



Global Asset Management
BlueBay Asset Management

孤立

ロシア軍が激しい攻撃を続ける中、ロシアへの追加経済制裁を踏まえ、先週の市場でもリスク資産は軟調なパフォーマンスとなりました。

2022年3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)



政府による制裁に続き、民間セクターによる自発的な動きも見られました。ロシアが仕掛けた戦争が無数の命を奪い、人々の苦しみにつながっている中、プーチン大統領及びクレムリン（ロシア政府）への嫌悪感から、企業の中にはロシアから一斉に撤退する企業もありました。

このような経済的な戦争の激化により、原油価格は一時1バレル130米ドルを突破して上昇し、その後UAEなどの増産支持を受けて落ち着き展開となりました。そんな中、戦場での進軍が行き詰まっていることが停戦につながるとの期待感も、週の半ばにはリスク資産の一時的な反発につながりました。

しかし、悲しいことに、交渉による進展には現段階でほとんど期待出来ないと考えています。結果として、この先数週間に亘り、これを食い止めようとするウクライナ側の勇敢な努力にも関わらず、ロシアの容赦ない進軍は続くと考えています。

モスクワで民衆が立ち上がることが、プーチン氏を再考させる、もしくは退陣させることにつながることを期待することも出来るかも知れませんが、現時点では現実味に乏しいように思えます。歴史的に見ると、ロシアの人々は従順で、結果として自らに困難がのし掛かったとしても、リーダーの行動を受け入れてきたという経緯もあります。

このような点を踏まえ、コモディティ価格の上昇は当面続く可能性があると考えています。ここ最近の動きを受けて、この先インフレ率に一段の上昇が見られる可能性もあり、今後数ヶ月間で米国やユーロ圏、英国のインフレ率はそれぞれ、9%、7%、10%まで上昇する可能性があると考えています。

インフレの高まりは家計の可処分所得の減少につながり、結果として英国とユーロ圏では2%、米国では1%程度、成長を押し下げる可能性があるかと分析しています。しかし、ロシア・ウクライナ情勢の更なる激化などにより原油価格がこれまで以上に大幅に上昇しない限りは、依然としてリセッション入りの可能性は低いとみています。

中期的に見れば、政策金利及び債券利回りは大きく上昇する余地があると考えています。実際、インフレ率の上昇が大きければ大きいほど、また高止まりする期間が長ければ長いほど、インフレ期待は高まり、二次的なインフレ効果もたらされる可能性が高まります。

その結果、金融引き締め路線は概ねこれまでの予想に沿ったものとなる一方で、今回の利上げサイクルの到達点が、当初想定したよりも高い水準になる可能性があるでしょう。

米国の政策金利が年末までに1.5%に達したとしても、実際にはそれほどの金融環境の引き締めや価格圧力の抑制にはつながらない可能性もあります。結果として、FF金利は2023年末までに3%まで引き上げられ、2024年の前半まで利上げは続く可能性があるかとみています。

とは言いながらも、目先の利上げは概ね完全に市場に織り込まれており、不確実かつボラティルな地政学的状況と相まって、現段階では強い方向性を持ったポジションを維持することはそれほど賢明ではないとみています。したがって、ロシアによる侵攻開始直後に、経済制裁の発動などによって金利が低下したタイミングで構築していた米国金利のショート・ポジションについては利益を実現しました。

ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）が多くの予想を上回るタカ派寄りのメッセージを発信しました。成長へのリスクは脇に置き、ラガルドECB総裁は資産購入を今年7-9月期で終了し、その後利上げを行う可能性があることを明確に示唆しました。ある意味では、ECBは物価の安定を自らの命題として捉えており、よりタカ派な姿勢に転換する以外に選択肢はないのかもしれませんが、しかし、このようなタカ派トーンは先週、ユーロ圏の債券利回りの上昇につながり、周辺国国債のスプレッドにも圧力を与える展開となりました。

マクロン仏大統領が他の首脳陣に働きかけるとみられる、EUによる財政の強化策、いわゆる「RePower EU」への期待感が、ECBの引き締めスタンスによる影響を幾らか緩和する可能性はあるでしょう。しかし、2,000億ユーロとされる当初の規模は小さすぎるとみており、EUの政治状況を踏まえれば、実際に合意が形成されるまでには数週間掛かる可能性があるかとみています。したがって、この先数日間では、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）における再投資もそれほどスプレッドの支えにならないとみられている中、欧州周辺国スプレッドに更なる圧力が掛かる展開も予想されます。

