



RBC BlueBay  
Asset Management



## 英国人は国内外で大打撃

英国の呑兵衛たちはお酒で気持ちを紛らわせたいところですが、米国のバーでは無理そうです。

2022年10月7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)



先日起きた英国の年金基金のポジション解消による混乱によって、グローバル投資家は再度厳しい四半期末を迎えることになりましたが、この数日間で金融市場は幾らかの安定を取り戻しました。英国発のニュースは次から次へと出てきており、政府は財政計画の一部について惨めなUターンを余儀なくされましたが、投資家の目は大西洋の反対側に再び向けられました。比較的軟調となったISM製造業景況感指数を受けて、米連邦準備制度理事会（FRB）が11月の会合で金融引き締めペースを緩和するのではないか、という期待感が高まりました。

先日、米国の政策当局者とミーティングを行いました。次回会合では75bpsではなく50bpsの利上げを行うという見方に当社は至っています。住宅といった金利感応度の高いセクターは停滞しており、政策金利が中立金利を上回る中で、更にストレスがかかるでしょう。しかし最終的に、50bpsの利上げに留まるかどうかは、今週発表される消費者物価指数（CPI）次第になると考えています。8月のインフレ指標は市場の落胆を誘った一因となりましたが、ガソリン価格が下落していることで、9月にはより前向きな結果が見られるのではないかと楽観論が広がっています。さらに、FRBは金融環境を注意深く見ていることは明白なようです。利上げは、金融環境の引き締めを通じて経済を減速させることを意図しており、S&P500指数が再び4,000ポイントまで回復するといった金融環境の緩和が見られた場合、FRBは再び75bpsの利上げを実施するという決断を下すかもしれません。とは言うものの、経済成長は鈍化し、来年初旬には緩やかなリセッションとなる可能性が高そうです。しかし、失業率が4.5%までしか上昇しないという予想にあっては、リセッションと感じるほどのものとはならず、一部のセクターや発行体では信用悪化が見られるかもしれませんが、全体としてクレジット・サイクルは比較的緩やかなものになると見えています。継続しているリスクはインフレ

が沈静化しないことで、その場合には5%を超える利上げが必要となるでしょう。しかし、そこまでの利上げは必要なく、今サイクルの政策金利のピーク水準は来年1-3月期で4.25%~4.5%になるという自信がやや高まっているようです。しかし、早期に利下げが実施される可能性は低そうで、こうしたことを踏まえると、米10年債利回りは3.5%~3.75%のレンジをフェアバリューとして捉えています。

米国での比較的落ち着いた状況は、かなりの弱含みが見られる欧州とは対照的です。ユーロ圏では今後数ヶ月以上に亘って、インフレ指標が問題視される内容となりそうで、欧州中央銀行（ECB）は政策金利が中立金利を大きく下回るなかで、金融引き締めの方針を緩めることは難しそうです。もし米国よりも大きな利上げが実施された場合、ユーロの反発の起点となるかもしれません。しかし、経済成長が悪化し、利上げをECBが余儀なくされる中で、通貨の流れが本格的に反転するかどうかは現時点では定かではありません。

海外から英国を見ると、政治家は国への信任と信頼を弱体化させたと実感します。結果として、経常収支の赤字を埋め合わせるためには海外資本を惹きつける必要があることから、英国資産には恒久的にリスク・プレミアムが織り込まれたと言えるでしょう。保守党にはボリス・ジョンソン氏以上に不適切なリーダーを選出してしまったという不信が募っており、明確な計画がない中で、どのように事態が進んでいくのかという懸念があります。概して、英国資産に見られた幾らかの落ち着きは、緊急の量的緩和（QE）による国債買入終了が予定される今月中旬に注目が移り、さらに11月に開催されるイングランド銀行（BoE）の政策会合にまで先延ばされたということかもしれません。年金基金からの流動化の流れは今のところ落ち着きを見せ、それに伴って英国債の緊急買入は解除されるかもしれませんが、10月31日のハロウィンに量的引き締め（QT）を開始して、市場を震撼させるという計画が最善なのかについては懐疑的に見えています。しかし、もっと強い確信を持って言えるのは、BoEは11月の会合前に利上げを行わず、次回会合での利上げも現在市場で織り込まれているよりも、かなり小さい利上げ幅に留めたい意向が強いのだろうということです。以前にもお伝えしたとおり、英国の住宅市場はローン金利が5%や6%となることに耐えられません。さらに、直近の「ミニ予算」は、総需要を押し上げる効果以上に、信認を傷付けて経済をリセッションに追い込むことになったと考えています。財政出動の金額は多額ですが、最も大きな懸念は、4月の水準でエネルギー価格に上限を設ける計画に関するもので、1年半という期間であったとしても1,500億英ポンドの負担となります。これはインフレを押し上げるよりも抑制する効果を持つと見られる中で、BoEがよりタカ派になることは考えにくいとみえています。また、英ポンドがさらに下落することはリスクです。しかし、例え国の威信を傷つけるとしても、通貨の下落よりも高い金利と住宅ローン・コストの方がずっと経済にダメージを与える可能性があります。さらに、ガス価格が高止まった場合、電力市場での「たなぼた」利益への課税や富裕層への補助金廃止の動きが強まるでしょうし、そのことで財政負担はいくらか抑えられるかもしれません。英国の政治は当分の間、混乱した状態が続くでしょうが、BoEが政府のミスの上塗りをするのがなければ、経済が何とか切り抜ける道筋は残されていると見えています。英ポンドの下落とイールドカーブのスティープ化は、致命的な利上げを回避して支払うべきコストと考えており、需要によってインフレ圧力が高まるような経済成長が起きる可能性は小さいでしょう。

