



## プーチンがガス栓を閉める

欧州の見通しは厳しいものとなっていますが、ロシアによる行動はクリーン・エネルギー化を促進する可能性が高いです。

2022年7月29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)



オーバーシュートしているインフレに対抗するために、米連邦準備制度理事会（FRB）は75bpsの利上げを決定し、政策金利（FF金利）の下限レートを2.25%としました。しかし、政策金利が中立金利の水準に到達し、今後の利上げペースについては減速するかもしれないことが示唆されたことが、金融市場においては明るい兆しと捉えられ、今後数ヶ月のうちに政策金利はピークに達するという見方が強まりました。しかし、この観点で言うと、政策の道筋は完全に経済指標次第であり、パウエル議長は、フォワード・ファイダンスという見方を振り払うことに気を配っていました。9月に開催される次の米連邦公開市場委員会（FOMC）までに、インフレ及び及び労働市場に関する経済指標の発表がそれぞれ二回あり、今後FRBが評価する材料は十分にあります。

米金利が低下するとともに、多くのひとが懸念するほどに米国の経済成長見通しは悪化しないとの考えから、当社ではデフレーションのショート・バイアスに傾いています。特に、FF金利が数ヶ月前に懸念されていたほどの高い水準でピークを迎えないとすると、尚のことです。FF金利が4%を超えると、米経済はほぼ確実にリセッションに追い込まれることになると考えていますが、ピークが3.5%（もしくはそれ以下）だった場合、経済成長が大きくマイナスになる可能性は低いとみています。4-6月期のGDPが予想を下回ったことで、米金利はさらに低下しました。この結果を完全に見過すことは出来ないものの、FOMC後にパウエル議長は、GDP速報値は後ほど改定が行われることや、特に労働市場といった経済指標の強さを踏まえれば、経済の道筋を見るには適切な指標ではないという趣旨の発言をしています。2023年の利下げと金融環境の緩和への期待はリスク資産にも下支えとなっていることから、リスク・バランスはFRBが市場を失望させるほうに傾いていると考えています。インフレが2%というターゲットに近づいた後もしばらくの間、緩和方向に向かうことはない

考えており、インフレがこの水準まで落ち着くまでも少なくともあと一年はかかると見えています。

一方、ユーロ圏のセンチメントは悪化を続けました。ロシアがパイプラインを通じたガス供給を制限したことによって、リセッション懸念がさらに高まりました。足元の稼働率は20%となっており、EUはエネルギー相会合を開催し、ガス消費量の15%削減に合意しました。しかし、これは自主的に求めるものであり、例外規定が多くあります。そのため、このことによって、需要をどれだけ管理できるかに注目が集まります。現在の状況では、ガス備蓄は冬の終わりにかけて底をつき、今後数ヶ月の内に配給管理が避けられなくなり、停電となるリスクもかなり高いと見られます。政府が一般家庭への供給を出来る限り優先しようとするなかで、これは生産に大きな影響を与えると考えられます。一方、プーチン大統領は、こうした経済への痛みによって、西側諸国が経済制裁やウクライナへの支援を後退させ、ロシアがウクライナのかんりの領土を勝ち取ることを期待しているのかもしれませんが、しかし、和平協定が実現するまでにはまだ遠く、戦争が継続するなかで、ロシアに対する姿勢は軟化するよりもむしろ強硬になってきているとみられます。

国レベルでは、ドイツとイタリアがロシアからのガス輸入に対する依存度が高い国です。そのため、イタリアに関して言えば、9月に投票が行われることになる総選挙キャンペーンの中心に経済対策がなるでしょう。生活水準の低下によって、政治はよりポピュリズムの方向に向かっているようで、エネルギー危機による経済の落ち込みを抑制するための減税や財政支出が謳われています。このことで、イタリアの債務水準は現在よりも上昇し、GDPに対する債務比率が150%を超えるかもしれません。金利が上昇し、イタリアの資金調達コストが上昇するなか、こうしたファンダメンタルズの悪化懸念がイタリア国債のスプレッド拡大につながっています。10年債の対独スプレッドが250bpsに近づき、他のユーロ圏のスプレッドにはほとんど変化が見られない中で、ECBが新たに発表したトランスマッション・プロテクション・インスルメンツ（TPI）の効力はよくわかりません。

