



Global Asset Management
BlueBay Asset Management

死者の日

メキシコの伝統行事「死者の日(Dia de los Muertos)」が近づく中、先週の金利市場では恐怖に目を覆ってしまうような状況が続きました。

2021年10月29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)



イールドカーブの短期ゾーンをロングし、長期ゾーンをショートしていた著名なヘッジ・ファンドは明らかに痛手を負い、ポジション解消を余儀なくされたとみられます。先週一週間のみで、先進国の金利市場では、今後24ヶ月間における複数回の利上げを追加で織り込む展開となりました。とりわけニュージーランドでは、今後12ヶ月以内に200bpsもの利上げが織り込まれる状況となりました。

同時に、より年限が長い債券の利回りは低下しました。英国を中心に、市場参加者の多くが明らかに誤った方向でポジションを取っていたとみられます。

ただし、一歩引いたところから改めて見てみると、このような動きの一部はグローバル経済におけるインフレ・リスクの高まりによって概ね正当化されるものかもしれませんが、特に英国及び欧州において、市場の動きはやや過剰であったように思われます。

実際のところ、「死者の日」は生命を祝福するお祭りであるとされています。これまで何年にも亘り、政治家や債券トレーダーなどは世界中での債務負担の飛躍的な増大にどのように対処すればよいのか、またなぜインフレによって債務を帳消しにすることが出来ないのか、を自問自答してきたことと思われます。今日、最大8%の名目成長と、2022年の4%の財政赤字、おそらく1.5%未満の借り換えに伴う調達コストによって、突如としてそれらが可能になるように思えてきました。

確かに、このような捉え方は楽観的過ぎるかも知れません。中期的に見れば、高い貯蓄率や労働市場における二次的な効果の可能性を考慮しても、基調的な成長ダイナミクスはそれほど堅調ではなく、足元のインフレ率は、燃料価格の高騰によってGDPデフレーターを上回る水準となっています。さらに、政府支出も一部はインフレに連動するため、債務縮小を達成することがより困難になっています。

しかし、実体経済のために、中央銀行は早すぎるタイミングでの利上げを行わないよう極めて慎重になる必要があり、実質金利が大幅な上昇を始めない限りは、インフレ上昇の妨げにもならないよう努める必要があるでしょう。

債券に特化した投資家にとって、これは必ずしも最適な結果とは言えません。これまでも指摘してきた通り、機関投資家は、債券利回りの低下と加重平均年限の長期化という状況に陥っています。

英国では、債券の平均年限が15年に近づいている一方で、実質利回りは-2.5%から-5%のレンジ内となっています。先週水曜日には、英国債務管理庁（DMO）が国債発行額の大幅な削減を発表し、現物債利回りの大幅な低下が見られたことにより、年金基金や保険会社が再びショート・ポジションの解消を余儀なくされました。結果としてこれらの投資家が、さもなくば前向きな債務縮小トレンドの負担を強いられることとなりました。

これに関連して、ラガルド欧州中央銀行（ECB）総裁は、欧州のインフレ及び金利見通しに関する投資家の質問に極めてストレートに回答しました。中期インフレが2%の目標に到達するまで、つまり当面は、利上げは選択肢にならないというものでした。

ただし現段階では、そのような結果を市場参加者も債券投資家も好んでいないと思われ、引き続き抵抗しているように見受けられます。

英国

英国に話を戻すと、既にお伝えした通り、投資家が今週のイングランド銀行（BoE、英中央銀行）会合を見据える中、金利市場のボラティリティは高止まりしました。市場では、今回の会合での利上げの可能性が50%超の確率で織り込まれており、2022年半ばまでに政策金利が1%に到達する可能性も織り込まれるなど、期待が高まっています。このような市場の動きは、中長期的なインフレ期待の「不安定化（“de-anchoring”）」に対する懸念を背景に、会合メンバーが慌てて中央銀行としての信頼性を守るための行動に出ようする中で、ここ最近のBoE高官の発言とも概ね整合的です。

