



RBC BlueBay  
Asset Management

## マンチェスター・ユナイテッド以上の崩壊

自信が持てないのはサッカーに限ったことではありません

2022年8月19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)



先週は、食糧及びエネルギー価格の高騰による、欧州で長引くインフレ率の上昇に市場の注目が集まる中、主要国債利回りの上昇が続きました。卸売ガス価格は昨年の10倍程度の水準となっており、供給不足を背景に、このことが引き続き主な懸念材料となっています。政府は補助金や助成を通じて、エネルギーショックが消費者や企業にフルに影響しないように努めていますが、広範な一般財やサービス価格に二次的なインフレの影響が見え始めています。一方、欧州でのこの最近の干ばつは、食糧価格インフレをますます増幅させており、肥料が不足していることもあって、今後食糧供給が足りなくなるリスクも出てきています。こうした影響から、ユーロ圏のインフレがピークアウトするのは2023年初めになると見られ、英国では消費者物価指数（CPI）はしばらく二桁の状況が続き、2023年1-3月期に15%程度でピークアウトするとみています。

欧州では、実質所得の減少によってリセッション・リスクはますます高まっています。しかし、シュナール欧州中央銀行（ECB）専務理事は、現段階においては、利上げによる物価低下への効果はほぼ見られていないとコメントしており、経済成長が落ち込む中でもECBは、利上げを続ける必要があります。このスタグフレーションと考えられる状況は厳しいもので、政府が財政緩和を行うことで、そのダメージを抑制したいと考えることは理解ができます。とはいえ、政府の収入が減少する中で支出増加によって、今後数四半期先に欧州圏の財政赤字が大きく膨らむ懸念があります。緩和的な財政によって、中央銀行はさらに利上げをする余地が生まれ、インフレに関するより前向きなニュースが見られない限り、利回りが来年にかけて上昇を続ける可能性があります。

こうしたことから、ユーロ金利についてはより弱気な見通しに転じています。さらに、ここ最近のソブリン債や社債のスプレッド縮小につながったリスク資産の反発を、このことが阻害するとの懸念も高まっています。欧州では、スタグフレーションのジレンマは英国で最も顕著であると考えており、英国金利、英国資産、英ポンドについては弱気な見通しを維持しています。さらに、イングランド銀行のマンデートを弱めるような政治的な議論（短期間での積極的な利上げを回避する必要があるという）は、金利をより長期に亘って上昇に向かわせるだけでしょう。ここ最近ではフラット化の動きが見られたものの、最終的に英国のイールドカーブはベア・スティーブ化するとみています。

一方、欧州の大西洋の反対側に位置する地域での状況は対照的です。こちらでは、政策当局者はインフレはピークアウトし、低下方向に向かっているという自信を強めているようです。原油価格の落ち着き、米ドル高、住宅市場の沈静化といった全ての要素が今後の価格安定につながる可能性があります。さらに、インフレを加速させることになり得る欧州での財政政策とは対照的に、米国では支出プログラムが終了し、堅固な経済を背景に税収が増加する中で、この一年での財政赤字の縮小幅には目を見張るものがあります。2020年と2021年はGDP比の財政赤字が二桁であったにも関わらず、直近の四半期データでは3%台となっています。このように、米国ではパンデミック禍においては経済を押し上げ、最近では超過需要を抑えるという形で、財政政策と金融政策が上手く作用してきました。

こうした点から、米国経済の例外論が早急に終わる可能性は低く、ファンダメンタルズ面から見て、米国経済は他国と比較して盤石なポジションを築いていると見られます。アジアでは、中国の経済成長は、不動産市場の崩壊と見誤ったゼロ・コロナ政策によって、横ばいとなっています。中国当局は先週、財政と金融の緩和を打ち出しましたが、これまでに取られた政策によって見通しが大幅に改善するとは考え難いとみています。その他のエマージング市場では、経済や過去の政策によって、状況はまちまちとなっています。大まかにいえば、食糧及びエネルギーの輸出国は健全な状態にある一方で、輸入国は脆弱となっています。オーソドックスな政策対応によって、多くの国ではインフレのピークアウトが見られており、一部の現地金利にとって好材料となるかもしれません。しかし、潮流に逆らっている国もあり、トルコではハイパーインフレへの対応として、利下げをするのが妥当であると言わんばかりの決定がなされました。

クレジットの観点からは、マクロ見通しに基づいて、ユーロ圏の企業よりも米国企業に対して前向きな見通しを持っており、CDX（米国社債CDSインデックス）よりもiTraxx（欧州社債インデックス）を通じたヘッジを取る方がリターンを得やすいとみています。全体としては、市場の反発時には利益を実現する方針で、市場の需給面からは、弱気なコンセンサスによって欧州でスプレッド拡大を招く可能性があるものの、セクターや発行体の選択がポートフォリオを守る上では非常に重要であると考えています。為替市場では、明確な投資機会が見られないことから、通貨リスクを減らす方針です。中欧通貨は構造的に割高となっていると考え、ポーランド・ズロチとチェコ・コルナのショートを維持しています。一方、米国例外論によって米ドルは下支えされるとみているものの、ユーロに対する上昇は行き着いたと考えています。

## 今後の見通し

今後については、確信ある見通しを持つことが難しくなっています。FRBやその他の中央銀行と同じように、我々ポートフォリオ・マネジャーも経済指標次第という姿勢を取らざるを得ません。そのため、新たな情報に対して先入観を持たないようにして、個々のトレードにあまり固執しすぎないようにしています。とはいうものの、英国金利に対する構造的にネガティブなバイアスは魅力的なポジションであると考えており、イールドカーブのフラット化ひいては逆イールドに対しては懐疑的になっています。例えば、2023年前半に英国の短期金利は10年国債に対して125bps高い水準になることが織り込まれていますが、複数の要因からこれは非現実的であるとみています。一つ目に、長期金利には、グローバル金融危機以降の10年間で得られたような期待リターンが織り込まれています。これは現実的ではないとみており、長期的な成長停滞と自然利子率の低下という話題に彩られた直近の10年間ではなく、その他の時期の方がより可能性のある参照パターンになると考えています。二つ目に、今後半年間でイングランド銀行が市場で織り込まれているほどの利上げを実施できるかに疑問を抱いています。

またイングランド銀行は、国民が生活コストの高騰に苦しむ状況をさらに悪化させる利上げよりも、金融環境を引き締めるためにバランスシートの縮小を行う、量的引き締め（QT）を加速させる方が魅力的であると考えられるかもしれません。現在のように逆イールドとなっている状況では、利上げよりもQTを実施するほうが賢明かもしれません。しかし、知見ある者がトラス氏に、イングランド銀行がバランスシートから債券を売却することでキャッシュを積み増すならば、もういくつかの減税を賄うためにこのキャッシュが使えるとかもしれない、などと言い出すまでにどれだけの猶予があるのかは分かりません。。。とはいえ、シーズン開幕からたった2ゲームでマンチェスター・ユナイテッドのファンが直面したのと同程度の暗い見通ししか持てない中で、藁をも掴む思いの政府を非難することは出来ないかもしれません。

## 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