



RBC BlueBay
Asset Management



トラスより長持ちしたレタス万歳！

英国首相とレタスの「賞味期限」勝負で、レタスが勝利したと、英国の混乱は茶番劇として扱われています。

2022年10月21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)



前週に発表された9月の米消費者物価指数（CPI）が市場の落胆を誘う内容であったことから、先週は米国債利回りが上昇基調となり、市場では米連邦準備制度理事会（FRB）が2023年に5%超まで利上げを実施する可能性が織り込まれる展開となりました。しかし、このようなマクロ経済環境が来年のリセッションへの警戒感を高める中でも、堅調な企業業績が下支えとなり、リスク資産市場は比較的底堅く推移しました。

成長が減速する中、企業業績が予想を上回り続けることは困難になるとみられますが、利上げが実施される中で利ザヤが改善する銀行セクターは、好調を維持したとしても不思議ではないでしょう。

目先、米連邦公開市場委員会（FOMC）は11月2日の会合で政策金利を75bps引き上げ、3.875%（下限）とすることが広範に予想されており、市場の注目は12月の次回会合までにFOMCが利上げペースを減速させたいという兆候が見られるかどうかにかかっています。そのためには、労働市場が減速しているエビデンスがあれば、これが材料視されることになるかもしれません。

インフレに関しては、ここ最近の家賃や医療費の落ち着きが、今後数カ月間の指標に反映されていくものとみられ、幾らか安心感を抱いています。これを踏まえれば、政策金利の到達点は5%に満たない水準になるとみており、したがって米国債はフェア・バリュウに近いと考えています。

ただし、このような見方に慢心は禁物であることは十分に留意しています。もし金利がピークにあるとの当社の見方に誤りがあるとすれば、英国など他の経済と比較して、住宅ローンが長期の固定金利であることにより、米消費者は金利変化への感応度がそれほど高くないという事実によるのかもれません。

また欧州中央銀行（ECB）についても、今月の会合で政策金利を75bps引き上げ、1.5%にする予想しています。ユーロ圏のインフレは2023年初めまで高進を続けるとみており、それを踏まえれば、ラガルドECB総裁からは、経済が減速を続けたとしても、政策金利を抑制的な水準まで引き上げる以外にほとんど選択肢はないと考えるでしょう。

財政支援はその痛みを和らげるかもしれませんが、冬場を迎える中、多くのエネルギー集約型のセクターが利益の得られない水準で減産を余儀なくされることも予想され、引き続き見通しはそれほど明るくないと言えるでしょう。短期的には、穏やかな気候や最大容量に近い貯蔵水準を背景にガスのスポット価格が下落していますが、ロシアからの供給なしでは、ガス市場の構造が早期に変化する可能性は低いとみています。

その他では、ドイツの債務管理当局がレポ市場におけるドイツ国債の担保不足を軽減するため、自己勘定での保有債券の規模を増やす決定をしました。担保不足は市場のゆがみの一因となっていたと考えられており、政策担当者は対応を検討していたとみられます。

しかし、ECBが中銀預金金利に階層を導入する可能性があるとの見方は、支払われる最低金利を上回る利回り水準の債券への需要を高める可能性があるだけででしょう。利上げを背景に主要中央銀行が量的緩和（QE）からの損失に直面する一方、金利上昇によって銀行の収益が拡大している中、預金金利の階層化や銀行への課税に関する議論はここ数カ月間で活発化しています。

寛大な長期リファイナンスオペ（LTRO）の条件は今週のECB会合で変更されるでしょうが、欧州銀行の株価が35年前の水準を依然として下回る環境下において、政策担当者が銀行の利益を標的にすることはやや短絡的であるように思えます。成長を資金面で後押しするために、欧州が強固かつ健全な銀行システムを必要としていることは事実でしょう。

しかし、政策担当者は銀行を標的にしやすく、この傾向は2008年の金融危機以降ほとんど変化していないと言えるでしょう。欧州の当局者は一旦立ち止まり、さらにこの先10年に亘って構造的な経済のアンダーパフォーマンスを欧州に強いることになる前に、米国の当局者の失敗と成功から学ぼうとする必要があるでしょう。

銀行セクターに対する蔑視は、英国の政治家の間でも見られます。しかし、いわゆる「シティ・ボーイズ」（トラス氏のような人がロンドンの金融業界を指す際に使う、バカにした表現）が、実質的にトラス氏の運命を左右する集団であったことは、何とも皮肉であると言えるでしょう。保守党は新たな党首を探していますが、一人の候補者に絞ることが出来るかどうかは定かではなく、解散総選挙となり、政治的不透明感がさらに高まる可能性もあるでしょう。

トラス氏と不運なミニ予算が過去のものとなった今、経済への信頼感の喪失と、借り入れコストの上昇、英国の国際的なポジションの失墜こそが、トラス政権が成し遂げた唯一のことであると言えるかもしれません。実際、トラス氏はわずか一か月間で、エリザベス女王と英国経済、そして保守党を葬ったという声も聞かれるくらいです。

