



Global Asset Management
BlueBay Asset Management



立ち止まって考える

先週の金融市場では、週の半ばに掛けて、米国債利回りの上昇基調に一服感が見られる展開となりました。

2022年4月15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)



依然として投資家心理は不安定ながら、ここ最近債券資産に掛かっていたプレッシャーを踏まえ、このような動きはリスク資産にとっては歓迎されました。

政策面では、引き続き先進国市場（DM）中央銀行にとって、最も圧力の掛かった状態が近づいているように見受けられます。新型コロナ関連の話題に対する関心が薄れる中、労働市場は逼迫し、インフレもオーバーシュートしています。幾つかの指標では、金融環境がコロナ前よりも緩和的に留まっているとされており、インフレ目標達成へのコミットメントを示すために、政策担当者がタカ派ボタンを押し続けることは理解出来ると言えるでしょう。またこのことは、前倒しでの引き締めが必要不可欠であることを示しており、先週もニュージーランド準備銀行（中央銀行）びカナダ銀行（中央銀行）がいずれも50bpsの利上げを決定しました。しかし、ブレーキを強く踏む中で、経済が急減速するリスクはあります。したがって、経済指標に軟化が見られた場合、もしくは株価やリスク資産がより持続的な売り圧力にさらされた場合には、各国中央銀行が示しているここ最近のタカ派シフトが転換する可能性があるでしょう。

経済指標では、米総合消費者物価指数（CPI）が30年振りの水準となる前年同月比8.5%を付けました。しかし、中古車価格の下落を背景としてコアCPIが市場の予想を下回ったことが、幾らか市場の安心感を誘いました。これまでも述べてきた通り、インフレ率はベース効果の影響でこの先数ヶ月間でピークをつけ、その後低下に向かうとみています。結果としてこのことが、タカ派寄りの当局者の勢いを失わせることになると予想しています。その際、金融環境引き締めによって成長も減速している場合には尚更でしょう。

欧州では、欧州中央銀行（ECB）会合が開かれましたが、金融政策正常化の次なる一手に関して、理事会は6月（及び最新の経済予測）まで待つ方針を示したことから、目新しい材料はほとんど確認されませんでした。ある意味では、欧州がインフレ動向に関して同じような頭痛の種を抱える中、ECBは問題を先延ばししているような状態であると言えるでしょう。この先数週間、さらに数ヶ月間に亘り、既に欧州周辺国にとっての圧力となっている資産購入終了ペースの加速をECBが余儀なくされる状態は続くともみえています。ただし、4-6月期には成長が鈍化するとともにインフレ率が低下に向かうことが予想され、足元で市場に織り込まれている2023年末までの利上げ回数をECBが実施する可能性は低くなると予想しています。

フランス大統領選挙の第一回投票では、現職のマクロン大統領が、次点となったルペン候補に対して想定を上回る善戦を見せたことが、欧州の多くの投資家に安心感をもたらしました。しかし、一部の世論調査では、決選投票に向けて依然として支持が拮抗していることを示しており、慎重にみえています。これに関しては、4月20日に予定されている両候補の討論会が重要なポイントとなるでしょう。このような展開は過去にも例があります。賭け相場では、現時点でマクロン氏勝利の可能性が80%程度であるとされていますが、一部世論調査ではより僅差になるともされており、ブレグジットやトランプ大統領誕生などの過去の政治的ショックを彷彿とさせます。ルペン氏勝利はかなりのショックをもたらす、事実上、フランスのEU離脱、いわゆる「フレグジット（"Frexit"）」の議論を呼び戻すことになるでしょう。仮にそうなった場合には、EU崩壊リスクが再燃し、欧州周辺国スプレッドに再び圧力が掛かることが予想されます。

英国では、インフレが高進を続けており、来月には一時的なエネルギーコストの影響もあってインフレ率が8.5%を超えるとみられています。イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は現状の政策において岐路に立たされているとみており、今年後半の実質賃金の縮小が、インフレ率を目標に戻すという責務達成に寄与するであろうとの賭けに出ていると言えるでしょう。労働市場が極めて逼迫しているにも関わらず、より積極的な引き締め策に出していないことから、期待インフレ率がさらに上昇するリスクは高止まりしています。その意味で、他のDMと比べても依然として英国債市場にはミスプライズが存在しているとみており、英国債利回りはこの先も上昇を続けると予想しています。

過去数年間に亘って市場の関心が薄れていたものの、ここ最近では再びアイスランド市場が興味深い展開を迎えています。アイスランド国債の利回りは世界的な利回り上昇基調とともに上昇し、アイスランド経済がパンデミックから脱却し、底堅い成長を見せる中で利上げも実施されています。過去を振り返ると、アイスランドでは賃金上昇がインフレ加速を促す強力な要因となってきました。しかし、2021年に複数年の賃金交渉が妥結したことで、目先数ヶ月間の賃金圧力はそれほどの懸念材料ではありません。結果として、インフレ率は足元の6.7%から今年末までに3~4%の水準まで低下し、2023年にもさらに低下することが予想されます。また、観光業が再開する中、アイスランドは今年再び経常黒字化するとみられます。このことは自ずとアイスランド通貨の上昇要因となり、同通貨はユーロに対して魅力的なキャリー水準も提供しています。また時が経つにつれ、アイスランドは経済的にも、金融市場の観点からも、その他欧州諸国と肩を並べる存在になっていくと予想されます。アイスランドの長期国債利回りが5%超に上昇している中、中期的に底堅いファンダメンタルズを踏まえれば、アイスランド資産は魅力的なリスク調整後リターンを提供しているともみえています。

社債市場では、起債が比較的落ち着いていたものの、スプレッドがやや拡大しました。中でも、米連邦準備制度理事会（FRB）がタカ派姿勢を強めていることに投資家が反応したとみられる米ドル建て社債市場が、突出して他市場を下回るパフォーマンスとなりました。また、海外投資家から見た場合の、米ドル建て社債が提供する上乘せ利回りの魅力が薄れていることも、需要動向に転換をもたらす要因となり始めているようです。欧州社債は比較的安定した動きとなっていますが、仮にECBが投資家の想定よりも早期に社債買入プログラム下における債券購入の終了の方針を示した場合、ボラティリティの更なる上昇も予想されます。

今度の見通し

年後半に掛けては伝統資産にとって苦しい投資環境が予想されます。しかし、ボラティリティが高止まりする中、相対価値に基づいてロング及びショートのパポジションを取ることによる投資機会が豊富にもたらされるとみえています。過去数週間で、この先1年間のリセッション・リスクは高まったとみており、そのような懸念が払拭されるためには、インフレのピークが過ぎ去ったとの確信が必要になるでしょう。このことは、年後半に掛けて状況が落ち着く可能性を示唆するものの、現時点では慎重さを維持し、市場がいずれかの方向にオーバーシュートした場合にはミスプライスによる投資機会を活用する姿勢を取ることが賢明であると判断しています。ここ最近のボラティリティ上昇を経て、先週は一時、債券投資家にとってほっとため息をつき、立ち止まって考える機会を提供したかも知れません。しかし、再びボラティリティが上昇するまで、安心していられる時間はどの程度あるでしょうか。

皆さま、エッグセレント（エクセレント）なイースター休暇を。ただしチョコレートの食べ過ぎには気を付けてください。金融市場と同様、後々後悔することになるかもしれません。

ディスクレーマー

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ようになります。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