



Global Asset Management
BlueBay Asset Management

英国よりもルワンダのほうが魅力的

光熱費が高騰する中、アフリカの太陽のほうが、欧州の凍える冬よりもずっと魅力的に思えてきました

2022年8月12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)



7月の米CPIが予想を下回り、比較的落ち着いた内容となったことで、インフレはピークアウトし、このことが米連邦準備制度理事会（FRB）の政策の道筋を先導することになるとの期待が、リスク資産の下支えとなりました。しかし、総合インフレは前年比+8.5%、コアインフレも前年比+5.9%という水準を維持しています。コアインフレが年末までに5%を大きく下回る可能性は低いと見ており、FRBが安心できる水準となるのは2023年末にかけてではないかと見ています。そのため、来年の早い段階での利下げを期待するのは時期尚早であると考えています。直近の雇用統計では、今のところ米経済は良好な状態にあることが明らかとなり、リセッションを示す証拠はありませんが、2022年にイールドカーブが逆イールドとなったことで、来年はリセッションとなると考えることが自然であるという見解のもと、一部の市場参加者はそのような期待をしているように思われます。そのため、今後米10年債利回りは3%を上回ると引き続き考えており、10年債及び2023年限月のユーロドル先物を通じたショート・ポジションを維持しています。

9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）までに雇用統計及びCPIの発表がもう一度ありますが、利上げが50bpsになるかそれとも75bpsになるかという予想はかなり拮抗した状態にあります。今後数週間でその回答は得ることが難しそうななかで、ここ数週間の市場を特徴づけた金利市場の高いボラティリティは落ち着く可能性があると見ています。こうした環境によって、投資家のポジションが過度に慎重となっているなか、株式及びクレジット・スプレッドはさらに反発が見られるかもしれませんが、金融環境の緩和が進んでいることで、これまで取ってきた政策が相殺されてしまうかもしれないことに神経質になり得る一部のFRB高官は、このことを快く受け止めない可能性があります。そのため、こうした動きに対する警告を発するFRBからの比較的タカ派な発言によって、価格

の上昇は抑制されるかもしれませんが。この数ヶ月でリスク資産に対してはわずかなロング・バイアスを取ってきましたが、こうしたことを背景にエクスポージャーを減らし、ここからの上昇局面でスプレッドの縮小が見られた際にはヘッジ・ポジションを積み増すことを検討しています。反対に、スプレッドが再び拡大した際には、ヘッジ・ポジションの利益を実現する方針です。全体としては、数週間の夏の間の落ち着きが見られた場合、9月にみんなが「バック・トゥ・スクール」で市場に戻った際には再びボラティリティは高まることが予想されるため、それに備えたポジションとするために投資機会を活用すべきであると考えています。

欧州でのニュースフローも静かな一週間となり、ほとんどの話題は気温に関するものでした。しかし、干ばつが水力発電に影響し、エネルギー危機が高まるなか、ガス価格の上昇圧力に落ち着きの兆しはほぼ見られませんでした。英国では、政策当局はクリスマス以降の家庭及び企業における電力削減計画を発表しましたが、どのような気候になるかによって条件は大きく変わりそうです。多くのひとは、風力発電において最大の出力を見込むことができる、穏やかで雨が多く風の強い気候を望んでいます。しかし、乾燥した寒い、風の強くない天候であった場合、数年前にガス貯蔵施設を閉鎖した英国では、ガス備蓄はすぐに底をつく可能性が高く、運次第となっています。もちろん、火力発電は短期的な解決策となりますが、数日先のことしか考えられないひとたちが政策当局者となっているなかで、コンティンジェンシー・プランが用意されていると考えることは楽観的すぎるとみています。

一方、欧州大陸における話題は、エネルギー価格の高騰による生活費へのショックを支援するための、様々な財政政策に関するものでした。これらの政策は、差し迫るリセッションを回避するものではなく、和らげるだけに過ぎないものになると見られます。うわべだけを見れば、典型的にはこうした経済成長見通しは、ユーロ圏の国債利回りに対してより前向きな見方を持つことにつながります。しかし、ユーロ圏のインフレは今年末まで高止まりし、米国に遅れを取る可能性が高いことから、2022年末までに欧州中央銀行（ECB）がよりハト派に転じる余地はほぼないと考えています。

