



RBC BlueBay
Asset Management

偉大なるエリザベス女王

エリザベス女王は、英国王としての70年の在位期間のなかで、安定と品格の象徴であり続けました。

2022年9月9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)



欧州市場では今回の欧州中央銀行（ECB）会合における75bpsの利上げがほぼ織り込まれた状態でしたが、ラガルド総裁のタカ派トーンのコメントを受けて、利回りはさらに幾らか上昇しました。今後3会合において、さらに125bpsの利上げが実施され、政策金利は2%まで引き上げられることになると予想しています。これは大凡、市場で織り込まれている水準と一致しています。

また米金利についても、似たような道筋を辿ると考えています。パウエル議長は今月後半にもう一度75bpsの利上げを実施するとみられていますが、その後はより漸進的なアプローチに移行するとみられます。米国の経済指標は米経済が健全な状態にあることを示しており、今週発表されるインフレーション指標についても比較的落ち着いた内容になると見えています。

米国債の動きは比較的安定していましたが、米ドルの動きにより注目が集まり、ユーロ、英ポンド、日本円を始めとする多くの通貨に対して米ドルは数年ぶりの高値となりました。米国例外論が米ドル上昇の主因となっています。経済成長がグローバルに弱含むなか、米国は絶対及び相対水準の両面からで突出した国となっています。

一方、ロシアがパイプラインを通じたガス供給を停止する中、エネルギー危機が欧州を席卷し続け、経済のさらなる衰退を引き起こす脅威となる高騰するエネルギー価格から、個人及び企業を守るための財政政策に焦点は向けられました。この点においては、EUはガス価格に上限を設けることに対するモメンタムが高まりましたが、需要を削減しながら、この目標を達成するためのベストな方法についての国家間の合意は得られていません。

一方、英国政府は4月の価格をわずかに上回る水準でガス価格に上限を設ける計画をしており、このことで英国のインフレ予想は大幅に下方修正されました。次の4月に18%でピークを迎えるという予想から、2023年1-3月期にCPIが12%程度でピークに達するという予想に当社も変更しています。同様に経済成長見通しの改善にもつながり、英国は深刻なりセッションではなく、より緩やかな景気後退に留まることが出来るかもしれません。

しかし、それに伴う財政コストは巨額なものとなる可能性があります。ウクライナでの戦争が長引き、ガスの卸売価格が現状の水準を維持した場合、トラス首相による非現実的な追加支援策は今後一年半で1700億ポンド（GDPの7.7%に相当）に上るかもしれません。この時間軸のなかでウクライナ紛争が解決に向かい、ガス価格が低下した場合にはこの数字はやや大きく見積もられすぎているという意見もあるでしょう。

しかし、そうはならず、財政支出が国債発行によって拠出された場合、英国の財政赤字は年率13%という水準で推移する可能性が高いです。財政支援策はオフ・バランスシートの項目これまで取り扱われてきています。しかし実質的に、インフレによって既存債務の実質価値は低下しているものの、債務水準は上昇しています。

財政悪化は英国利回りの上昇につながっており、6ヶ月SONIAと10年債のイールドカーブはスティープ化するとみえています。イングランド銀行（BoE）のベイリー総裁のコメントに基づけば、金融政策委員会（MPC）はこれまでの利上げと経済成長の落ち込みによって、インフレ圧力は中期的に抑えられると見ているようです。この考えは、その他の多くの中央銀行と比較してかなりハト派であり、中期的にインフレが高止まりするリスクを抱えていると考えています。

BoEは今月終わりに50bps、その後年末までの二回の会合ではそれぞれ25bpsの利上げを実施し、2022年末までに政策金利を3%以下に留めると見えています。先物市場が織り込むよりもかなり少ない利上げを予想していることから、短期金利は低下する一方で、長期金利は上昇するとの見通しを持っています。

場合によっては、こうした財政政策は無責任なものかもしれません。英国とその他の国の金融政策に差が広まり、このことがインフレをさらに押し上げることになれば、英ポンドがさらに大幅に下落する可能性もあります。

