



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management

## オミクロン株懸念による市場の反応は過剰？

この新たな変異株について依然として不明な点が多くあるなか、果たしてこのような価格動向が正当化されるものであったのでしょうか。

2021年12月3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、前週末に新型コロナウイルスの新たな変異株（オミクロン株）関連の話題による市場急落の後に迎えることとなりました。ワクチンが同変異株に対して有効ではなかった場合、2021年が進むにつれて勢いを増していた経済回復にとって大幅な足かせとなるとの警戒感から、質への逃避傾向が加速する展開となりました。結果として国債利回りが低下し、社債及びソブリン債のスプレッドに圧力が掛かる中、主要指数のスプレッドは年初時点よりもワイドな水準に拡大しました。

しかし、数日間を経て吟味してみると、各種報道を踏まえた上で、果たしてこのような価格動向が正当化されるものであったかどうかを疑問視することも出来そうです。現段階では、オミクロン株について依然として不明な点が多くありますが、南アフリカなどからの当初の事例を踏まえると、今回の変異株がデルタ株などと比較して感染力が高い可能性はありながらも、入院率の上昇ペースはこれまでと比較して抑えられているようです。

これまでの情報を踏まえると、現時点ではオミクロン株感染者のわずか2%が一週間後に入院を余儀なくされており、デルタ波の最中の10%程度と比較して、低位に留まっています。このような傾向が今後数日間続けば、過去の変異株と比較してオミクロン株感染による症状は軽症である、もしくは重症化を防ぐ上で、引き続きワクチンが極めて高い効果を発揮している、またはその両方が言えるかも知れません。

さらに、オミクロン株は既に世界的に広がっており、多くの国では市中感染が広がっている可能性もあります。その意味で、同変異株を最初に発見したことによってまるで世界中からのけ者扱いをされてしまったかのような、南アフリカの医療従事者には同情の念を抱かずにいられません。実際、検査数と強い相関がある感染者数と比べて、より客観的とも言われる下水データに基づけば、オミクロン株はしばらく前から存在していた可能性があり、再生産数は過度に高く見積もられてきた可能性もあると言えるでしょう。

新型コロナ関連の報道を受けて、ワクチン接種や3回目の接種（ブースター）を加速させるという方針は、政策的に理にかなっているとみられます。しかしブルーベイでは、ロックダウン規制を再導入することは、ワクチン自体に対する信頼を損なうという点でも、政策ミスとなる可能性が十分にあると考えています。

念には念を入れて行動することが適切であると主張する政策担当者もいるかもしれませんが、人々を不安に陥れてしまっはかえって非効率となるでしょう。

世界的に見た場合、米国では今回の報道に極めて落ち着いた対応を取っている一方で、欧州全土ではやや不安を煽るような政府の姿勢が伺えます。これを踏まえれば、成長における米国例外主義は、2022年に掛けて引き続き市場の主要なテーマとなる可能性があるかとみています。そんな中、米連邦準備制度理事会（FRB）が新型コロナ関連リスクを現段階ではほぼ材料視していないことは興味深く受け止めています。むしろパウエルFRB議長は、先週イエレン財務長官とともに臨んだ議会証言の場で、債券購入縮小（テーパリング）ペースの加速や予想よりも早いタイミングでの利上げ開始を示唆しました。

これまで長きに亘って、全てのインフレを「一時的」な要因によるものであるとすることは誤りであると述べてきましたが、足元ではFRBがそのようなブルーベイの見方に近づいてきたように思います。

米国ではインフレが政治問題化しています。2022年を迎えるにあたり、労働参加率が構造的に低いことによって労働市場が逼迫し続けている中、FRBが価格圧力をコントロールするために行動する必要があることは明確となっています。

しかし市場参加者は、経済見通しを損なうことなく大胆な利上げを行うことが出来るかどうかに対しては引き続き懐疑的な見方をしているようです。

結果として、短期の金利見通しが上昇する中でも、長期国債利回りは低下基調となっています。ただしブルーベイでは、そのような市場の見方には疑問の余地があると考えており、とりわけ現時点において実質金利が大きくマイナス圏入りしていることを踏まえれば、金融政策が引き締められるまでには、依然として金利が大幅な上昇余地を残しているとみています。

成長やインフレ、金融政策に関連したブルーベイの予想は過去1年間で概ね実現したにも関わらず、足元で利回り上昇が見られていないことは非常にもどかしく思っていますが、依然としてこの先数週間で利回りが上昇局面に移行するタイミングは訪れると予想しており、このような見方に対して辛抱強さを維持することが賢明であると考えています。