英消費者物価指数（CPI）は来年には6%を超えるとみており、英政策担当者もそのような見方にいずれ達するであろうとみています。そのようなインフレ動向を踏まえると、1%近辺にある英10年国債利回りは低すぎると考えています。先週発表された英国予算は、最低賃金の引き上げや2022年の借入額引き下げなどの主要政策を踏まえると、想定よりもやや拡張的であったとみており、どちらかと言えば目先の英長期国債への需要を支えるものであったとも言えるでしょう。

しかし、インフレ動向が実質賃金を押し下げ、BoEによる利上げが住宅ローン費用を押し上げるといった点を踏まえると、英国の経済見通しは引き続き不透明です。これにより、スタグフレーションへの懸念は高まり、政府の政策も相まって、2022年後半のリセッション入りが増しに現実味を帯び始めています。

これに関して言えば、英予算責任庁（OBR; Office for Budget Responsibility）が6%とした2022年の成長見通しは、過度に楽観的であるように思えます。したがって、この先は「ダウニング街（英首相官邸）の悪夢」も予想され、足元では英ポンドのショート・ポジションを積み増しました。

米国

金利カーブのワイルドな動きとは対照的に、米国経済のファンダメンタルズに関連した話題は比較的静かでした。大半が主要なものではないものの、経済指標は、素晴らしく良好ではないとは言え全般的に底堅く、企業の決算発表シーズンにおいても、企業セクターの健全性に関連して比較的前向きなメッセージが聞かれています。また議会でも、予算案が合意に向けて進められています。通常合意までのプロセスに紆余曲折が予想されますが、予算案の規模に関してはやや見通しを引き上げています。

これらの動向は、いずれも、足元の金利の動きがテクニカル面主導であることを強調するものであると言えるでしょう。実際、より広範な金融市場における取引動向に目を向けると、米国株式市場は引き続き最高値近辺にあり、為替相場も概ね安定した動きとなっています。

社債

社債市場でもボラティリティは低位に留まり、米国及び欧州の現物社債のスプレッドは過去2週間でほぼ横ばいとなっています。決算発表シーズンが続いていることから新発債市場の動きも少なく、決算発表におけるアップサイド・サプライズも投資家に安心感をもたらしています。決算発表前には、コスト圧力が企業見通しに与える影響に関して懸念がありましたが、現段階では影響は抑えられているようです。

このような穏やかな市場環境とは裏腹に、ここ最近では個別銘柄ごとのばらつきが拡大している傾向が見られ始めました。先週は、ウニクレディトによる買収交渉が決裂したとの報道を受け、モンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ銀行の債券価格に大幅な動きが見られました。

さらに、Viceroy Researchにバランスシートの水増し報告を指摘されていたドイツの不動産会社アドラーの余波を受け、欧州不動産銘柄のボラティリティも更に高まりました。特段目新しい材料が無かったECB会合が、社債市場のボラティリティを更に高める要因になることはないと思われませんが、ECBによる社債の購入額調整に関連した話題には、この先市場参加者の注目が集まるとみられます。

今度の見通し

今後の見通しとして、今週は米連邦準備制度理事会（FRB）の会合に注目が集まるでしょう。ただし、何らかのサプライズの可能性は低く、他の一部中央銀行とは異なり、FRBは度胸試しのゲームには参加せず、量的緩和（QE）による債券買入額縮小（テーパリング）発表に対する明確なコミットメントは、信用維持のために躍起になっているとは受け止められないとみられます。むしろ、短期金融市場の流動性が低下し、短期金利がFF金利目標の下限近辺で取引されている足元では尚のこと、市場に歓迎されることでしょう。

短期金利市場にとってはテーパリング発表は安心材料となり、来年に向けた発行見通しが落ち着いていることも、現段階では、予想されるテーパリング開始に伴う痛みを和らげると言えるでしょう。

金利市場における恐怖は今週以降、「お菓子」よりも「いたずら」に見えてくるものかもしれません。ハッピー・ハロウィーン！

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