リスク資産は先週、全般的に軟調な動きとなりました。企業が新たに社債を発行する際には既発債と比較して大幅な上乘せ利回りが必要となり、投資適格社債のスプレッドの更なる圧力を加えています。資産配分を担う投資家は株式と債券がそろって下落する現状にうろたえ、株式市場もやや神経質な展開となっています。しかし、一部のソブリン債の価格を見ると、先週末に掛けての下落基調に一定の落ち着きの兆しが見られました。

全般的に言えば、価格に大きな影響をもたらすためにそれほどの取引量は必要とされない状況となっています。そんな中、ロシア債券が今月末をもって主要債券指数から除外されることが明らかになりました。価格は既に概ねゼロに引き下げられており、政権交代によってロシアが異なる道筋を描けない限りは、ロシアが金融市場において取り残される状態がこの先長きに亘って続くことが予想されます。

為替市場では、ボラティリティは比較的落ち着いた状態が続きました。ここ最近では相対価値の観点から米ドルへの選好を維持していますが、先週はECB会合が多くの予想よりもタカ派な内容であったにも関わらず、ユーロに下落が見られたことを興味深く受け止めました。またここ最近では、インドやトルコなどのエネルギー輸入国通貨に対して、豪ドルや南アフリカ・ランドなどの資源輸出国通貨を選好しています。

今度の見通し

来月以降のいずれかの時点で、ウクライナにおける衝突は膠着状態に陥ると予想しています。ロシアはウクライナの都市を支配下に置くことに苦戦する可能性があります、ウクライナ国民が侵略者に反発を続けることも困難になるとみています。

この時点で、新たな冷戦の時代に入ることになるでしょう。これによって、リスク・プレミアムは中期的に高止まりするとみっていますが、地政学的な安定への脅威がほんの少しでも落ち着けば、金融市場の注目は経済及び金融ファンダメンタルズに戻っていくと予想しています。

パンデミックの収束や財政緩和、労働市場の逼迫による賃金上昇などを背景に、成長見通しはこの先もポジティブであると分析しています。インフレ率の高進はこの先も懸念材料になるとみられ、価格上昇に関するホワイトハウスへの批判をそらすために、これまで用いられていた「バイデンフレージョン」というフレーズが、「プーチンフレージョン」に置き換わりつつあることも興味深いと言えるでしょう。

一部のインフレ圧力（中古車価格など）は、ベース効果が剥落することによって自発的に収束するとみられます。しかし、インフレ期待が過度に加速する前に価格圧力をコントロール下に置くためには、更なる利上げが必要になるとみています。

英国の例で言えば、政策金利がわずか0.5%という水準にありながら、インフレ率は2桁に達しようとしています。イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は、たとえ成長や住宅市場の妨げになったとしても利上げを続ける必要があり、いずれかの時点において、深いリセッションに陥るよりは、短期間かつ小幅なりセッションを経験した方がましであるとの認識が広がるとみられます。ただし、そのような妥協が不安材料になるのは、むしろ1年後もしくは2年後かもしれません。

2022年中は緩和的な金融環境が維持され、年末の時点でも政策金利はインフレ率を大幅に下回る水準に留まっているとみられることから、需要を大きく阻害する要因にはならないと予想しています。

この先の道のりは、金融市場にとって興味深いほど山あり谷ありの道となり、ボラティリティも高止まりする可能性があるでしょう。しかし、慎重さを保ち、ポジションを厳選すれば、この先もロングとショート双方で豊富な投資機会が訪れるとの確信を持っています。

そんな中、一人のチェルシー・ファンとして、今回のプーチン氏らが仕掛けた戦争が、「Roman Empire（ローマ帝国）」崩壊さながら、我がサッカーチーム（ロシア人オーナーであるロマン・アブラモビッチ氏をもじって「Roman Empire」とも呼ばれる）の崩壊につながらないことを願うばかりです（制裁によって同氏の資産が凍結され、クラブ経営の先行き不透明となっているため）。とは言いながらも、過去10年間で2回も欧州チャンピオンになるなど、楽しませてもらいました。チェルシーとの対戦時に批判的なチャントを歌うトッテナム・ホットスパーのサポーターは、今後チャントの内容を再考しなければならないかもしれません。

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