欧州に対する評価は、それに比べればやや悲観的です。英国やイタリア、米国と比較してドイツなどの国で累積のコロナ死亡者数が少ないことは、新型コロナに対する免疫を持つ人の割合が相対的に低いことを示唆しており、新型コロナ患者によるICUのベッド使用率が上昇の一途を辿る中、ロックダウン規制再導入の可能性を高める要因となるかもしれません。

このような状況は、欧州中央銀行（ECB）の政策理事会内でのタカ派が、足元のインフレ高騰を挙げてパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）延長もしくは既存の資産購入プログラム（APP）増額を行わないことを主張している中であっても、今のところはECBが緩和的な姿勢を維持するための理由になると考えています。2022年が進むにつれて、ECBにとってもタカ派方向への軌道が適切となる可能性はあるものの、特に現段階では、タカ派寄りのサプライズをもたらすには時期尚早であると考えています。

英国でも、イングランド銀行（BoE、英中央銀行）が12月に利上げを見送る可能性が出てきました。ただし、同中銀が何の行動も起こさないうちに、同国のインフレ圧力は高まる一方でしょう。英国ではロックダウンの可能性は極めて低いとみっていますが、この先1ヶ月で政府からのメッセージが消費者及び企業信頼感を損なう要因となる可能性があります。

為替の観点からも、英ポンドが米ドルに対して弱含む可能性が高いとの見方を維持しています。

エマージング市場（EM）は過去数週間に亘って圧力下に置かれていますが、価格評価に割安感が出てきたことは、ここからの更なる下落を抑制する要因になると予想しています。トルコでは非常に不安定な状況が続きました。市場参加者は、エルドアン大統領と、インフレ圧力が加速する中で政策金利を低位に保つという同氏の非伝統的な政策スタンスを注視しています。

その他では、より伝統的な政策アプローチを採用している国では価格が安定に近づいている状況が見られ、米国の動向が妨げとならない限り、2022年はEM現地金利にとって良好な市場環境になる可能性があると言えます。新型コロナに関して言えば、ブラジルにおけるコロナ感染は大半がデルタ株に置き換わっているものの、感染拡大の波が見られていないことは興味深いと考えています。背景には、それ以前のガンマ株による感染爆発によって獲得された免疫が防護の役割を果たしていることが挙げられるそうです。

このように、既にこれまでに新型コロナの感染拡大の波に襲われた国では、将来の感染拡大の波をそれほど警戒する必要はないのかもしれませんが。ただし、これまで新型コロナを排除するために孤立政策を維持してきた国では、規制が解除され始めると同時に感染者数が拡大する経験を余儀なくされるかもしれません。

社債市場でも、バリュエーションが今年に入ってから最も魅力的な水準近辺にあり、直近の下落局面を活用し、選好する銘柄への投資を積み増したり、CDSを通じたヘッジ・ポジションを解消したりしています。ECBによる緩和的な姿勢は今後もユーロ圏社債のスプレッドの支援材料になるとみっており、12月後半から1月前半に掛けての季節的な要因もポジティブであると考えています。

FRBがタカ派姿勢を強めれば米国社債のスプレッドにとって脅威となり得ますが、それは政策金利が、将来のリセッション・リスクが織り込まれるような水準まで引き上げられた場合のみであるとみっており、そのような時点に至るまでには依然として長い道のりが存在すると考えています。

## 今度の見通し

オミクロン株や同変異株が社会や経済、金融市場にもたらし得る影響に関しては、今週以降で更に報道が相次ぐと予想されます。更に暗い話題も予想されるドイツを除けば、現時点でのオミクロン株関連の市場の警戒感はやや行き過ぎであるということが立証されていくと予想しています。私たちは既に新型コロナと共生することを学び、それはこの先も変わることがないとみえています。

したがって、オミクロンの影響は比較的一過性のものに留まり、今年夏から秋に掛けてのデルタ株ほど深刻な状況にはならないと予想しています。仮にそうであれば、米国の経済指標が力強さを維持するとの見方や、FRBが今月の会合でタカ派寄りへのシフトを明確にするとの見方が正しい可能性があるとみえています。

またその場合、今回の動きで米国債利回りは底を打った可能性があり、（米国金利のショート・ポジションを通じて）年末までに力強いパフォーマンスを獲得できる余地があるかもしれません。

実際、オミクロンが過去の変異株ほど深刻でなければ、そのことが広範に認識されていく中で、パンデミックからの脱却が加速する可能性もあるとみえています。

運用するポートフォリオのためのみではなく、より幅広い観点からも、そのような見方が正しいことを願っています。

## 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					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



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management