



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management

## 想像をかき立てるナンシーの飛行で金利は乱高下

米連邦準備制度理事会（FRB）高官のタカ派コメントによって、先々週見られていた米金利低下の動きは反転しました

2022年8月5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）



経済成長鈍化の兆しから、市場は来年に入ってからFRBの金融政策の転換を織り込み始め、先物市場では2023年に75bpsの利下げが織り込まれました。しかし、このことが金融環境の緩和につながり、株式市場の上昇が見られる中、FRB高官は、経済は暗い状況からほど遠いこと、インフレはまだピークに達しておらず、目標水準に回帰するまでにはまだ時間がかかるとの見通しの下で、利下げを織り込むには時期尚早であることを市場に警告しました。経済状況の点では、雇用、所得、消費はすべて拡大しており、金曜日に発表される雇用統計もこれを裏付けることになりました。

今年前半の2四半期連続でのGDPのマイナスによるテクニカル・リセッションについては、政策当局はほぼ取り合っていないようです。今のところ、引き続き焦点は経済成長のサポートではなく、価格の安定であると見られます。現段階で当社では、9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では50bpsの利上げが実施され、10-12月期、2023年1-3月期に更なる利上げが実施されて、最終的に今後半年間でFF金利は3.5%前後まで引き上げられることになると見えています。これが政策金利のピーク水準になることを想定していますが、今の段階でそれほど強い見通しは持てず、フォワード・ガイダンスが適切さを失っている中で、現実的にはFRBの姿勢は今後の経済指標次第になっています。

こうした状況に対して、米10年国債利回りは今後数週間で3%をわずかに超える水準まで上昇するとみて、米金利のショート・スタンスを構築しました。このポジションは、ナンシー・ペロシ米下院議長が台湾を訪問したことによる懸念から、質への逃避で金利が低下した局面で取りました。最終的には、この訪問によって地域の緊張に拍車がかかるだけになりそうですが、このことが大きな変化をもた

らず可能性は低いとみています。皮肉を言うならば、中国に強硬姿勢を示すことで、中間選挙に向けて民主党が恩恵を受ける可能性はありますが、10月に開催される中国共産党大会を前に、習主席がいくらか力を見せるチャンスを与えることにもなりそうです。米国のイールドカーブについては、サイクルのこの時点において、逆イールドが進み過ぎているとみています。こうしたことから10年債利回りについては弱気な見方をしており、さらに2023年12月限月のユーロドル金利先物についても、利下げが織り込まれすぎているという点から、ショートする投資機会がもたらされていると考えています。

ドイツ金利に対する弱気な見通しは、米金利ほどではありませんが、最近の金利の大幅な低下を受けて、ロングよりもショートに考えが傾いています。ユーロ圏のインフレがピークに至る時期は年末まで先延ばされる可能性があり、政府はエネルギー価格高騰による生活コスト負担を支えるために、財政緩和を実施しています。その結果、欧州中央銀行（ECB）は、インフレが正しい方向に向かうまでの今後数ヶ月間は、いくらかタカ派な姿勢を続ける可能性があります。その一方で、ユーロ圏で幅広くスプレッドの拡大が見られない限り、総選挙が近いイタリア国債を支援するために、ECBがトランスミッション・プロテクション・インスルメンツ（TPI）を用いることは考え難いと思います。最近のデータでは、先月のパンデミック緊急買入プログラム（PEPP）における再投資が、いかにイタリア国債に傾けられていたが判明しましたが、これがスプレッド拡大を抑制した効果はほとんど見られず、今後数週間で選挙キャンペーンが本格化する中で、さらにイタリア国債が下落する可能性があると考えています。

