



Global Asset Management
BlueBay Asset Management



くだらない話題も多い季節に、市場では重要なイベントが控える

政治的（もしくは祝祭前の）混乱も見られますが、市場の注目は雇用統計や直前に控えた主要中央銀行の金融政策決定会合に集まっています。

2021年12月11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、3回のワクチン接種がオミクロン株の感染に、また2回のワクチン接種でも感染による重症化に、それぞれ力強い効果をもたらすとの報道などから、同変異株に関連した市場の警戒感が幾らか和らぐ中、投資家のリスク選好が回復傾向となりました。前週の市場を特徴付けた質への逃避傾向は大きく反転し、株価及び債券利回りが上昇に転じたほか、社債及び国債のスプレッドも前週の拡大を取り戻す動きとなりました。

例年この時期になると市場の流動性は低下し、わずかな材料でも市場に大幅な変動をもたらすきっかけとなり得ます。新型コロナウイルスに関連した混乱や不確実性は依然として熾り、とりわけ欧州では、感染者数が増加する中で規制強化に向けた動きが加速する可能性もあるでしょう。ただし、オミクロンが比較的軽症な型であるとの観測は不幸中の幸いであるかもしれません。急激な感染拡大は、また急速にその勢いを失うことも意味しています。

結果として足元の感染急拡大は、来年の初めにもパンデミックからの脱却が視野に入る可能性を高めるかもしれません。

そんな中、市場参加者の注目は、今週に控えた米国、英国、欧州の主要中央銀行の金融政策決定会合に集まっています。当月発表された米雇用統計が米国経済のスラックの縮小を示唆したことを受け、米連邦準備制度理事会（FRB）はテーパリングのペースを加速させ、来年3月末に終了することを発表すると予想しています。これにより、来年5月にも利上げが開始され、その後2022年中に更に2回の利上げが実施されるとみています。

このような軌道は概ね足元の金利市場に織り込まれていますが、その後2023年に入っても、大幅な景気減速を引き起こすことなく、速いペースで利上げが実施され、政策金利が上昇するとのブルベイの見方に関しては、依然として市場に十分に織り込まれていないと考えています。

実質金利が大きくマイナス圏入りしている中、利上げによる金融資産の価格調整がプラスの資産効果の妨げとならない限り、FRBによる当初の利上げは需要減速にはほとんどつながらないとみています。したがって、現状1.5%近辺となっている米10年国債利回りは低すぎるとの見方を維持しています。

ユーロ圏では、新型コロナウイルスの感染者数の再拡大を踏まえ、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）が終了に向かう中でも、欧州中央銀行（ECB）が資産購入プログラム（APP）を通じた資産購入を延長することでカバーする余地が十分にあると考えています。ECBはこれまでも「道の先に空き缶を蹴る」ような格好で判断を先送りしてきたことがあり、今回も、来年3月の金融政策決定会合まで資産買入額縮小の計画を先延ばしにすることを選択する可能性はあるでしょう。しかし、ECB内でのタカ派寄りの意見に対しては注意が必要であると考えています。

タカ派寄りの高官の多くは資産買入の支持に消極的で、インフレ率が6%に達している今、反対意見を声高に主張し始めています。その意味で、ECBがタカ派サプライズをもたらすリスクはあるとみており、その場合には利回りは上昇し、周辺国国債のスプレッドは拡大する可能性があると考えています。

中央銀行による支援策は資産価格を押し上げてきたと思われ、それらの支援策が縮小に向かう中、市場は新たな均衡価格を模索する必要があるかもしれません。ラガルドECB総裁の、「スプレッドをコントロールすることはECBの責務ではない」との発言が記憶に新しいかもしれませんが、それでも、ECBのスプレッド拡大に対する許容度はもはや限定的であるとみています。

したがって、ECBが、ユーロ圏のスプレッドが拡大を始めた場合に資産購入を再開することを可能とする、予防的なファシリティを発表するとの観測もあるようです。ユーロ圏のソブリン債スプレッドが、主にユーロ崩壊リスクを反映したものとなっている中、そのような手法によってスプレッドを支えることはECBの使命に即していると同中銀が主張することは可能であるように思えます。

しかし、ここは難しい領域であり、ECBの行動に対してドイツ連邦憲法裁判所でより明確な意義が唱えられる可能性が十分にあるでしょう。

英国では、おそらくイングランド銀行（英中央銀行、BoE）が政策を据え置くという判断をすることになるでしょう。しかし、そんな中でもインフレ圧力は高まり続け、インフレ期待も上昇が続く兆候が見られています。この結果として、BoEは2022年により速いペースでの利上げを余儀なくされる可能性があるかもしれません。

利上げが消費者や住宅価格に痛手となる可能性を懸念しているのであれば、BoEはその代替として、流動性引き締めを目的としたバランスシート縮小の開始を決定することも出来るかもしれません。しかし、同中銀は自らの予測不確実性を誇っているかのようでもあり、今週の会合でのサプライズの可能性も残っていると考えています。

その他の市場に目を向けると、エマージング市場（EM）では前週の動きに反転が見られました。バリュエーションが回復する中、このような反発が勢いを維持できるかどうかは定かではなく、多くは今週の米連邦公開市場委員会（FOMC）の受け止め方次第であるように思えます。もし市場が、成長見通しに対してFRBがそれほどタカ派にはなっていないとの安心感を抱き、先進国市場の利回りが上昇した場合、EMのスプレッドには縮小の余地があるかもしれません。

社債市場は、年末に掛けて新規発行が減少し、投資家が投資に充てる手元資金を保有した上で2022年を迎えるということによる恩恵も受ける可能性があるでしょう。

今度の見通し

この先、注目すべき主要中銀の会合が控える中、重要な消費者物価指数（CPI）データにも注目が集まります。

直近数週間で原油価格が幾らか下落していることを踏まえると、11月の同指標が直近のピークとなる可能性はありますが、2022年3月末まではインフレが高止まりし、その後力強いベース効果によってインフレは幾らか低下するものの、FRBの目標を大きく上回る水準に留まるとみています。

巷ではクリスマスが間もなくに迫っており、2021年も終わりを迎えようとしています。クリスマスが近づくと英国ではパントマイムの季節となりますが、先週は英国政府が自ら笑いの種を提供しようとする姿勢を面白おかしく見ていました。昨年この時期に厳しいパンデミック対策が敷かれていた最中、首相官邸で多人数のクリスマスパーティーが開かれていた件に関し、先週は英官邸スタッフが記者からの想定問答にふざけて回答する映像が出回り、国民に「クリスマスをキャンセル」させた後に、自分たちのパーティーについては笑って誤魔化そうとしていたことがわかりました。なんと笑えることでしょう...（彼らと一緒に、ではなく、あくまでも彼らがその笑いの対象である、という意味です）。

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