



RBC BlueBay
Asset Management



太った熊コンテスト週間（Fat Bear Week）

アラスカのグリズリーが注目を集めていますが、ベアのピークはどれほど遠いのでしょうか。

2022年10月14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）



先週発表された米CPIは2カ月連続で予想を上振れし、前年比の総合インフレ率は8.2%、コア・インフレ率は6.6%の上昇となりました。コア・インフレ率に関して言えば、今サイクルにおける最高水準となり、米連邦準備制度理事会（FRB）による積極的な利上げが転換するという期待は時期尚早でありそうです。しかし、先物市場で次の春にFF金利が5%に達することを織り込まれていることを踏まえると、米国債利回りは十分にバッド・ニュースを織り込んだ水準にあり、フェア・バリュウに近い水準にあると考えています。

タカ派な利上げが実施されればされるほど、2023年の経済見通しは暗いものとなるでしょうから、政策当局者はインフレに関して早くいくらかの良いニュースが見られることを確かに期待していると考えられます。経済は過熱感が収まり、住宅市場は停滞しているように見える中、賃貸価格の落ち着きが今後の価格動向を抑制する作用をもつと考えています。しかし、インフレ動向を予想することは難しく、継続するインフレによって、賃金と物価の予想が高まるリスクがあると思います。

こうした状況に対して、リスク資産の下落圧力はさらに強まり、パンデミックとその後の政策緩和が実施される以前の水準に米国株は近づいています。インフレを抑え込むために5%を超えるまでの利上げが実施された場合、今考えられているよりも深刻なリセッションとなる可能性が高まります。

リセッション懸念によって、イールドカーブはベア・フラット化するかもしれず、株価が一段と下落した場合、質への逃避が長期国債の下支えとなる可能性があります。そのため、CPIの結果を受けて米国金利のロング・ポジションを削減したものの、ショートよりもロング・バイアスのポジションを取る考えです。

一方、英国でのイベントは引き続き注目を集め、英国金利はボラティリティの高まりと流動性の低下の中で、揺れ動きました。イングランド銀行（BoE）は一時的な国債購入プログラムの終了を発表したことで、購入発表後に3.6%まで低下した英長期債利回りは、5.1%まで再び上昇しました。

その後、市場環境によっては再度購入を実施する可能性があることを示唆し、政府は財政計画を巻き戻さざる負えないだろうという見方もあって、利回りは再び低下に転じました。

同時に、英国経済は7-9月期に縮小していることが指標で明らかとなり、ミニ予算発表後の経済への信認の急低下によって、英国はすでにリセッション入りしていることが示唆されました。市場では政策金利の大幅な上昇が織り込まれるなかで、金融環境は引き締まっており、住宅市場が大幅な悪化に見舞われる懸念が高まっています。当社では、先物市場で織り込まれている利上げをBoEが実施した場合、200万世帯の住宅ローン・コストが今後一年間で二倍になると試算しています。

英国の南東部では住宅コストが賃金の40%を占めていることを踏まえると、こうした状況となれば、過半数の住宅ローンがデフォルトとなるリスクがあります。その場合、住宅価格は40%下落し、今年の長期債価格の動きをなぞったものとなります。このことは金融と経済の崩壊リスクのトリガーとなる可能性があります。

そのため、BoEは単純に市場で織り込まれているような利上げを行うことは出来ないと当社は考えていますし、もっとゆっくりとした引き締めを行う方が賢明だと思います。期待インフレ率は、エネルギー価格の下落と経済見通しへの懸念によって、ミニ予算が発表される前よりも低下しており、多くの観点からこのことが正当化されると考えています。その結果として、英国のインフレ率はより長期に亘って高止まりするとみています。これは英国金利のイールドカーブのスティープ化と英ポンドの下落につながるでしょう。

政治的な転換の可能性も高いとみています。財政計画のコストは、再生可能エネルギー・セクターにおける棚ぼた利益への課税で一部埋め合わされるかもしれません。と言うのも、再生可能エネルギー支援における限界費用からの価格モデルはほとんど理にかなっていないという認識が広まっているからです。現状のガス価格で考えた場合、今後一年半で1,500億英ポンドの財政負担になると当社では試算していますが、この課税によってその三分の一を賄うことが出来ると思います。エネルギー使用の効率化を進めると同時に、富裕層や企業への税負担軽減を取りやめることも、さらなるコスト削減につながるでしょう。

この場合、1,500億英ポンドのコストを半分に削減し、いくつかの象徴的な減税を実施することができれば、経済成長に焦点を充てたアジェンダを遂行して、トラス政権は生き延びることが出来るかもしれません。しかし、これにはBoEと予算責任局（OBR）からのサポートが必要です。

年金基金のLDI（負債対応投資）に対応するための資金フローについては、現段階では必要となる資産売却の50%が進んだとみています（しかし、これは30年金利がどの水準で落ち着くかによって変動します）。英国金利市場は急なネガティブ・コンバクシティとなっており、両方向に大きく動くボラティリティの要因となっています。

これらの動きは予想が難しいことやリスク解消の動きによって、次に起こる動きを想定することが困難で、BoEによる英国金利市場のサポートが14日に終わるなかで、次の動向が注視されます。英国長期金利が5%という水準に達する中で、ショート・ポジションを減らし始めることを検討する一方、SONIA短期金利のロングと英ポンドのショートは維持する方針です。

英国に関連して、欧州のその他の国やそれ以外の市場については、米国のCPI発表を前に相対的には鈍い動きとなりましたが、英国金利の水準との直接的な相関とそれに伴って必要となる資産売却の影響から、英国金利の動きがその他の市場の価格動向を左右しました。一部資産の強制的な売却によって、グローバル・クレジット市場における需給面は崩れました。

英ポンド建てのクレジット債では、ミッド・プライスから10~20bpsの取引コストがかかる状況でした。しかし、より広範な市場でみれば、クレジット債インデックスは株式と比較すれば落ち着いた動きとなり、絶対的な利回り水準でみたバリュエーションから投資適格債及びハイ・イールド資産への需要がみられたため、一部のキャッシュは投資に充てられたことが確認されました。

今後の見通し

今後も英国資産のボラティリティが短期的な需給からの価格動向を左右することになるでしょう。しかし、グローバル金融市場で長期的な影響を及ぼすのは、米インフレ率と利上げサイクルの見通しとなります。今のところ、2022年の年初からの市場を支配している、マクロ見通しを変えることは難しそうです。しかし、失望を誘うインフレ指標が発表される中でも、売り圧力は抑制されていたことから明らかのように、投資家はディフェンシブなポジションを取っています。

概して、今後インフレ指標に落ち着きが見られるだろうと予想する、堅固な理由は残されていると考えています。二次的なインフレ圧力をもたらすような賃金の上昇が続かなければ、インフレ率は落ち着きを見せると考えています。これは前向きなマクロ環境をもたらすでしょうが、それには利上げ見通しがまずピーク・アウトしなくてはなりません。

中期的には、売られすぎた水準にある資産のエクスポージャーを積み増すことが正しいアプローチであると考えており、既存のポジションを手放すよりも、市場の下落局面ではリスクを積み増す方針でいます。

リズ・トラスとその部下たちのことを酷評するよりも、一年に一度の「太った熊コンテスト週間（Fat Bear Week）」で気晴らしをした方が良さそうな一週間でしたが、中には、おかしなほどに太った熊もいました。しかし、熊はいずれ冬眠に入ることはわかっており、ベアのピークはそれほど遠くないことに気がつくことが出来るかもしれません。

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