英国では、市場予想通りにイングランド銀行（BoE）は50bpsの利上げを行いました。しかし、これはハト派な利上げという位置付けになっており、バイリー総裁は、政策金利に事前に定められた軌道はなく、経済はリセッション入りし、しばらく続く可能性が高いという見通しを示しています。しかし、インフレは10-12月期に13%まで上昇すると見込まれ、次期首相が有力視されるトラス氏が大幅な財政拡大を約束している中で、他の地域で価格圧力が緩和し始めていくなかでも、英国では今後数年に亘って消費者物価指数（CPI）は高水準を維持するとみています。そのうちに、金利を大幅に引き上げることが必要になる可能性があり、10年国債利回りがキャッシュ金利とほぼ同水準の1.75%にあることを踏まえると、英国の長期金利に対してはネガティブな見通しを維持しています。

将来の金利見通しが引き下げられたことによる広範なリスク資産の反発と共に、社債スプレッドは7月に大きく縮小しました。多くの市場参加者が弱気な見通しを持っていた中、経済成長ファンダメンタルズが悪化しているにもかかわらず、ショート・カバーによってこの反発は助長されました。しかし、8月に入り、さらにこの上昇が続くと考えることは難しいとみています。国債利回りと将来の政策金利見通しは低下しすぎたと考えています。一方、発行体が利回りの低下とスプレッドの縮小を利用したことから、8月は新規発行の増加と共にスタートしました。その結果、市場テクニカルは弱含んでおり、先週はCDSインデックスを通じたヘッジを積み増し、全体の社債クレジット・ベータを引き下げました。スプレッドの縮小が進むのであれば、ヘッジを積み増す方針です。反対に、欧州CDSインデックスの投資適格（Main）で120bps、ハイ・イールド（XOVER）で600bpsという水準に達した際は、ヘッジの解消を進めるかもしれません。

通貨市場の値動きは安定していました。米経済成長の鈍化懸念とともに、円高が進みました。しかし、値動きはポジション調整によるところが大きいと考えられ、ポジションが整理された現在、日本円に再び下落トレンドが現れるかに注目しています。その他の通貨では、ノルウェー・クローネのロング・ポジションの利益実現を進め、ユーロに対する米ドルのロングについてもポジションを閉じる水準に近づいているとみています。全体的に見て、現時点において通貨の投資機会ははかり限定的であると考えています。

## 今後の見通し

今後について、マクロ見通しの点では明確な見通しが持てないことを強調しておきたいと思います。中央銀行はフォワード・ファイダンスを取りやめ、政策は毎月の経済指標次第で決定されます。新たに確信を強めているのは、米経済成長見通しについて弱気になり過ぎるべきではなく、経済指標ではっきりとした証拠が確認されない中で、2023年の大幅な金融緩和期待を募らせるべきではない、ということです。その他では、ユーロ圏や米国と同水準の物価上昇が英国でこの一年間で見られていますが、今後は差が広がっていき、他の地域でインフレが低下基調を辿る中でも、英国のCPIは上昇を続けると考えています。このことは、他地域と比較して英国のインフレのピークが後ずれすることを意味しており、次期首相が有力なトラス氏の財政拡大政策がインフレにさらに拍車をかけるでしょう。

一方、ボラティリティはこうした不透明感に対して高止まりしており、米2年債利回りは先週半ばに24時間で45bps変動しました。流動性は季節的に低く、市場は両方向に過度な動きを見せる可能性があります。ペロシ米下院議長の台北への飛行を追いかけるために、多くの投資家がフライトレーダーに引っ付いていたのは面白い出来事でした。過去8月には、大西洋やメキシコ湾岸のハリケーンの動きを予想し、市場参加者が気象予報の専門家のようになっていたことを思い出しました。こうした瞬間は、ある種の興奮状態や非合理性に傾いており、ポジションの取得（もしくは閉じる）タイミングになる可能性があります。実際に、多くのひとがスクリーンを離れ、ビーチで過ごしている8月は、一年のその他の月と比較してボラティリティが高まる月です。話題が豊富な一週間となりましたが、82歳の議長が残りの夏をもう少しゆっくりと過ごせることを願っています。

## ディスクレームー

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

