



パンデミックの終わりの始まり？

サプライズに満ちた1年が終わりを迎えようとする中、想定外を想定し、油断は禁物であるとの意識が大事であるように思えます。

2021年12月17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)



先週の金融市場では、インフレの加速に対応した主要銀行のタカ派寄りの言動にも関わらず、主要金利の動きが限定的となりました。先週の米連邦公開市場委員会（FOMC）を控えて、市場参加者はやや慎重なスタンスをとっていたと見られ、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が債券購入縮小（テーパリング）ペースを加速させ、利上げ開始タイミングが早ければ5月になることを示唆したにも関わらず、これによって来年3月頃まではFRBから目新しい材料は予想されないことなどから、株価は上昇しました。

直感的に言えば、リスク資産は依然として豊富な流動性や低位の長期国債利回りに下支えられており、これらが大幅に上昇しない限り、もしくは大幅に上昇するときまでは、投資家が株式に資産を振り向ける動きは続くように思えます。株式は、債券よりも適切なインフレのヘッジとなり、成長のアップサイドの可能性も享受出来るためです。

一方、債券市場の市場参加者の見方は食い違っており、長期的なスタグネーションを背景に、自然利子率（中立金利、アールスター）が極めて低い水準に留まるとの見方が大勢であるという点は興味深いと言えるでしょう。名目GDPが2桁のペースで伸びており、減速する兆しが見られていないにも関わらず、です。

多くの点から、2021年はマクロ投資家にとって理解に苦しむ（そして時にもどかしい）1年であったと言えるでしょう。

振り返って見れば、力強い成長や中央銀行の政策、市場予想を大きく上回るインフレ率などのブルーベ이의予想は、過去数ヶ月間で驚くほどの確であったと言えますが、期待していた市場の動きにはつながっていません。

今年3月には、米消費者物価指数（CPI）がわずか2%まで上昇しただけで、米10年国債利回りも上昇に向かいました。しかしその9ヶ月後、インフレ率は7%近くまで急上昇し、FRBもこのようなCPIの傾向が単に「一時的」ではないということを認めたにも関わらず、米国債利回りは低下基調となっています。

欧州では、欧州中央銀行（ECB）による従来の資産購入プログラム（APP）の延長が、バランスシート拡大が早期に終了すると投資家の懸念を和らげました。ただし、依然として買入を縮小していく計画であることは、ユーロ圏の国債スプレッドに与える圧力となっています。電気代の高騰はインフレ圧力が今後数ヶ月に亘って高止まりすることを示唆しており、パンデミックが終息に向かいさえすれば、ECBが、次に見通しを改定する来年3月にも、よりタカ派な姿勢を取る余地はあっても知れません。

南アフリカからのデータに基づけば、オミクロン株の感染力がこれまでよりも強いことは明確であるようですが、幸い軽症に留まる例が多いようです。これまでの感染の波と比較しても、感染者のわずか数%のみが入院し、また実際に入院した人の中でも酸素吸引や集中治療室での治療を必要とする人は少なく、入院期間も比較的短期間に留まっているほか、死亡率もこれまでより大幅に低下しているようです。

オミクロン株の感染拡大の波を通して、南アフリカが新型コロナのリスク指標を1という最低水準から引き上げておらず、追加の制限も導入していないことは興味深いと考えています。さらに、新規感染者数には既に減少の兆候が見られています。仮にこのような傾向が欧州でも見られれば、今後数日間の短い感染拡大のピークの後、1月中旬には感染者数が減少し始め、1月末までには新型コロナの話題がバックミラーに後退する可能性もあると言えるかも知れません。

さらに、オミクロン株がこれほどまでに強い感染力を示していることを踏まえると、さらに感染力の強い変異株に取って代わられることも現段階では想定しづらいと言えるかも知れません。

このような勇気づけられる話題とは裏腹に、欧州や英国のメディアにはクリスマスが近づく中で警告的なメッセージを飛ばしたい意向があると見られ、人々に追加接種を迫り、まるで完全にグリーンチのように、人々が直接会って交流することを避けるよう怖がらせているかのようです。しかし、インフレ圧力は高まる一方で、労働市場も引き締まる兆しを見せている中、先週のイングランド銀行（BoE、英中央銀行）による利上げの決定はそれほど驚くべきことではなかったと言えるかも知れません。仮に新型コロナに関連したブルーベ이의見通しが正しければ、BoEが来年2月により大胆なタカ派シフトを見せても不思議ではなく、来年末までに大幅な利上げが必要になる可能性があるかとみています。