英国では、インフレの差はより明白になると見えています。これまでのところ、英国のインフレ上昇が米国やユーロ圏の動きと近いものになっていることに驚いています。しかし、今後の差はより大きくなると考えられ、イングランド銀行（BoE）でさえ10月にCPIは13%を超えると予想しています。英国のインフレは、来年4月の規制解除による値上げと企業が最終消費者に生産コストを転嫁しようとするなか、来年も非常に高い水準になると見られます。英国の労働市場はプレグジットの結果と労働力プールの激減によって、非常に逼迫しており、多くの主要セクターにおける組合による過度な賃上げ要求を抑えこむ意欲は弱体化した政府にはほぼないかもしれません。スタグフレーションは長引き、英経済は1970年代のような状態に戻ってしまう可能性があります。

最近のBoEによるリセッションへの警告があったにも係わらず、英政府は今後待ち受けていることをほぼ消化できていないようです。実際に、英国の公務員は、政治家がどれだけ無能であったとしても、十分な人が職務をこなし、国が上手く回ることを守ってきました。しかし、広範な失業、失望、仕事に戻ることに拒絶などによって、国が日々上手く機能することを確かなものとする公務員のキャパシティは低下しました。こうした評価や見通しを踏まえ、英国債、英ポンド、その他英国資産に対して中期的に非常に弱気な見方を維持しています。

その他、米CPIの結果によって、エマージング資産は押し上げられました。投資家は、エマージング資産への投資は抑えているとみられることから、市場の需給面は前向きに捉えています。流動性はこの数ヶ月で非常に低下していました。このことによって、スプレッド及び個別債券は、市場が一方向に向かった際には、買い手が不在となる中で全ての人々が売却を進めようとしたことから、大幅な下落に見舞われました。同様に、買い手が市場に戻り、売り手が不在となった場合には、価格は反対に大きく上昇する可能性があります。しかし、エマージング諸国の差別化に引き続き着目しており、ファンダメンタルズが盤石な国と、食品及びエネルギー価格上昇が大きく悪影響を受ける国があると思っています。こうした点からは、南アフリカ及びブラジルの現地金利に対して前向きな見通しを持っている一方で、トルコ、北アフリカ諸国及び一般的にフロンティアと呼ばれる国には弱気な見通しを持っています。

為替市場では、CPIを受けて米ドル安となりました。しかし、中期的には米経済はアウトパフォームし、ドル高の終わりはまだ迎えていないと考えています。一方、豪ドルは強気見通しとする一方、ユーロ圏以上にインフレがオーバーシュートしている中東欧通貨についてはユーロに対して下落する可能性が高いとみています。例えば、7月のチェコのインフレ率は17.5%となり、コルナを買い支える最近の中銀による介入は、継続的に維持出来るものではないと考えています。

今後の見通し

米国の雇用統計やCPIといった「ビッグ」データの発表が終わり、8月の残りの期間は、市場はもう少し静かになるかもしれません。北半球のほとんどで太陽がじりじりと降り注ぐ中、しばらくの間は興味がビーチに向けられても不思議ではないでしょう。季節的なことを言えば、9月初旬の職場復帰に先立ち、投資家は年後半に向けて考えをまとめ直している時期かもしれません。

一方、英国では史上最高気温を記録するなかで、今後数ヶ月で寒くなることを心配することは奇妙にも思えます。しかし、1月に電気が消えた場合にはかなり厳しい状況になると思われ、政府関係者と話す中では、地域コミュニティのなかで人々が暖を取れる場所を指定しようという話し合いをしていることには懸念を抱いています。耳にしているほどにはひどい状況にならないことを願います。しかし、プリティ・パテル内務大臣は、不法移民をルワンダに移動させるためにホテル代や飛行機代を支払うのではなく、高齢者が冬の間暖かくしておくために、太陽のあるアフリカへの無償での旅行を提供した方がよいというアドバイスを受けたほうがよいのではないかと思います。最終的に、政府の移民政策は完全に誤った方向に向かっており、全く機能していないことをようやく認識したことでしょう。ホテル代と飛行機代はすでに支払われた後ですが。

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