



## 気温上昇

ヨーロッパの今年の天気は、まるで政治と金融市場の動きを反映したかのようです。

2022年7月22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)



欧州での地政学的な動き、イタリアや英国での国内政治情勢、夏休みの薄商いの中での毎週の市場の動き、至る所で熱波が起きているような状況です。先々週は、米CPIの結果が市場予想を上回ったことで、金融市場が総崩れになるのではないかと考えられました。先週は、イタリアでドラギ首相が辞職をし、問題の多い早期の総選挙が実施されることになるだろう、という政治面での深刻な悪材料がありました。しかし、市場は比較的落ち着いた取引となり、主要金利は安定的に推移し、リスク資産は反発しました。欧州中央銀行（ECB）の政策会合はまたもタカ派サプライズの結果となり、利上げ幅は0.25%と予想されていましたが、実際には0.5%の利上げとなり（インフレが主導する世界において、フォワード・ガイダンスはあまり意味をなさないことが示されました）、ユーロ圏はマイナス金利から脱却しました。その後のラガルド総裁の会見では、先回りして引き締めを行う意図であるとのコメントでショックを和らげ、ターミナル・レートが大幅に引き上げられることはないという安心感がもたらされました。さらに、新たな分断化防止ツールである「トランスミッション・プロテクション・インスツルメンツ（TPI）」の詳細についても発表がありました。政策理事会の一存で、全てのユーロ圏の国に対して無制限の介入を許容するという点で、最終的なバックストップとしては画期的なものかもしれません。しかし、常にそうであるように、神は細部に宿ります。現時点で、このツールの実際の使用については多くの曖昧さを抱えており、イタリアの政治状況が悪化するなかで、スプレッドの更なる拡大を抑制するために十分なものであるかどうかはわかりません。さらに、ノルドストリームIを通じたロシアからのガス供給再開によっても幾らかの安心感が広まり、このことも市場に追い風となりました。とりあえずはワーストケース・シナリオは避けられた形となりましたが、一時的な猶予となる可能性も高いとみています。ウクライナでの勝利をプーチン大統領が画策する中で、欧州とのゲームを続けることに対しては注意を払っています。要するに、現段階では不安定と不透明が勝つ

ており、非常に慎重な姿勢を続けるということになるかと思います。極力、灼熱の場所を避け、キャッシュを持っておくことが今は賢明なアプローチであると考えています。

米国については、粘着性の強いCPIの結果を受けて、米連邦準備制度理事会（FRB）による次回会合での100bpsの利上げを市場は織り込み始めました。ボラティリティは高まりましたが、ウォー理事及びブラード総裁は、そうした極端な動きを落ち着かせるように、すぐにコメントをしました。その結果、米短期金利はかなりの落ち着きを取り戻し、次回会合では75bpsの利上げを織り込んだ水準となっています。金利市場の落ち着きとFRBによるコメントは、株式とクレジット債市場がポジティブなトーンとなるきっかけになりました。米国債のイールドカーブがもたらす投資機会にはさほど興味深いものはないと考えており、米金利は上昇する可能性が高いとみているものの、全般的な不透明感や横風を踏まえ、今のところは様子見姿勢を取っています。

先週は比喻表現を用いたいと思うことが数多くあり、イタリア政治についてはハンブティ・ダンブティを思い出さずにはいられません。ドラギ首相が率いた左派と右派の政党で構成された脆弱な連立政権は崩壊し、議会で過半数をまだ維持しているとはいえ、ドラギ首相はドラマを十分に堪能したようでした。左派と右派の政党の支持なしでは政府を率いることは出来ませんが、左派（五つ星運動）と右派（同盟やフォルツァ・イタリア）は連立政権には参加しないことを表明しました。その結果、議会は解散され、秋に総選挙が実施されることとなりました。このことは、予算編成、欧州復興基金からの拋出、欧州を襲うエネルギー危機に対処する協調体制といったことを複雑化させるでしょう。イタリアの選挙システムの構造と実際の全体的なイタリアの政治情勢は、選挙によって安定した政府をもたらすという目的には適しておらず、そのような安心感ももたらしていません。現在は右派政党である「イタリアの同胞」が世論調査においてはリードしており、選挙結果として最も可能性が高いのは、イタリアの同胞、同盟、フォルツァ・イタリアという右派政党による連立です。しかし、この組み合わせへの支持率も世論調査においては50%を超えていません。SNAFU（状況はいつも通り、全ては滅茶苦茶）という米海軍が使ったことで有名なスラングがイタリア政治にはピッタリのように思います。これまでのところ、イタリア国債のスプレッドの動きはかなり落ち着いています。スプレッドの拡大幅は20bps程度で、全般的な市場のポジティブなトーンによって、一連の混乱による影響は抑制されています。また、ラガルド総裁やECBは分断化防止ツール（TPI）を使って救済をしてくれるという期待感が高まっていることも背景にあるでしょう。ECBがTPIに同意出来たことには嬉しい誤算ですが、実際にどのように使われるかについての疑問は数多く残されています。イタリアに対しては、わずかなショート・ポジションを取っており、ECBの解決策が試される方にリスクは傾いているという見方を続けています。

英国の温度は、色々な意味で高まるばかりです。保守党党首の選出が行われており、候補者は前財務大臣であるスナク氏（どちらかと言えば支持します）と現国際貿易大臣であるトラス氏（ダウニング10番街に最も近そうです）の二人に絞られました。選挙戦における公約を額面通り受け取った場合、二人の政策上の明白な違いは、スナク氏は財政規律を守りながらの成熟した経済政策ミックスへの責務を唱える一方で、トラス氏は大胆な減税を約束し、イングランド銀行の独立性を脅かす発言をしています。こうした主張の違いを踏まえれば、トラス氏が大いに有利で、次期首相に就任することに意外感はないでしょう。財政面の無規律、弱々しく、分断化されたインフラ銀行、相変わらずの有害な政治といったことを想定すれば、引き続き英国資産についてはネガティブな見通しを持っています。SNAFU!

## まとめと・・・

概して、マクロ経済ファンダメンタルズや政策の方向性に関する分析においては、風向きを見極めることには自信をもってしています。しかし、現段階においては、マクロ状況が不透明で不安定であるということによって、立ち往生をしています。中期的には、今年後半は前半よりも良い状況になるとは考えているものの、まだ慎重さを保ち、見通しが開け、投資機会がより明白になるまで待つべきであると判断しています。ポートフォリオはシンプルなものとし、この先がより見通せるようになるまでは、可能な限りキャッシュを保有する方針です。当面の間は涼しいところで、幸運を待ちたいと思います。

## 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