



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management

## 英仏海峡における悲劇は、ブレグジット後のEUの心境に変化をもたらすか

英国内の「EU離脱反対派」も、ブレグジットを受け入れました。EUも同様の対応をしてくれることを期待します。

2021年11月26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、バイデン米大統領がパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の再任を発表したことを受け、短期米国債利回りが週半ばまで上昇基調で推移しましたが、流動性が低下する感謝祭直後の市場での新型コロナウイルス関連のニュースを受け、この動きは一夜にして反転することとなりました。経済指標が底堅さを維持し、インフレに対する政治的な注目も高まる中、米連邦公開市場委員会（FOMC）は12月の次回会合において、債券購入縮小（テーパリング）のペースを速めることを発表すると予想しています。

今のところ、利回り曲線がフラット化する中で、長期国債利回りはレンジ内の動きに留まっています。ユーロドル金利先物市場では、2022年及び2023年についてFRBのドットチャート予想中央値と比較してややタカ派寄りの利上げ見通しが織り込まれていますが、市場参加者は米政策金利が長期的に見て2%を突破するとの見方に消極的であるようです。

しかしブルーベイでは、米国債の利回り曲線がこれまでに見られたようなフラット化をこの先も更に続ける可能性は低いとみており、この先は10年ゾーン主導の金利上昇が見られると予想しています。もちろん、ここ数日の新型コロナウイルスの新たな変異種B.1.1.52（オミクロン）の報道によって見方が幾らか変わる可能性があるものの、現段階では情報が不足しているため、確信をもって先行きを見通すのが困難な状態です。

金利市場以外では、短期金利の上昇に伴って為替相場では米ドル高基調が見られる一方、長期金利の変動が小幅に留まったことが株式市場の下支えになったことは興味深い展開でした。

多くの点から、このような動きは理にかなったものであったと言えるかも知れません。株式自体は非常にデフレーションの長い資産クラスであり、債券市場の長期ゾーンの動きに由来する、将来のキャッシュフローの割引率が株価に最も大きな影響を与える要因の一つであるためです。より速いペースでのテーパリングに関する議論や、2022年から2023年に掛けて3回の利上げが予想される状況にありながらも、米30年国債利回りは今年3月に付けた高水準から依然として50bps以上低い水準に留まっています。

したがって、同水準に大きな変化が見られるまでは、株式投資家が概ね楽観的な姿勢を維持したとしても理解出来ると言えるでしょう。反対に、長期金利が上昇を始めた場合には、株価の反落リスクや、業種別に見てグロス株からバリューストック株へのローテーションの可能性が高まると言えるでしょう。

欧州では、足元の新型コロナウイルスの感染拡大の第4波に市場の注目が集まりました。英国での経験に基づけば、感染拡大ペースは早期に頭打ちになるとみており、各国の政策担当者が、オーストリアの例のように再度ロックダウン等の規制を敷かない勇気を持つことを期待しています。現段階でロックダウンは政策ミスであるように見え、医療関連のデータに基づけば、WHOなどの機関が発する警告的なメッセージとは裏腹に、欧州大陸における入院率は今年春と比較して極めて低い水準にあるようです。

欧州での新型コロナ関連のリスクについてはそれほど悲観的に見てはいませんが、ここ最近の状況は、インフレ圧力が高まる中でも、欧州中央銀行（ECB）が12月の会合で比較的にハト派寄りの姿勢を維持するために十分な材料を与えるとみています。

市場では、ECBによる既存の資産購入プログラム（APP）の月額400億ユーロの増額が予想されており、2022年を通して、ユーロ圏国債市場の需給見通しは引き続き概ね良好であるとみています。ユーロ圏では2023年末まで見ても政策金利が大きく引き上げられるとは予想しづらく、ユーロ金利に関しては米国や英国と比較して比較的良好な見通しを持っています。

欧州のその他の国では、ドイツの連立協議がまとまり、来月初めにもシュルツ政権が誕生する見通しとなりました。また先週は、スウェーデンの政治情勢も注目を集めました。同国初となる女性首相が誕生したわずか数時間後に、連立政権が崩壊し、辞任するという出来事がありました。

