



Global Asset Management
BlueBay Asset Management



チキンキエフ

今のところ、ロシアの戦略は奏功しているようです。

2022年1月28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)



先週開かれた米連邦公開市場委員会（FOMC）では、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が政策引き締めへの方向性を認め、市場では、債券購入縮小（テーパリング）が完了する今年3月に利上げが開始されることが織り込まれました。

会合後の記者会見では、さらに夏頃には、まずは償還を迎える保有証券を再投資に回さないことによってFRBがバランスシートを縮小させる、いわゆる量的引き締め（QT）への道が開かれることが示されました。FOMCを受けて、短期金利市場では足元で2022年中に5回の利上げが実施され、FF金利が年末までに1.25%に達することが織り込まれています。

このような見通しは、ブルーベイの見方に概ね整合的です。しかし、市場は依然その先のインフレ及び成長見通しについては過小評価を続けているとみており、市場に織り込まれた2023年以降の利上げ見通しはブルーベイの見方とやや異なっています。市場では、今回の利上げサイクルのピークが2%近辺であるとの見方が織り込まれていますが、ブルーベイの予測はそれを100bps上回ります。さらにFRB自身が、今サイクルにおいて自ら示している2.5%という中立金利を上回るまで政策金利を引き上げる可能性があることを認識しているとみられます。

このような点を踏まえ、中期的には利回りに対する弱気な見方を維持しています。しかし短期的には、ここ最近の利回りの上昇基調が一服し、利回りが低下に向かっても不思議ではないと考えています。来月には、オミクロン株関連の影響で経済指標が弱含むことが予想されます。また、リスク資産も金利上昇により神経質になりつつあります。したがって、金融環境の引き締めペースが速すぎれば、質への逃避によって自動修正的な価格動向が見られる可能性が高まっていると考えます。

さらに、ロシアとウクライナの国境付近での軍事的緊張も、比較的早期に一触即発の状況につながる可能性があると考えています。

ただし、足元でこれまで維持してきた金利デフレーションのショート・ポジションの約半分につき利益を実現したとは言え、この先利回りが低下する局面があれば、最終的にはそのような状況は続かないと予想しているため、金利のショート・ポジションに対する確信度を引き上げる方針です。

グローバルに見ると、先週もインフレに関連した懸念は収まる兆しは見られませんでした。半導体不足に関する話題が再び浮上し、大手自動車メーカーであるフォードが、最も人気のあるモデルの1つについて新規申し込み受付を停止したとの話題も取り沙汰されました。原油価格は2014年以来となる1バレル90米ドルを一時突破し、供給面での圧力緩和に対する期待とは裏腹に、ロサンゼルス港では先週、荷下ろしを待つコンテナ船の数が100を超える大渋滞が起きました。

オミクロン株が引き続き目先の労働力不足の背景にあり、これは比較的早期に正常化に向かうとみられます。しかし、中国及び一部のアジア諸国はゼロコロナ政策維持に苦戦しており、そのような政策が変更され、パンデミック（世界的流行）からエンデミック（地域的流行）のフェーズへと移行していくことを受け入れない限り、更なる混乱が生じることは避けられないとみられます。

リスク資産が下落基調となる中、年初来で社債スプレッドも拡大基調となっています。指数レベルで見るとスプレッドの拡大は比較的小幅に留まっていますが、2021年に見られたスプレッドのコンプレッションの動きに巻き戻しが見られる中、相対的にベータ値の高い銘柄についてはより大幅なスプレッド拡大が見られています。

成長に対する全般的に前向きな見方に基づき、クレジットの質は今年も概ね安定的に推移するとみられます。景気後退のリスクは低く、デフォルト率も低位に留まることが予想されます。

一方で、銀行のようなセクターが選好されやすいセクター・ローテーションの動きも、銀行劣後債の追い風になるとみられます。年初来で見ると同セクターはやや苦戦していますが、銀行株の上昇基調は、同セクターのクレジットの質の基調的なトレンドが良好であることを示しているとみられます。

為替市場では、比較的タカ派寄りのFRBを背景に、過去数日間で米ドル高傾向がみられました。欧州中央銀行（ECB）も3月にややタカ派寄りに転じるとみられますが、今のところは、欧州周辺国国債のスプレッドに圧力が加わることを警戒し、そのような方針転換を示唆することには慎重になっているとみられます。

イタリアでは大統領選の投票が続いており、仮にドラギ首相が大統領に選出されれば暫定首相就任が必要となりますが、総選挙が来年に迫る中、市場がイタリアの政治的リスクを早期に排除する可能性は低いとみられます。

