



RBC BlueBay
Asset Management

DOWNING
STREET SW1
CITY OF WESTMINSTER

ダメな人ともっとダメな人

首相と財務相の「ミニ予算」に対する市場の反応は、「ミニ」どころではありませんでした。

2022年9月30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)



先週は英国での状況がグローバル市場の価格動向を左右し、英国金利の急上昇というショックがグローバルに波及しました。前週金曜日に「ミニ予算」が発表され、英国の財政に関する持続可能性への信認が失われたことで、英ポンドは大きな下落圧力に晒され、イングランド銀行（BoE）は通貨防衛とインフレ圧力を抑え込むために大幅な利上げを余儀なくされるのではないか、という見方が強まりました。

英国の年金基金は、金利スワップを通じて資産と負債のマッチングを行っていますが、利回りの上昇によってマージン・コールが発生し、ポートフォリオで大きな割合のポジション解消を行わないといけなくなりました。年金基金の観点から言えば、資産価値の下落と共に負債コストも低下することから、直接的に利回り水準の変化に影響は受けません。しかし、ネガティブ・コンベクシティによって、利回りが上昇すればするほど、ポートフォリオで必要な長期金利は少なくなるという状況もたらされ、その結果、英国金利のスパイラル的な売り圧力やポートフォリオのその他のリスク資産の売却が起きました。

その結果、BoEは市場の安定を保つために介入する必要に迫られることとなり、長期債の購入に乗り出しました。量的引き締め（QT）のもとで、英国債の売却をしようとしていたにもかかわらず、今では量的緩和（QE）の延長とも言える債券購入をしています。これによって、英国の長期債は記録的な反発をし、一日で105bpsの金利低下が見られました。

しかし、英国資産を巡るセンチメントは控え目に言っても、揺らぎやすい状態が続いています。英国はエマージング市場のようである、と表現する一部の投資家もあり、足元の危機が落ち着いたとしても、英国のリスク・プレミアムが長きに亘って残るとみえています。

当社ではこれまで状況の分析を行いました。トラス政権が計画している減税を取り止める気はなさそうです。しかし、BoEが市場の想定しているペースでの利上げを行った場合、経済成長への注目はすぐに逆効果となるかもしれません。単純に考えて、7%の住宅金利は住宅市場の崩壊につながり、トラス首相はオフィスをすぐに追い出されるかもしれません。

最終的には、英国予算責任局（OBR）が今年終わりに予算計画を評価する際に、エネルギー価格が落ち着けば直ぐに債務水準が安定するように、政府は政府支出を抑えるための計画を準備すると考えています。

この点から、来年の政府債務の増加の大部分は、2022年4月の水準でエネルギー価格に上限を設ける計画に関連するものです。ウクライナ紛争に終結が見通せず、現状のガス価格であった場合、コストは1,500億英ポンドに上るとみられ、クワテング財務相が「ミニ予算」で発表した150億英ポンドの新たな追加減税を大きく上回る額になります。さらに、利上げを積極的に行うか、英ポンドのさらなる下落を容認するかという選択が迫られた場合、後者を選んだほうがずっと理にかなっていると思います。

多くの観点から、財政計画はインフレ（または経済成長）を大きく押し上げるものではないでしょう。減税は一時的なものになる可能性があり（労働党はこれを押し戻す計画でしょう）、2023年4月からしか実施されません。さらに、最富裕層への減税が大きいことから、財政的な乗数は限定的でしょう。一方、エネルギー価格に上限を設けることは、中央銀行が想定していたよりもインフレを抑えることにつながっており、ポンド安がインフレ圧力に至る可能性はあるものの、ユーロに対する動きは、過去と比較すれば現時点では小さなものです。そのため、一部が予想している緊急利上げをBoEが実施する可能性は低いとみえています。ベイリー総裁がこれを行った場合、政府の信認危機につながるきっかけとなり得ます。

また金融政策委員会（MPC）が、先週木曜日の会合でトラス首相の計画を嘆きながらも、多くが75bpsの利上げを予想していた中で、ハト派な50bpsの利上げに留めたのではないかと考えています。さらに、住宅市場の引き締めによって、英国の金融環境はすでに引き締まっており、市場自体がBoEに代わってかなりの引き締めを行っています。

今後の見通しとして、英金利及び英ポンドについては弱気な見通しを維持しています。英国のリスク・プレミアムは上昇し、インフレのオーバーシュートはその他の地域と比べて長引く可能性が高いとみえています。しかし、政府計画に対して冷静に評価を行えば、BoEは市場が織り込んでいるよりも大幅に少ない利上げしか実施しないとみえていることから、英国の短期金利についてはポジティブなスタンスを維持しています。