数ヶ月前に、英小売物価指数（RPI）が8%に達する可能性があると言いましたが、もはやこれはかなり控えめな予想と言えるかも知れず、仮に来年4月に電気料金が2倍になっているのであれば、インフレ率をさらに3%の押し上げる要因となり、結果として同指標は2桁に近い上昇を見せ、労働組合からの涙が出るような賃上げ圧力が予想されます。

これらを全て勘案すると、足元で0.7%近辺にある英10年国債利回りは低すぎるとみています。仮に成長が鈍化すれば、利回りがレンジ内の動きとなる可能性もありますが、更に大幅に低下する余地は限定的であるとみています。したがって、この先の利回り上昇を予想したポジションの方が、リターン獲得の余地を残しているとみています。

またこのようなことから、足元では米国及び英国の金利に対してショート・ポジションを取ることにメリットがあるとの考えを維持しています。最終的に、経済がブルーベ이의予想通りに進展した場合、それが債券価格に織り込まれていくであろうと確信しています。

米国では、経済がリセッション入りするリスクは低いとみており、現在の利回り曲線は平坦過ぎると考えています。FRBが2.5%の長期中立金利を示唆している中、債券利回りも同様の水準で取引されることが適切になるとみており、来年初めに利上げが実施されても経済が減速しなければ、政策が引き締めというよりもまずは中立となるまでにですら、依然として長い道のりがあることが明確になる可能性があります。

社債市場は、例年この時期に見られる新規発行額の減少や、堅調な株式市場によって支えられた動きとなりました。仮に特段目立った材料がなければ、良好な需給面が追い風となり、今後数週間でスプレッドが縮小に向かっても不思議ではないとみています。またこのような見通しはソブリン債のスプレッドにとっても追い風となりますが、全体としてはバリュエーションがそれほど魅力的な水準にはないことは特筆すべきで、この先グローバルに政策が転換点を迎えようとしている中で、スプレッドが大幅に縮小する可能性は低いように思えます。

為替市場では、引き続き米国例外主義が米ドルを押し上げる可能性はあるとみていますが、南アフリカ・ランドなど、ここ最近アンダーパフォームしてきた一部の通貨に関しては、リスク回避傾向が後退する中で、この先上昇に転じる可能性もあるとみています。引き続きその例外となりそうなのがトルコで、生産者物価指数（PPI）が前年比50%近いなどインフレが高騰している中で利下げを行うという政策は、エルドアン大統領が権力の座を失い、より伝統的な経済政策に回帰するとともに、中央銀行への政治的介入を減らすということが確認出来ない限りは、この先同国を危機へと導く可能性があるでしょう。

今度の見通し

今月予定されていた主要な中央銀行会合や経済指標の発表が終わり、年末に掛けては静かな市場環境になると予想しています。とは言いながらも、多くのサプライズがあった今年1年を経た今、想定外を想定することも出来、油断は禁物であると言えるでしょう。

それはさておき、今年も来年の予想を立てる時期となりました。以下に幾つかを挙げることにします。

- 1.米インフレ率は2022年3月にピークを付け、その後は低下基調となる。ただし、サプライチェーンの混乱解消による商品の価格低下を、サービス価格の高騰や賃金及び家賃上昇が上回ることで、3%を上回る水準で高止まりする。
- 2.FRBは2022年に4回の利上げを実施し、2023年に更に4回の利上げを実施する。米10年国債利回りは春頃に2%を突破する。
- 3.ECBは3月にタカ派寄りへと転換し、ユーロ圏のスプレッドは年初時点よりも拡大して年末を迎える。
- 4.株価の変動性は高まり、1年間ではほぼ0%のリターンとなる。また社債も、一部の銘柄及びセクターを除いては、アウトパフォームに苦戦する。
- 5.米ドルは1-3月期こそ力強さを維持するものの、他市場の成長が回復する中、その後は米ドル高基調が後退する。
- 6.1月後半には、英国及び欧州における新型コロナウイルスの新規感染者は減少に転じ、イースター休暇までには大半の国が実質的にパンデミックから脱する。
- 7.チェルシーFCがUEFAチャンピオンズ・リーグで優勝する（当然です！）。

今年1年間、週次コメントをお読みいただき、ありがとうございました。当コメントを今年最後のコメントとし、来年の初めにまた再び週次コメントのリリースを開始したいと思います。最後に、メリークリスマス、そして皆さまどうぞ良いお年をお迎え下さい。

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