



## 泥水

そして、熱波の中、「ブローケン・ブリテン」が現実味を帯びてきました。

2023年9月8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

- 現時点において米経済活動の大幅な減速につながる兆候はほとんど見られていません。
- 粘着性の高いインフレの証拠が見られれば、さらなる金融引き締めの可能性を高めると言えるでしょう。
- ユーロ圏は、成長見通しが今後6ヶ月間で減速の一途を辿るとの印象を持っています。
- 英国では、「ブローケン・ブリテン」と言われるような崩壊が加速しているように思えます。
- 今週は、ECB会合や米CPIが価格動向の鍵を握る要因になるとみています。

前週末に発表された米雇用統計の発表後、利回りは一時的に低下したものの、その後上昇しました。振り返ってみれば、雇用者数の伸びは依然堅調で、企業信頼感も力強さを増しているように見受けられる中、現時点において米経済活動の大幅な減速につながる兆候はほとんど見られていない状態と言えるでしょう。またその場合、米連邦準備制度理事会（FRB）のここ最近の発言を変更させるような要因はほとんどありません。

一方で、原油やその他コモディティ価格の上昇は、今後数ヶ月間のインフレ指標において大幅な減速が見られる可能性が低いことを示唆しています。実際に、粘着性の高いインフレの証拠が見られれば、さらなる金融引き締めの可能性を高めると言えるでしょう。

同時に、ここ最近会った投資家の大半が、既に米国のデレートをロングしている印象も受けています。つまり、仮に経済指標が市場の落胆を誘う内容となれば、これらのポジションを諦めた売り圧力につながり、利回りは一段と上昇する可能性があるということです。

5年先の5年金利で見て4.15%という水準には一定の投資妙味を感じ始めているものの、機動的な金利デレートのロング・ポジションが魅力的であるかどうかを検討するにあたっては、今週の消費者物価指数（CPI）の発表を待つことが賢明であると判断しています。

先週行ったユーロ圏の政策担当者とのミーティングでは、同地域の成長見通しが今後6ヶ月間で減速の一途を辿るとの印象を受けました。しかし、インフレ率の低下ペースについては極めてゆっくりとした進展になりそうです。

今週予定されている欧州中央銀行（ECB）会合において、ラガルドECB総裁は、6月の会合で述べた下方リスク・シナリオが、実際に過去数ヶ月間で具体化したことを認めるとともに、成長予想を引き下げると予想しています。

ドイツの製造業受注は先月、（新型コロナのパンデミック時を除いて）過去30年間で最も大幅な減少を記録しました。とりわけ、ドイツの自動車セクターはアジアメーカーとの競争激化に苦戦していると見られる一方、製品輸出に依存している同国経済は、中国における経済活動の低迷によって下方リスクに晒されている状態です。

9月の会合でのECBの政策金利に関する決定はきわどいものとなるでしょう。しかし、引き続き明確であるのは、インフレ率がECBの目標を上回る状態が長きに亘って続くのであれば、来年利下げに転じることは困難になるということです。それに関して言えば、政策担当者の間ではスタグフレーションのリスクに関する議論も見られました。

昨年冬に、エネルギー供給の分断によって懸念された嫌なりセッションを免れて以降の、欧州経済に対する全体的にポジティブな見方は、今では欧州経済が複数年に亘る停滞期に直面しているのではないかと懸念に取って代わられていると言えるでしょう。

欧州と比較した米国経済の継続的なアウトパフォーマンスを受け、ポートフォリオではユーロに対する米ドルのロング・ポジションを嗜好していました。しかし、ユーロが対ドルで1.07近辺につけた時点で、同ポジションの確信度を引き下げ始めました。米ドルは相対的に割高な水準に近づいているように感じています。

