



## 英国民はだまされた気分？

その理由はクリケットのみではないかも知れません。

2023年7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)



### コメント要約

- ここ最近発表された経済指標は強弱入り混じる結果となっていますが、米連邦公開市場委員会（FOMC）は追加利上げを実施する可能性があるともっています。
- 欧州中央銀行（ECB）はタカ派な姿勢を維持している一方、経済がリセッション入りすれば、社会不安が広がり、ボラティリティが再燃する可能性があるともっています。
- 英国債への需要が減少する中で英国債利回りは上昇を続けています。
- 米国金利の上昇は、EM資産のキャリー・トレードの魅力を削ぎ始めています。

先週は、米国の祝日を挟み、取引日としては短い一週間でしたが、政策金利見通しが引き上がる中、短期ゾーン主導で利回りが上昇基調となりました。力強いADP雇用統計やタカ派な米連邦公開市場委員会（FOMC）議事録が、そのような価格動向の主因となりました。しかし、ISMなど先週発表されたその他の経済指標は、より強弱入り混じる足元の投資環境を示しました。

そんな中、クレーブランド連銀のナウキャスト・モデルなど、より公表頻度の高いインフレ指標は、物価上昇が3%近辺に落ち着きつつあることを示唆しています。また、直近の個人消費支出（PCE）中央値や購買担当者景気指数（PMI）調査の支払い価格の軟化などにも、同様の傾向が見て取れます。これらを踏まえれば、経済は引き続き成長減速に向かい、インフレ率も米連邦準備制度理事会（FRB）の目標に向かっていくと考えられます。

しかしながら、FOMCは今月末に追加利上げを実施し、実効レートを5.35%に引き上げる用意があるとみえています。FRBが利上げを見送り、「一時停止」がより長期化するためには、雇用統計における雇用者数の増加が10万人近辺に留まり、消費者物価指数（CPI）が前月比で0.2%増を下回る状態になる必要があるとみえています。

パウエル氏は、政策ラグを伴って今後数ヶ月間の経済に重石となることを十分に認識しているとみられますが、株価が最高値近辺にあるとともに社債市場も比較的底堅く推移している中、FRBは、リスク資産の更なる上昇を促し、金融環境の緩和につながる何らかのシグナルを提供することには極めて慎重になるとみえています。

米国のイールドカーブが過去まれに見る記録的な逆イールド状態となっている中、比較的良好な材料があった日であっても、長期債利回りが低下しづらい状況となっています。債券市場がより持続的に上昇するためには、最終的に利下げ道筋がより明確になる必要があり、それにはまだ時間が掛かるかもしれません。

またユーロ圏でも、欧州中央銀行（ECB）が現状比較的タカ派な姿勢を維持していることで、逆イールド状態が利回り低下の妨げとなっています。そんな中ここ最近では、フランスで暴動の話題がありました。経済がリセッション入りし、失業率が上昇に向かえば、ポピュリスト的なセンチメントが急速に強める可能性があることを改めて思い起こさせる出来事として受け止めました。仮に今、選挙が行われることになれば、（極右の）ルペン氏及び国民連合がかなりの支持を集めるかもしれません。

またドイツでは、ドイツのための選択（AfD）が世論調査で20%超の支持を集めるなど、ドイツ社会民主党（SPD）をしのぐ勢いであることが明らかになっています。欧州内では、過去数四半期に亘って、南欧諸国が北部の国よりも良い状態となっていました。このことが、過去数ヶ月間での欧州周辺国のドイツ国債に対するスプレッドの比較的安定した動きにつながっていました。

しかし、仮にリセッションのリスクがより表面化し、政治的懸念が強まれば、北部の国におけるポピュリストの台頭が南欧諸国でのポピュリズムの回帰につながることで、年後半に掛けてボラティリティが再燃する可能性もあるとみえています。

その他の市場に目を向けると、ここ最近では引き続き投資家が英国債券のロング・ポジションを諦める傾向が続いています。英国債への需要が減少する中で英国債利回りは上昇を続け、足元で市場に織り込まれている2023年末時点での英政策金利は6.5%となっています。

英国政府の財政状況は（インフレ連動債の借入コストの上昇などを背景に）脆弱な状態にあり、さらにイングランド銀行（英中央銀行、BoE）の過去の資産購入における損失もその状態に拍車を掛けています。しかし、英国が債券を発行する必要があるときでありながらも、利回り上昇局面においては負債ヘッジのための長期債需要が減少するというLDI市場の構造があります。