一方、早期解散総選挙のリスクはイタリア、ひいては広範な欧州周辺国のスプレッドのより急速な拡大につながる可能性があるでしょう。イタリアの政治的リスクを踏まえても、ソプリンのファンダメンタルズ面而言えば、パンデミックを通してイタリアはスペインをアウトパフォームしたと考えているため、イタリア国債とスペイン国債の利回りが近い水準で取引されても不思議ではないとみられます。しかし、この先数週間を見据えると、スプレッドの縮小を促す要因に乏しく、むしろスプレッド拡大を促す複数のリスク要因が存在するとみられます。

エマージング市場（EM）では、ロシア関連の話題が週を通してボラティリティをもたらす要因となりました。しかし、全世界がロシア情勢を固唾をのんで見守る中、EMの国レベルでのパフォーマンス格差拡大のさらなる兆候が見られたことは興味深い展開でした。具体的には、政治的な懸念が後退する中、足元でチリが力強いパフォーマンスを見せています。一方、エネルギー輸入国で、巨額の経常赤字を抱える国は、物価上昇を受けて日増しに脆弱になりつつあります。トルコやインド、フィリピンなどがその一例です。

また足元では、中国における政策緩和の動きが投資家心理の支えとなり、不動産セクターの債券価格は最安値から反発しています。しかし、構造的な問題の継続や、国民所得と比較して極めて高い水準まで値上がりした不動産価格を踏まえると、同セクターが底打ちしたと判断するにはやや時期尚早である可能性があり、市場が安定を取り戻すまでにはさらなる下落の余地もあるかも知れません。

今度の見通し

FRBがフォワード・ルッキングな視点から政策決定において経済指標を重視する姿勢を維持している中、市場参加者はこの先発表される経済指標の内容を吟味することになるとみられます。しかし、オミクロン関連の影響が指標に及ぶことを踏まえ、この先数週間では見通しの変更につながる何らかの材料が得られる可能性は低いとみています。

そのような点を踏まえ、利回りの次なる上昇を促す要因は、3月に掛けて得られる可能性が高いとみています。3月までには、オミクロン関連の一時的な減速が止み、経済見通しが改善する中でインフレ懸念は高止まりしているとみられます。

その意味で、インフレ率が目標を上回る水準にある期間が長ければ長いほど、インフレ期待が上昇するリスクは高まるとみています。

FRBは3月の会合で、インフレ見通し及びこの先のドット・チャートを大幅に引き上げる可能性があるかとみています。ある意味では、昨年12月の会合でインフレ見通しをより大幅に引き上げたかったのかもしれませんが、市場を刺激しないよう、改定は慎重に行うことを強調したかったとみられます。

結果として、3月のFOMCをきっかけに米10年国債利回りが2%を突破し、その先も上昇する可能性があるかとみています。これまでも述べてきた通り、2022年中のいかなる金融引き締めも、金融環境を実際「引き締める」ものではなく、緩和色を弱めるのみであると考えています。インフレ率が3.5%から4.0%近辺に高止まりするとの見方に基づけば、実質的な政策金利は今年末の時点でも依然として深いマイナス圏に留まるとみられます。

したがって、ボラティリティが高まった1月を経て、2月はやや静かな1ヶ月となるかもしれません。先週、日中に4%下落しその後回復したナスダック総合指数の価格動向などに見られるように、VIX指数が30を上回る水準まで押し上げられていますが、この先数週間ではある程度の市場の落ち着きを予想しています。

経済指標及び中央銀行からの目新しい材料がなくなる一方、ロシアの軍事衝突が最も大きなリスク要因になるとみています。プーチン大統領の次の一手を見極めることは困難ですが、北大西洋条約機構（NATO）側からの大幅な譲歩が得られない限り、プーチン氏が手を引く可能性は低く、NATO側の譲歩の可能性も低いとみています。米政権は対ロシア制裁に対してタカ派な発言をしていますが、ロシアからの天然ガス供給に頼る欧州はやや苦しい立場に置かれています。

欧州では、ボリス・ジョンソン首相が今にも首相の座を追われそうな状況で、プーチン氏はマクロン仏大統領の考えについてはそれほど気にしていません。ドイツ政府はウクライナへの武器提供を断ち、対話の道を選好しています。

バラバラの欧州や分裂寸前のNATOを見て、プーチン氏はほくそ笑んでいることでしょう。屈強な人物として国内では人気を誇り、原油及びガス価格の上昇によって自らの懐も潤っています。仮に米国が米ドルへのアクセス禁止という制裁を試みれば、ロシアは中国とオフショア人民元レベルで取引をするとみられ、米国にとって戦略的な損失となるでしょう。したがって、ウクライナの伝統料理「チキン（臆病者）キエフ」さながらのロシアの戦略は、今のところ功を奏しているようです。

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