



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management

## 英国にはサッチャーが必要

プラチナム・ジュブリーが気を紛らわしてくれるイベントとなりましたが、インフレ圧力の高まりとストライキの増加に頭を抱えています。

2022年6月10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)



インフレ上昇懸念が続くなか、グローバル債券の利回りはこの1、2週間上昇しています。ユーロ圏のインフレ率は5月に8%を超えましたが、まだ低下の兆しは見られず、7-9月期に9%程度でピークに達するとみています。このことを受けて、欧州中央銀行（ECB）はよりタカ派方向に進まざるを得なくなっており、市場が織り込む利上げは、2022年末までにレポ金利を125bps引き上げる0.75%に達しています。最終的に、ユーロ圏で成長鈍化が見られる中で、年末にかけてインフレ懸念が早急に後退すると見ており、そのため現在市場で織り込まれている利上げ見通しは行き過ぎであると考えています。しかし、価格上昇圧力が落ち着くまでは、利回りの動きが安定することは難しいかもしれません。一方、市場の分断リスクの可能性に対して、それを抑える政策について詳細が限られていることから、ユーロ圏のスプレッドへの圧力は強まっています。ユーロ圏の社債のスプレッドも、インフレ率見通しの上昇と経済成長見通しの悪化を受けて、拡大しました。政策当局者が対応を迫られるには、欧州周辺国債のスプレッドが今の水準から一段と拡大することが必要になるとみています。

米国では、マクロ状況はより前向きなものになっています。金融環境の急激な引き締めの中で、米連邦準備制度理事会（FRB）の対応は期待していた効果をもたらし始めているという見方もあります。しかし、価格圧力がさらに落ち着くまでは、米連邦公開市場委員会（FOMC）は利上げに対してタカ派な姿勢を維持するとみています。期待インフレ率の上昇を回避するために、価格の安定を出来るだけ早急にもたらしたいとの考えから、FRBは引き締めを前倒し、米政策金利は年末までに3%に引き上げられると見ています。

米国の経済活動を示す指標は健全で、家計及び企業のバランスシートは良好な状態にあり、リセッションに陥る可能性はベース・ケースではなくリスク・ケースであると考えています。財政赤字が急速に縮小しているという財政面でのデータでも、米国経済の強さが示されていると考えています。昨年末においては米国の財政収支は大きなマイナスであり、パンデミック禍で実施された減税の廃止が必要となると見られていました。しかし、このところ目の当たりにしている状況は、ラッファー経済理論の勝利を予告するかのようであり、減税の先行によって得られた資金が経済活動に投じられた分だけ成長を高めたようです。

欧州の経済成長見通しはもっと弱く、10－12月期にGDP成長率がマイナスになる確率は50/50であると考えています。生活費の高騰はユーロ圏の経済と企業センチメントに大きな重石となっています。しかし、労働組合、雇用主、政府が社会全体での合意を重視しようとする中で、ドイツでの賃上げ要求が比較的抑えられているのを見ると、1970年代に見られたようなスパイラル的な賃金上昇が見られる可能性は低そうです。しかし、ドーバー海峡を渡ると状況は違います。英国では、ブレグジットによる労働力不足によって賃上げ要求は加速しており、ストライキが急増しています。イングランド銀行がインフレ率上昇を看過し、期待インフレ率を抑えようとするリーダーシップを見せない中、日ごとに悪いニュースが増えています。

ボリス・ジョンソン首相に対する不信任案は否決されたものの、かなりの傷を負っています。この結果、減税や欧州の貿易相手国との衝突リスクとなる北アイルランド議定書の停止といった、よりポピュリスト寄りの方向に政策が向かう可能性があります。こうした動きは、インフレと英ポンドへの更なる圧力となるかもしれません。英国資産と通貨に対しては弱気な見通しを持っており、この数日間で英ポンドのショート・ポジションを積み増しました。英国に対しては今後数週間及び数ヶ月の見通しにおいて、前向きな考えを持つことが難しくなっています。英国はすでにスタグフレーションの最中にあり、経済成長率とインフレ見通しが共に悪化するなかで、こうした圧力が強まる可能性が高いと考えています。

一方、日本での進展にも注目しています。日銀のイールドカーブコントロール（YCC）への執着によって、内外金利差が拡大する中、日本円は下落を続けています。このことがインフレにもつながる中、日銀は政策転換をしなければならない時期に差し掛かっているかもしれません。もしそうなった場合、日本国債利回りは大幅に上昇すると予想されることから、リスク・リターン非対称性を踏まえれば、日本金利のショートは魅力的なポジションであると考えています。その他アジアでは、中国当局は、厳しいロックダウンによって新型コロナは消滅したことを証明したかったようです。しかし、香港や上海でも感染者数の増加が見られており、ロックダウン解除は一時的になることが想定され、経済は停止と再開を繰り返す形になると見えています。エマージング市場一般においては、交易条件ショックの観点からの勝者と敗者に着目しています。トルコでは資本規制が実施される可能性があり、インドの財政収支も急速に悪化している一方で、商品輸出国はより盤石となっています。

## 今度の見通し

今後については、米CPIが市場の方向性を決める重要な指標となるでしょう。予想を上回る上昇が見られた場合には利回りが再び上昇し、リスク資産への重石になると考えられます。数多くの事例から、米国のインフレ見通しについては、より前向きな見通しを持っています。しかし、グローバルなその他地域におけるインフレ指標が予想を上回っている点は、懸念材料になっています。とは言え米国では、経済の過熱感によって金利は「正しい」理由から上昇をしているように見え、その他の地域とは状況が異なっていると考えています。

英国では、プラチナム・ジュビリーが気を紛らわしてくれるイベントとなりましたが、英国内の空港を最近訪れた人には分かるように、この国は非常に間違った方向に向かっていることを明白に感じます。特に、利益と権利という文化が確立されてしまったようで、やる気のない態度と、労働者は働き方、職場、時間を自由に選べるべきだという考えによって、労働生産性は酷いことになっていると思います。この70年代のような流れはさらに続く可能性があり、将来的にサッチャー時代が再び必要になるかもしれません。この最終的な結論を社会が認識する、あるいは受け入れるまでには数年が必要で、適任となるリーダーは見当たりません。当面の間は行き詰まり状態のようです。

## 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



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management