同時に、米ドルをロングに移行することが足元の市場コンセンサスのポジションであるように見受けられ、その点を踏まえて、（米ドル高基調の）反転をより警戒しています。

その他為替市場では、中国当局が人民元の下落を阻止するため、中心レートを市場レートよりも元高方向に設定している動きが見られています。しかし、このような介入は元安のペースを鈍化させる効果はあったとしても、元安を反転させることは難しいと考えています。弱含む中国経済を支援するため、政策が依然緩和的となっているためです。

そんな中、日本では財務省が円を支えるために口先介入を行いました。中国とは異なり、日本のファンダメンタルズは極めて底堅いとみており、日本円は大幅に過小評価されていると考えています。

しかし、緩和的過ぎる日銀の政策が継続的な円安の要因になっています。日銀の頑固さは、財務省の言動のいかなる効果も台無しにしてしまっていますが、このことは既に日本では広く理解されていることもあり、円安基調の高まりは日銀によるイールドカーブ・コントロール撤廃への動きを加速させる可能性があるともみえています。

一方、先週は英国においてかなりネガティブな報道が相次いだ一週間となりました。電車は停止し、病院では治療が受けられなくなったほか、航空管制でもシステム障害が発生しました。また、学校は文字通り崩壊の危機にあります（安全性が低いコンクリートを使用したとして、一部学校が閉鎖に追い込まれました）。さらに、バーミンガムの市議会（欧州最大級の地方自治体）が事実上の財政破綻を宣言するなど、まさに「ブローケン・ブリテン」と言われるような崩壊が加速しているように思えます。

これらの問題を解決するためには現金が必要ですが、財政赤字の水準は既に高すぎる状態であり、現実的に言えば、お金はほとんどありません。保守党政権に対する支持率も引き続き低下傾向にあります。教育大臣を務めるジリアン・キーン氏のように、自身が素晴らしい仕事をしていると悪態をつく人もいます。

政治的に言えば、英保守党のブレグジット支持派の大半の政治家は、まるで「ピクニックにサンドイッチを忘れてしまうような」お馬鹿さんたちであると結論付けることが出来るような気がします。したがって、現政権の質にもそれほど期待できない状態が続くことでしょう。とは言いながらも、ここ最近では保守党の議員が、お互いにお互いの無能さを競い合っているような光景が毎週のように見られます。

このような点を踏まえ、英国経済がアンダーパフォームする中で、年初来ではそれほど悪くないものの、引き続き英ポンドは脆弱であるとみています。勿論、英国へのこうした見方は悲観的すぎるかもしれませんが、最近の経済成長率見直しは上方への修正であって、下方ではありませんでした。しかしながら、我々の見方は実現までに少し時間がかかると考えています。

## 今後の見通し

今週は、ECB会合や米CPIが価格動向の鍵を握る要因になるとみています。今のところは、市場において強い方向性を持ったリスクを取ることにそれほどメリットはないと考えており、辛抱強さと規律を維持しながら、状況を見守っています。

何らかのサプライズが価格のオーバーシュートをもたらした場合には、リスク・ポジションを構築する興味深い好機になるとみていますが、現時点では、市場に飛び込む前にボラティリティの高まりを待つ姿勢が賢明であると判断しています。経済指標において、足元では多くの不確実性が存在しています。

成長は減速し、政策金利はピークをつけるとみているものの、逆イールドの状態にあり、ポジションが既にロングとなっていることを踏まえれば、誤った水準で、時期尚早に強気になることにはリスクがあると考えています。

一方で、ベア（弱気）派が夏の間にポジションを諦めたことにより、クレジット・リスクに関してはロング・ポジションがコンセンサスとなっているようです。このことも、仮にボラティリティが再び高まった場合に、市場が下落リスクに晒されていることを示唆しています。

あらゆる点において、現時点での市場環境はまるで「泥水」のような（混乱して理解しづらい）状態と表現できるような気がします。実際に、前週末に米ネバダ砂漠で開かれた大規模フェス「バーニングマン」でのテーマも同様だったようで、（豪雨に見舞われ）泥沼と化した会場において、せっかくならそのような状況も目一杯楽しもうと、裸で泥まみれになった人たちもいたようです。

## 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 (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