英国での動きによって、多くの市場が圧力下に置かれました。一見すると、これは意外かもしれませんが。しかし過去には（ヘッジファンドのLTCMが思い出されます）、金融市場のどこか一角で火の粉が上がると、これが広く波及することもありました。結果として、株式市場は今年最安値を記録し、クレジット・スプレッドは多くの市場で直近で最も拡大した水準となりました。リスク管理の観点からの取引が中心となるなか、市場流動性はボラティリティが高まるなかで大幅に低下しました。

こうした動きが見られる中、米短期金利先物は政策金利のピーク水準が5%となることを織り込み、米国10年国債利回りが4%に近づいた時点でデュレーションを積み増しました。米国の金融環境が大幅に引き締まる中で経済は減速するとみられ、このベースラインに基づけば、パウエル議長は、市場で織り込まれているよりも多い利上げではなく、少ない利上げを実施することになる方にリスクは傾いているとみえています。今のところ、金利デュレーションのロング・ポジションは短期的な取引となっています。

しかし、2週間後に発表される米インフレ指標に落ち着きが見られた際には、政策金利のピーク水準についてより確信を持ち、中長期的な米金利のロング・ポジションを取るかもしれません。一方、株式市場の下落圧力が続いた場合、米国債は質への逃避による恩恵を受け始める可能性もあります。

欧州では、イタリアの総選挙が実施されましたが、「同盟」よりも「イタリアの同胞」がかなり良い結果を残しました。連立政権に関する議論が完了したとき、メローニ氏の首相就任がほぼ確定する一方で、サルビーニ氏の将来はより不透明と考えています。短期的には、EUという目線からはメローニ氏は正しい言動を取るとみられ、これはイタリア国債の助けとなるでしょう。

しかし、イタリア経済は厳しい状況が続くことが予想される中、政治リスクが長く静まる可能性は低いとみています。別の話題として、フランクフルトの政策当局者とのミーティングでは、欧州大陸における悲観的な見通しが聞かれました。もしかすれば、今言える唯一前向きなことは、全員が弱気であることから、投資家が保守的なポジションを取っているということです。ウクライナ紛争の早期解決といった、ポジティブ・サプライズの進展が急に見られた場合には、市場は非常に前向きな反応を示すかもしれません。

クレジット市場は、マクロ・イベントに従属する動きとなりましたが、エマージング市場も同様でした。敢えて何か言えば、英国で信認が失われたことが、多くの国にとって、市場の懸念を深刻に受け止めるべきとのリマインダーとなった可能性があります。米ドルは底堅い動きとなりましたが、バリュエーションはピークに近づいているのではないかと考えています。米ドル高は、米国の安定したマクロ経済のアウトパフォーマンスとリンクしており、経済は今後弱含むことが予想されます。時間をかけて、経済成長と金利の差は縮小し始めるかもしれません。

一方、米ドルがバリュエーションの観点から割高と考えることに不思議はありません。米ドルに対して弱気な見通しに転換するのは早すぎるかもしれませんが、米国金利についてより前向きな見通しを持つことが必須だと考えていました。この要件が満たされている中、次に米ドルをショートすることを考えていますが、まだその方向のポジションを取るには至っていません。

過去の振り返りと今後の見通し

2008年を思い出すと、金融市場危機が経済危機にすぐに至りました。今は、思慮に欠ける政治決定と好ましくない政策のせいで、英国でのエネルギーと経済危機が金融市場の危機に形を変えています。短期間でどれだけ状況が急変するか、債務国が市場の信認を失うことがどれほど危険なことであるかの教訓となりました。

市場が落ち着けば、一部の資産はリスクを積み増す水準にあると考えています。しかし、短期的にはさらなるポジションの流動化が進められる可能性があるため、一定程度の慎重姿勢で進めることが重要となるでしょう。しかし、すべての金融市場が安定するには、米国のインフレ率の低下と政策金利のピークが必須と考えています。

このときは近づいており、市場テーマという点においては、米国債利回りのピークが確認されれば、これは米ドルの転換につながり、その後クレジット・スプレッドの縮小、株式市場の反発という順番での回復が見られると考えています。

米国で10月に発表される消費者物価指数（CPI）は、この流れを形成する上で鍵になると見ていますが、3四半期連続での市場ベータ・リターンの大幅な落ち込みを踏まえれば、10-12月期には幾らか前向きなトーンで年末を迎えられることを期待したいです。

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