その他の地域でも、政策担当者が今や英国の事態をあざ笑うことに、それほどのためらいを感じていないと見られ、改めて、信頼と信用は、勝ち取るまでに長い時間を要するものの、失うのは一瞬であるということを思い知らされます。結果として、英国資産には長きに亘ってリスク・プレミアムが付与されることになるとみています。

しかし、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が前回会合を開いた時点と比較して経済見通しが大幅に悪化している今となっては、ハト派な対応が英ポンドの更なる下落につながることを恐れていない限り、過度に積極的な利上げを行い住宅市場の崩壊を招く可能性は低いと見られます。

年金負債対応投資（LDI: Liability Driven Investment）に関連した議論を踏まえれば、大半の英国債の売却は既に執行されたとみられます。英ポンド建ての投資適格債に関しては更なる売却が予想されるものの、さらに大幅なリスク削減が必要とされるのは、より流動性の低い資産やプライベート市場であると言えます。皮肉なことに、年金基金の積み立て率は金利上昇によって改善しており、中期的には、より流動性の低い資産を縮小させられれば、多くの基金が最終的には英国債及び長期の英ポンド建て投資適格債を買い戻すことになるでしょう。

しかし今のところは、これらのポートフォリオの取引が価格の下落を招き、買いの好機をもたらす余地があるとみています。また、量的引き締め（QT）の意向があるBoEによる資産売却も、市場の需給面の重石となるでしょう。したがって、英国資産の非伝統的な投資家の多くがこのようなリスク調整を行う必要に迫られる可能性があり、この先数週間は相対価値に基づく投資機会が有効となるかもしれません。

その他の市場では、株式市場の流れを汲んで、クレジット市場が比較的静かな動きとなりました。また為替も概ねレンジ内の動きとなりましたが、日本では、金利差の拡大が続く中で円安が加速し、前年同月比のコアCPIが3%を上回る上昇率となる中、1ドル150円を試す展開となりました。ブルーベイでは、引き続き日銀のYCCの終了を予想し、辛抱強く日本国債のショート・ポジションを維持しています。

エマージング市場では、ハンガリーにおける流動性の引き締めによって、ここ最近下落していたハンガリー・フォロントが反発しました。また、ハンガリーがEUとの諍いにおいて歩み寄りを見せ、次世代のEU基金（NGEU）からの拠出への道が開かれるとの期待感も高まったようです。

今後の見通し

今後の見通しとして、引き続き、米国の金利見通しが頭打ちし、利回りの見通しが転換したとの確証を得られるまでは、より前向きな見方を持つことは難しい不安定な状況にあるとみています。つまり、インフレ関連の良いニュースを待ちながら、辛抱強さを維持することが重要であると考えています。しかしそれと同時に、現状の利回り及びスプレッド水準に関しては幾らか投資妙味もあるとみており、長期的な投資期間で見れば、リスクを積み増すことも検討していく方針です。

先週は、「Just Stop Oil」による抗議活動が昨今の英国における茶番劇を物語る一例となりました。この抗議活動は、通行の妨げとなっただけでなく、一部の活動家が貴重な絵画に缶入りのスープを投げつける中、英国警察はその様子を傍観することに満足しているかのように見え、他の人にも有名になるためのそのような行動を促しているようでした。

英国には、抗議活動を行う権利に関しては長きに亘る伝統がありますが、これらの活動家らが、自らの行動によって他者を傷つけることをまったく気にしていない様子は、自分のことしか考えない今日の社会を象徴する出来事であったと言えるでしょう。何百万もの人が貧困から脱却して、世界のエネルギー消費が年間1%増加する中で、原油及びガスといったセクターに資金を出さないという動きは、もっと問題のある代替となるエネルギーへの消費を増やすという想定外の結果につながるだけかもしれません。

全ての人々が、再生可能エネルギーの生産拡大を望んでいるのですが、この先何年にも亘って、需要の成長が供給量を凌駕する状態が続くと予想されます。したがって、原油・ガスへの投資に必要なIRRの上昇をもたらしてきたESG的観点は、同セクターへの構造的な投資不足や価格上昇、つまり石炭需要の大幅な増加につながってきたのみであると言えるでしょう。エネルギー移行において、もっと賢い道が見つかることを祈ってやみません。狂信者によって再び暗黒時代に引き戻されることはあってはなりません。

2020年以降のディストピアなイベントを振り返ると、我々は決して予想もしなかった出来事を目の当たりにしてきたと言えるでしょう。とは言いながらも、ある英大衆紙によるトラス（首相）とレタスの「賞味期限」勝負で、レタスが勝利する瞬間を目の当たりにするとは、誰が想像したことでしょうか。

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



RBC BlueBay
Asset Management