小売売上が前年同月比12%増となるなど、米消費者が消費を続けていることが伺えます。中国でも、先週発表された小売売上げは市場予想を上回り、前年比16.4%でした。これらはいずれも、現段階では企業が価格上昇を消費者に転嫁出来る力を有していることを示唆し、そのような価格は、企業の収益率を逼迫するというよりもむしろ、インフレとなって現れる可能性の方が高いと言えるでしょう。

実際、企業の決算発表シーズンは堅調なスタートを切り、多くの株価指数が最高値目指して上昇したほか、より広範なリスク資産の支援材料となりました。10月は、中国不動産セクターや米債務上限を巡る不透明感とともにスタートしましたが、株式市場はネガティブな話題にそれほど関心を示さず、一部の国で新たな行動規制につながる可能性がある新型コロナウイルスの感染者数の再拡大もそれほど材料視していないようです。

エマージング市場

一方、エマージング市場（EM）では複数の個別国の動向に注目が集まり、全般的にやや軟調な動きが続いています。トルコでは、インフレが20%近辺で高止まりし、更なる通貨下落はインフレを更に押し上げるリスクがある中で、中央銀行がレポ金利を200bps引き下げて16%としました。これに先駆けて前週には、エルドアン大統領が、自ら掲げる非伝統的な金融政策（インフレが高まる環境下での利下げ）に反対する複数の中央銀行高官を解任していました。

一方ブラジルでは、議会上院の調査報告書が（新型コロナ対策の不備により）ボルソナロ大統領を殺人罪などで訴追を勧告しました。最終的には訴追を免れたとしても、来年予定されている大統領選に向けた同氏の支持率には悪影響をもたらす可能性があるでしょう。また、G20の中でも来年の成長見通しが最も低い国の一つであるブラジル経済にとって、財政緊縮が適切な政策であるかどうかについては、今後も疑問が呈されることになるでしょう。

中国でも、中国恒大（エバーグランデ）を巡る国内と海外投資家の間での「綱引き」において、ようやく利払いが実施され、両者ともに勝者となったようですが、成長見通しが鈍い状態が続いています。しかし、管理された中での信用減速がもたらすマイナスの影響はありながらも、経済活動の非常に緩やかなペースでの再開に向けた力強い輸出及び需要は、今後の見通しの支援材料になるとみられます。結果として中国経済は、他の先進国が通常抜け出すことに苦戦する流動性の罅に陥ることなく、より力強い、レバレッジが低下した状態になる可能性が高いとみられます。

その他の市場では、市場参加者が規律正しくゲームに参加していたと言えるでしょう。コモディティ供給のボトルネックは輸送の混乱のみに起因するものではなく、原油価格が1バレル60米ドルを下回るなかでの複数年に亘る投資不足やグリーンな経済を推進するための追加コストが生じているためであるとみています。足元では、コモディティ輸出国の経常収支に大幅な改善が見られます。

これまで、鉄鉱石価格の下落や、中国の経済成長見通しの不透明感が輸出見通しに影をもたらしていた豪州ですらも、石炭や天然ガス価格の上昇によるプラス効果が鉄鉱石価格の下落によるマイナス効果を十分に補い、交易条件が大幅に改善しています。このような傾向は今後も続くこととみており、実際にこれらの国の一部では、力強い対外需要の動向を活用し、低金利政策からの出口を探る動きも見られています。

ノルウェーやニュージーランドでは既に利上げが実施され、これらの国ではこの先も利上げが続くことを基本シナリオとしています。前週金曜日に発表されたノルウェーの貿易統計では、過去40年で最も力強い内容が確認されました。ニュージーランドでも、先週発表されたCPIが市場予想を0.7ポイント上回る前年比4.9%となり、年末及び来年1-3月期に掛けて6%近い水準まで上昇すると予想しています。

欧州

『イカゲーム』では「病気のおじいさん（“sick old man”）」に相当しそうな欧州は、今週予定されている欧州中央銀行（ECB）会合でその本性を現すかもしれません。先週、ドイツ連邦銀行（中央銀行）のワイトマン総裁が退任するとの報道があったことは、ECB内の団結を強める可能性があると見られます。後任候補として名前が挙がっている、社会民主党で前副財務相のヨルグ・アスムツェン氏や、クラウディア・ブーフ副総裁、イザベル・シュナーベル氏はいずれも、より統合的かつ中道派であると見られます。ECBで要職を務めるレーン氏やビルロ氏などの先週の発言は、足元で幾らか野心的に2年以内でのマイナス金利脱却を織り込んでいる市場の見方を押し返すものであったと捉えています。

社債

社債市場では、ここ最近のスプレッド拡大傾向からの回復が続きましたが、引き続き比較的狭いレンジ内での取引から脱する兆しは見られませんでした。CDS指数は、スプレッドの反転という意味ではより大きな動きが見られましたが、これは多くの投資家が短期的にヘッジ・ポジションを構築し、その後これを解消したことに伴うものであったと見られ、スプレッドは10月の初めの水準まで回帰しています。

前述の通り、決算発表シーズンが本格化し、全般的に予想を上回る内容となっていることが、サプライチェーンの混乱を主因とする下方サプライズに対する警戒感を和らげているようです。また、決算発表シーズンに伴うブラックアウト期間によって、社債の新規発行ペースも鈍化しており、社債市場は全般的に静かになっています。

今度の見通し

金融市場の『イカゲーム』ははまだ始まったばかりで、この先政策金利が上昇に向かった場合、誰が生き延びることが出来るのかは今後明らかになっていくでしょう。利上げへの「青信号」は、一部のセクターにとって極めて痛手となる可能性があり、その過程を上手に操るための適切なスキルを有した政府ばかりではありません。

引き続き、ファンダメンタルズが堅固で、伝統的な政策を行う国を選好しますが、いずれの中央銀行及び政府も、次のラウンドに備えるために非常に慎重になる必要があるでしょう。英国のように、金融引き締めが時期尚早となる場合もあり、市場はそのような過ちを即座に罰することになるでしょう。この先に待ち構えるのはトリッキーなゲームだと思われませんが、『イカゲーム』のように、最後に一人が取り残される、というゲームではないことを祈りましょう。

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