もしECBがイタリア国債のスプレッド縮小を促すことに積極的な姿勢を示した場合、これは財政規律の緩和に対してゴーサインを出すこととなります。さらに、ECBは数年間に亘って資産買入を通じてイタリア国債市場を下支えしてきました。量的緩和（QE）から脱却したばかりである中で、もしこれを再開した場合、そもそも支援を終わらせることはできるのかという議論が起こるでしょう。さらにTPIを今すぐに発動させる準備は整っていないと思われ、先週発表されたTPIの内容にはまだ多くの疑問が残り、メカニズムの詳細についても回答を得られていません。おそらくは、以前から存在するOMT（国債買入プログラム）が、イタリアのスプレッド拡大が進んだ時に、最も明確な支援策となるかもしれません。しかし、選挙キャンペーンのまただ中であって、暫定政権がOMTプログラムで求められる条件をどれだけ約束出来るかは、かなり不透明です。そのため、有権者が投票を行う前に、ここ最近のスプレッド拡大が旧来のイタリア危機に変容し始めているリスクがあり、これが実際に起き始めた際に、有権者と政治家がどのように考えを変えるかは興味深いところです。

英国では、トラス氏が保守党の新党首となる可能性がますます高まっています。このことで、経済成長を改善させるためのさらなる減税（さらにイングランド銀行にあまり利上げは行わないように働きかけたいという思い）が実施されるかもしれません。こうした場合、英国では2023年もインフレのオーバーシュートが継続するリスクがあります。ここ数ヶ月で驚いていることは、英国のインフレがアンダーパフォームする見通しがなく、他の主要経済と同水準の上昇に留まっていることです。しかし、今後は他の主要国においては消費者物価指数（CPI）が低下に向かう可能性すらある中、英国のインフレは上昇が続き、差が広がると考えています。こうした状況になった場合、英国資産は構造的にアンダーパフォームすると考えられますが、短期的にはインフラ銀行は他の主要中銀と比較してハト派な姿勢を続け、次回会合でも25bpsの利上げに留める可能性があると考えています。これは2022年の残りの間に市場が織り込んでいるよりも、かなり小さな利上げとなってしまいます。しかし、他の主要国が政策金利のピークに達する一方で、英国は2023年も利上げを実施する必要に迫られると思われ、今後さらに差は広まるとみえています。

日本では、その他のグローバル市場に追随するように、この一ヶ月で金利はいくらか低下しました。しかし、インフレは上昇基調にあり、円安が進むなかで、日銀は政策の見直し迫られ、イールドカーブコントロール（YCC）を終了すると引き続き考えています。金利水準がわずか0.2%ということを見ると、リターンの非対称性から、円金利のショートを選好しています。その他、アジアの国では、中国が地域ごとのロックダウンを実施したり解除したり、という経済の再開と停止を繰り返しており、ゼロコロナ政策がセンチメントの重石となりつつあります。エマージング市場では、脆弱な銘柄はアンダーパフォームを続ける一方、高格付け銘柄は全般的なリスク資産のパフォーマンス改善と共に上昇が見られました。

7月の社債市場はプラス・リターンとなっており、記録的な下落に見舞われた6月からの回復が見られています。センチメントが全面的に弱気になっていたことから、短期的にはスプレッドがさらに縮小する余地があるかもしれません。欧州CDSインデックスのスプレッドを見ると、投資適格（Main）が120bpsでハイ・イールド（XOVER）が600bpsという水準は、中期的に投資妙味があると思われていますが、今サイクルにおけるピークに達したと結論づけることは時期尚早であると考えています。通貨では、欧州圏通貨に対しては弱気な見通しを続けていますが、中東欧通貨でより大きなショート・ポジションを取るスタンスに移行しています。チェコ・コルナとポーランド・ズロチは割高な水準にあり、アンダーパフォームすると見る一方で、ノルウェー・クローネについては前向きな見通しを維持しています。

## 今後の見通し

今後については、マクロ面の不透明感の強さを意識することが適切であると考えています。市場参加者と政策当局が、先の見通しで動くのではなく、経済指標に反応するなかで、政策は会合毎に決まっていきます。グローバルな経済成長とインフレのトレードオフは、かなり重石になっており、今後数ヶ月の道筋について強い自信を持つことは難しくなっています。とは言うものの、市場は必要以上に米国の経済成長に対して後ろ向きになっていますが、当面は米国例外説が続き、グローバルに見れば、米経済はアウトパフォームを続ける可能性が高いと考えています。

一方で、欧州の見通しは厳しいです。しかし、欧州の政策当局は財政支援を講じると考えており、政策当局も健全な状態にある企業がストレスに晒されることを傍観したくはないでしょう。中期的にはプーチン大統領の行動によって、欧州のクリーンエネルギー化は進み、数年の内にロシアのガスは欧州大陸において重要な役割を果たさなくなるかもしれません。短期的には、でこぼこな道を歩むこととなり、これに対応する際の疑問点は、こうした困難な時期を乗り越えるためのリーダーシップが存在するかどうかです。確かなのは、元首相で元中央銀行総裁でもある有能な人物が、新たな職探しをもうすぐ始めそうなことです。

## 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