ウクライナ紛争の早期解決は明るい材料となり、欧州や世界全体の見通しの大幅な改善につながるでしょう。短期的には、ゼレンスキー大統領はプーチン大統領との対話への準備がまだ出ていないことから、この見通しが実現する可能性はほぼなさそうに思いましたが、ウクライナ兵は素晴らしい戦果を残しており、ロシアは核の使用をほめかす賭けに出ています。しかし、ワシントンDCでは、和平交渉によって戦争は終結すると考えられているようです。この決断をするのはモスクワとワシントンDCであり、ヨーロッパにはあまり関係がないでしょう。今のところ、裏ルートでの話し合いがされているようですが、両者とも交渉前に立場を強めようとしているようです。冬場にかけて戦いは落ち着きを見せると考えられることから、11月のG20は政治的な転換点となる可能性があるものの、現段階で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。

戦争の早期解決とFRBの政策転換への期待によって、10-12月期は2022年のこれまでと比較して、投資家にとって喜ばしい四半期となるかもしれません。センチメントは弱気であることから、年末の反発に向けて機は熟しているとも言えます。しかし、今年の米国の金融引き締めスピードとスケールによって、金融システムでの脆弱な部分が出るにやまなく、その結果、崩壊するものもあると思います。そのため、今のところは慎重姿勢を続けることが賢明かもしれません。一方、市場が好転するには、まず最初にインフレ動向の転換がみられないといけません。これが確認された際には、政策金利のピークが予想可能となり、国債の動きは落ち着くでしょう。その後、クレジット市場の見通し

が安定し、株式市場が最後に恩恵を受ける資産クラスになると見えています。

その他の話題として、クレジット市場のボラティリティは高い状態が続き、英国の年金基金からの売り圧力によって流動性も損なわれました。この状況は早晩、落ち着いてくるとみています。一方、クレディ・スイスのCDSスプレッドは300bpsを超える水準まで急拡大し、財務状況が懸念されました。しかし、ディカウントした水準での緊急的な新株発行が必要となる可能性があることで、株価が大幅に下落した影響が大きく、クレジット面の懸念によるものではないと考えています。金融機関は、マージンの上昇で信用市場の悪化を埋め合わせ、非常に強固な資本によるバッファーを持つバランスシートとなっており、比較的安定した立ち位置にあると考えています。

## 今後の見通し

今後については、米国の雇用統計とCPIの発表が今月初めの大きなイベントとなり、経済がどのように進んでいるのかについてより明確な見通しが持てるかもしれません。経済指標が弱含んだ場合は、FRBの金融引き締め緩和期待によってセンチメントが安定し、見通しに改善が見られると考えられます。市場では悪いニュースはかなり織り込まれていると思われ、投資家のキャッシュ比率が高いことから、反発しやすくなっている可能性があります。しかし、米ドルのキャッシュ金利がもうすぐ4%に達しようとする中、キャッシュを投資に充てなければいけないという切迫感は過去ほどではないかもしれません。

2022年を迎える際に、投資家はデフレーション、クレジット、非流動性リスクをかつてないほどに高めていました。資産配分は現在再考中であり、これまでに負った損失という傷から、熱狂は当面の間抑えられるかもしれません。政策金利サイクルの終わりにはまだなく、グローバル経済はリセッションに向かっている、もしくはリセッション入りしており、強気になることは難しい状況です。しかし、市場はフォワード・ルッキングであり、多少の反発が見られる準備が整っている可能性もあります。米国の名目GDPはパンデミック前の水準と比べると20%以上増えており、このことは企業収益にも表れています。金融資産は割安とは言えないかもしれませんが、割高でもないでしょう。対照的に、米国で英ポンド換算での支払いを考えると非常に貧しい気持ちになります。ワシントンDCの普通のレストランで飲んだビールが一缶、税込18米ドルという価格には驚きを隠せず、お酒で気持ちを紛らわせたい気持ちになりながら、それが出来ないことにますます悲しみが募りました。

## 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