



RBC BlueBay
Asset Management

リズ・トラスとビッグ・ギャンブル

サイコロを振って、最良の結果を望みながらも、最悪の結果に備えたいと考えています。

2022年9月23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)



米連邦準備制度理事会（FRB）が75bpsの利上げを実施する中で、グローバル債券利回りは上昇しました。多くの点で、パウエル議長の以前の発言と比べて目新しい内容が語られることはほとんどありませんでした。しかし、FRBが景気減速を受け入れながらもインフレに対抗するという姿勢が市場に浸透し始め、4.5%という政策金利のピーク水準が短期間のものに終わるという見通しは後退し始めています。

FRBのタカ派姿勢によって、2022年末までに追加で125bpsの利上げが実施されることが織り込まれており、来年初めにも更なる引き締めが織り込まれています。最終的に、FRBはインフレに関するより明るいニュースを必要としており、その時期は近いとみているものの、金利のロング・バイアスに移行するには時期尚早であると考えています。

リスク資産は、米連邦公開市場委員会（FOMC）を受けて圧力下に置かれ、株式市場は企業収益の悪化、米ドル高、金利デユレーションの長い資産の割引率上昇といった材料を消化する中で、こうした逆風がすぐに弱まる可能性は低そうです。

欧州資産はすでに緩やかなリセッションを織り込んでいることから比較的持ちこたえ、イタリア国債のスプレッドは総選挙を前に安定した動きとなっています。概して、イタリアの同胞は選挙の勝利後、短期的には落ち着いた行動を取るとみっていますが、中期的には政治的なストレスが再びイタリア国債のスプレッドの重石になるかもしれません。

EUの政策当局者とのミーティングからは、経済的な現実論を感じ取りました。大陸において戦争が実施されているときには、リセッションは支払うべき対価であると考えられているようです。現時点における疑問は、このリセッションの痛みがどれほどのものになるかであり、価格上昇によって実質可処分所得が大きく減少する中で、どれだけインフレが粘着性のもの強いものになるかによって痛みのレベルは変わるでしょう。

より前向きな話としては、今年の冬に実施され得るガスの配給制に対する懸念が、夏に比べると幾らか後退していました。ガス貯蔵はほぼ満タンに近く、エネルギーの浪費や自主的な需要制限に関して大きな改善が見られています。さらに、ドイツでは官僚主義的な手続きが省かれ、LNGターミナルは速いスピードで建設されています。

しかし当面、ガス価格は高止まりし、中国の需要が高まった場合には今後さらに上昇する可能性への懸念は残っています。さらに、スチール、アルミニウム、肥料生産といった一部産業については、エネルギー価格が高騰する中で、非常に不透明な将来を抱えています。

EU予算をさらに拡大することへの前向きな姿勢はほぼ見られず、ウクライナでの紛争が早期解決に向かうことへの懐疑的な見方は多く聞かれました。とは言うものの、プーチン大統領が最近発した部分動員令からは、ウクライナにおける通常戦争では勝利を収めることが難しいということへの認識が強まっていると捉えることが出来、2月の侵攻以前の国境を受け入れる和平交渉が進むことへの前触れかもしれません。

こうした結果は、投資環境を大きく変えることになるでしょうが、物事がこの方向に向かっているとのより明確な証拠が見られない限りは、先んじてこれを見越したポジションを取ることは難しいと考えています。

イングランド銀行（BoE）は一部の市場参加者の予想よりもハト派な50bpsの利上げに留めたにもかかわらず、英国金利は先週も上昇が続きました。一方、トラス首相は更なる財政緩和策を発表し、迫りリセッションを回避して、何とか英国経済が切り抜けられるような賭けに出たようです。財政面での賭けの規模は非常に大きく、ウクライナでの紛争が早期のうちに終わり、ガス価格が下落しない限りは成功しそうです。しかし、そうならなかった場合、英国は今後何年にも亘って相当な負債を抱えることへの不安が高まっています。

その他、日本銀行もイールドカーブ・コントロール（YCC）の継続という賭けに出ました。日本のインフレ率は3%に近づき、上昇トレンドにあります。円安がこれに拍車をかけるかもしれません。パンデミックも落ち着いてきており、その他の地域での経済が鈍化する中で、経済が回復に向かう可能性も残されています。日銀による決定によって、足元の円安が更新され、その後には為替介入が実施されて、会合前の水準にまで円は上昇しました。

しかし、グローバルに中央銀行が利上げを実施し、インフレも上昇する中で、日銀が対立する政策スタンスを採用し続けた場合、円安を食い止めることは難しいとみています。こうした見方から、円金利のショート・ポジションは投資機会であると引き続き考えており、日銀が今後政策調整に向かい金利は上昇すると考えています。

G3国債の動きがあらゆる市場のトーンを左右しています。そのなかでトルコは潮流に逆らい、インフレが上昇を続けるなかで利下げをしました。一方、FRBのタカ派姿勢によって米ドルの貿易加重平均値は最高値を更新し、エマージング資産に幾らかの圧力となりました。

今後の見通し

今後については、不透明な状況に改善の兆しはほぼ見られず、リスクを積み増す前に、インフレに関してより良い指標が確認出来ることを待っています。一方、利回りが上昇を続けた場合にはデフレーションを伸ばしたいと考えており、ウクライナでの和平交渉が突然進捗した場合には、リスク資産に対してより前向きな見通しを持つことになるでしょう。

しかし、金融市場及び経済全般については、最良の結果を望みながらも、最悪の結果に備えたいと考えています。インフレに関するニュースが落胆するものであった場合、見通しはかなり暗いものとなり、株価はより大幅に下落するでしょう。その場合、質への逃避によって長期債が下支えられ始めるポイントがあると考えられますが、今のところは様子見姿勢を取っています。

英国に話を戻すと、経済がリセッションに向かうなかで、世論調査における保守党への支持は大きく落ち込んでおり、トラス首相は失うものがほとんどないことから、大規模な財政緩和というギャンブルに出ているのかもしれませんが。彼女のリスク・テイクのアプローチでは、ポートフォリオ・マネジャーとしては長続きしなかったことでしょう。首相として長続きするかどうかわかりませんが、彼女への批判が全て誤りであるというように前評判を覆してくれることを、そして1のゾロ目で首相官邸を去るのではなく、6のゾロ目で乗り切ってくれることを誰もが願わずにいられません。

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