そのようなネガティブ・コンベクシティ効果は、英国に立ちはだかるチャレンジであり、最終的には長期債利回りがさらに上昇しかねない理由となるでしょう。

とは言いながらも、足元で利回り曲線の短期ゾーンに織り込まれた利上げ幅はやや過剰であるとみえています。つまり、英国債の利回り曲線は、よりエマージング市場（EM）的なリスク・プレミアムを内包した、スティーブな曲線となる可能性があるとみえています。

イタリアのような国では、政府が国債売り出しキャンペーン等により、国内投資家の巨額の預金を国債購入に向かわせようとする動きを興味深く受け止めました。イタリア政府の今後の運営上の課題は、個人投資家という国債の購買層を一旦使い果たしてしまった可能性があると言うことでしょう。

しかし、英国（及びその他の市場）では、国債市場における個人投資家の参加率は比較的低位に留まっており、この状況には変化が必要かも知れません。英スナク首相などが、政策金利の上昇を効果的に預金者に転嫁していないとして銀行に不満を述べている中、英国債をより効果的かつ直接的に個人投資家に売り出す以外にどのような良い手段があるでしょうか。

もちろん、その一つの結果として、銀行における預金が減少することで、銀行が貸し出せる額が減少し、民間セクターが締め出され始める可能性は拭えないでしょう。しかし、景気減速に加え、銀行が信用損失を避けるために融資基準を厳格化していく中で、ローン需要は減少すると見られます。

EMでは、メキシコのマクロ経済の堅調さが確認される中、メキシコ・ペソが一時1米ドル = 17ペソを突破するなど力強い動きとなりました。しかし、米国金利の上昇は、EM通貨のキャリー・トレードの魅力を削ぎ始めています。その例がハンガリーのような国で明確に表われ始めています。同国の当局は伝統的な金融政策から徐々に逸れ始めているようです。

その結果としてハンガリー・フォリントは脆弱な状態になるとみているものの、同通貨はこれまでの低ボラティリティ環境下において、魅力的なキャリーが得られるとして投資家に選好され、投機筋のロング・ポジションが積み上がっていた通貨でした。

また先週、社債市場では、現物社債がCDS指数を上回るパフォーマンスとなりました。投資家が社債ベータ・リスクのヘッジの手段としてCDS指数を用いることから、CDS指数と現物債のベースス拡大は今年に入っての現物債のアンダーパフォーマンスを示していましたが、その過程にもようやく一服感が見られており、ベーススは縮小に向かう可能性があると考えられます。

## 今後の見通し

この先は、今後のFRBの姿勢を決定づける可能性のある、重要な経済指標が発表される時期に差し掛かっています。ここ最近の米失業保険申請件数のデータは、米労働市場がやや落ち着き始めたことを示唆しています。

しかし、同件数は極めて低い水準から増加しているのみで、雇用者数の伸びが労働力の自然な成長を大きく下回るとは想定しづらい状況です。また結果として失業率も極めて低い水準に留まり、大きなダウンサイド・サプライズが起きない限りは、FRBが7月に再び利上げを実施することを妨げる要因はほとんど無いとみています。

またFRBが据え置き姿勢を維持するためには、インフレ指標の協力も必要となります。ベース効果によって、6月の総合CPIは3.0%程度になるとの見方が市場コンセンサスですが、コア指数が前年比5.0%を下回るためには、前月比0.2%以下となる必要があります。

大西洋の反対側では、英国でもインフレに関する良好な結果が待ち望まれています。これに関しては、英ガス電力市場監督局（Ofgem）が卸売価格の下落を受けてエネルギー価格の上限引き下げを実施したほか、Tescoやセインズベリーなどの英大手スーパーも、食料品インフレの減速を示唆していることが期待感につながっています。

価格を押し上げ、価格決定力を手にしようといった企業の強欲（グリード）による「グリードフレーション」は物価の高止まりにつながりますが、独占力が無い限り、それによって収益率を拡大させようとする力は短命に留まるでしょう。

英国民は今、だまされたと感じている可能性があり、その非難的となるべくは（英国との対戦で不正をしたと非難されている）オーストラリアのクリケット代表のみではないかも知れません。とはいえながらも、比較的早いタイミングで、力の均衡が取り戻されることを祈ります。結局のところ、だまして成功することなどないと、私たちはこれまでに学んで来たのですから。

## 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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(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