11月は、スワップ・スプレッドや社債スプレッド、国債スプレッドが全般的に拡大基調となり、欧州クレジット債市場に幾らか圧力が掛かりました。12月を迎える中で新規発行は落ち着くと見られ、ECBが、可能性は比較的低いと見られるタカ派サプライズをもたらさない限りは、足元のスプレッド拡大基調が12月には反転すると予想しています。

また、例年1月は市場にとって季節的に良好な月であることも前向きな材料ですが、2022年末までに資産購入が終了されていくと考えれば、2022年を進むにつれて資産価格が調整を始める可能性があるかとみています。

エマージング市場（EM）では、（ある意味で当然のことかもしれませんが）感謝祭週間にトルコ（ターキー）が市場の注目を一身に集めました。インフレが高まる中で直近のトルコ中央銀行による利下げによって、トルコ経済のドル化が加速するとの見方が強まり、トルコリラが急落しました。

エルドアン大統領は通貨下支えのために中東諸国からの支援獲得に奔走していますが、足元でトルコが直面している課題の多くが同氏自身によって引き起こされたものであると言っても過言ではなさそうです。マクロ経済のファンダメンタルズのためには、インフレを抑えるための引き締め策が必要であり、（もしかすると次期政権によって、かもしれませんが）このことが認識されるまで、トルコ資産は圧力下に置かれることになるとみています。

一方、ロシアとウクライナの国境付近での状況もエスカレートしており、同地域の緊張が高まっています。11月は、各国の個別要因や地政学リスクの高まり、米短期金利及び米ドルの上昇など全てがパフォーマンスの重石となり、EM資産にとって苦しい1ヶ月となりました。

## 今度の見通し

今後の見通しとして、今週末に発表される11月の米雇用統計は力強い内容になると予想しています。米国では求人数が記録的な水準にあるほか、失業保険申請件数も減少傾向にあり、米労働市場の継続的な回復を示唆していると捉えています。感謝祭明けのブラック・フライデー及びサイバー・マンデー期間の消費売上も投資家の注目を集めるとみられますが、在庫が少なくなっている中、今年のホリデー・セールは例年と比較してかなり小幅な割引に留まることによって特徴付けられると予想しています。

12月を迎えるにあたり、予定されているFRB、ECB、イングランド銀行（BoE）の会合が全てある種の「臨場感」を持っているという点は興味深いと考えています。例年、12月の金融政策決定会合は、流動性が低下する時期に市場にサプライズや混乱をもたらしたくないという理由から、特段材料視されないような内容となる傾向があります。しかし今年は、依然として多くの決定事項があるように見られ、仮にブルーベイが予想する通りに米国で堅調な雇用統計と力強いインフレ指標が相次いで発表されれば、FRBは2023年のインフレ予想を引き上げざるを得ず、そのことがテーパリングのペースを速めるきっかけになるとみえています。

英国でも、今のところは堅調な経済指標が予想され、11月の会合では予想外に政策金利を据え置いたBoEが、12月には行動を起こすよう、より一層の圧力下に置かれても不思議ではないとみています。米国及び英国の会合におけるタカ派寄りなリスクとは対照的に、ECB会合ではハト派寄りの決定が予想されます。しかし、ラガルド総裁は過去にもコミュニケーション・ミスをしたことがあり、会合に向けて一定程度のリスクは残るとみえています。

より重苦しい内容となりますが、先週英仏海峡で起きた移民らの遭難事故によって、多くの命が失われたことは非常に心が痛む出来事でした。難民問題は世界的な課題となっており、異なる人口動態や地政学リスクの高まり、さらには気候変動の影響なども相まって、今後数年間でさらに困難な問題になると予想されます。避難民の数は増加一途を辿り、これに取り組むためにはより一層深い理解が必要となっているように思われます。

ここ数週間では、EU、とりわけフランス内での鬱積した不満によって、小さくて危険なボートに男性も女性も、子どもですらも押し込み、極寒の海上に送り出す人身売買取引にフランス当局が見て見ぬ振りをし、まるで自らが受け入れたくない避難民を英国側に送りつけているかのような状況が見られています。ブレグジット後のEUと英国に必要なものは、協調や協力であるはずですが。

英国はEUを離脱しましたが、EUにとって重要な隣人であることに変わりはないでしょう。今回の悲劇が彼らの頭を冷やすきっかけとなり、再び繰り返されないことを切に願います。英国内のEU離脱反対派も、ブレグジットを受け入れました。EUも同様の対応をしてくれることを期待します。

## 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