しかし、違うレンズを通して見れば、イールドカーブが逆イールドとなり、長期金利が歴史的にみて非常に低い水準を維持している中で、財政政策を投じることは妥当なことかもしれません。実際に、フラットもしくは逆イールドは、長期的なインフレもしくは債務の持続可能性におけるプレミアムがほとんどないことを示しており、財政緩和を実施する十分な余力があるというサインとして捉えることも出来ます。もし長期金利が上昇した場合、年金の利率が上昇することになることから、年金基金及び受給者は恩恵を受けることとなります。

また、英ポンドの下落は、国際収支の赤字につながるかもしれませんが、短期的にはJカーブ効果から、輸出業者の競争力が高まり、長期的な経済成長には恩恵をもたらすかもしれません。

さらに、エネルギー価格に上限を設けることは、プーチン大統領が核以外のカードを失い、欧州の境界線から欧州の不安定化を試みるのが難しくなる可能性があります。ウクライナのニュースからは、ヘルソンにてロシアが軍事的屈辱に直面する可能性があると思われ、ロシア政府は和平交渉をますます望むものと見られます。しかし、勝利し始めている中で、ウクライナが譲歩をするかは不透明で、ロシアの侵攻前はウクライナ領土であった国境付近も取り返すという機運が高まっているようです。

しかし、エネルギー市場に話を戻すと、価格上限に関する楽観的な話題によって、停電につながる供給混乱の可能性が覆い隠されているかもしれません。英国を含む欧州圏の国は、需要を抑制することに失敗した場合、停電が数ヶ月先ではなく、もっとすぐに起こる可能性があります。備蓄は積み上がり、代替の供給先からのガスが得られきているものの、天候が穏やかで風が強くない限りは、欧州では厳しい冬が待っているでしょう。

その他では、米ドル高と国債利回りの上昇に対して、日本円の大幅な下落が続きました。利回りの上昇を抑えることにつながるイールドカーブ・コントロール（YCC）によって、その他の国がよりタカ派に転じる中で、日銀はより緩和的な金融政策を強いられています。

この金融政策の差が円安とインフレにつながっていることから、YCCを維持する難しさは増しているでしょう。短期的には、当局はさらなる円安を抑制する方向に向かう水準にあると考えています。

しかし、政策転換が見られない限り、円の上昇は短期的なものに止まる可能性が高いと考えています。こうしたことから、日銀はそう遠くない将来に政策調整を行うと考えられます。そのため、YCCの上限引き上げ、もしくは終了による利回り上昇の可能性から、円金利のショート・ポジションを維持しています。

一方、機動的なポジションとして日本円はロングをしています。市場によって行動を促される前に、当局が自らの意思で行動する最終局面に今差し掛かっていると見ています。

今後の見通し

マクロ見通しは引き続き不透明で、ベースケースの評価に基づけば、利回り及びスプレッドはフェア・バリュウからそう遠くない水準にあるかもしれません。そのため、リスクを減らし、投資機会を待つことは賢明な判断であると見ています。ボラティリティは低下するかもしれませんが、不透明感は強く、新たなポジション構築は少し落ち着いてから行いたいと考えています。

英国に関して言えば、トラス首相に対する期待が非常に低いなかで（世論調査に基づけば、成功を収めると考えるひとの割合は10%以下）、失うものはほとんどない一方で、ポジティブサプライズをもたらすことはそう難しくないかもしれません。エリザベス女王が最初に任命した首相はウィンストン・チャーチル氏であり、トラス氏は15代目となります。

エリザベス女王は、英国王としての70年の在位期間のなかで、国が苦しい状況にあった時にも、安定と品格の象徴であり続けました。エリザベス女王に深い感謝を込めて、ご冥福をお祈りいたします。

ディスクレーム

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%
					成報報酬 (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



RBC BlueBay
Asset Management