



インフレ低下への道のりの始まりか

ただし英国はその例外となるでしょう。

2022年5月6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、米連邦公開市場委員会（FOMC）の結果を受けて直後に市場が上昇しましたが、50bpsのみの利上げに留まったことに伴う安心感は短命に留まりました。投資家心理は引き続きやや不安定で、不確実なマクロ見通しを踏まえ、投資家は一般的にリスクを削減する方向に傾いているように見受けられます。

物価上昇により実質賃金が縮小し、金融環境が引き締められ始めるとともに、依然として中国がゼロ・コロナ政策推進に苦戦していることから、世界的に経済指標は経済活動の減速を示唆し始めています。しかし、中央銀行が当面、包括的な責務として物価の安定を維持するために行動することを余儀なくされるとの見方から、今のところ国債利回りの動きは成長よりもインフレにより敏感であると言えます。

その意味で、少なくともインフレ・ショックの最悪期は脱したことを裏付ける経済指標が確認されるまでは、国債利回りが低下、もしくは安定することすら困難であるように思えます。したがって、今週発表される予定となっている米消費者物価指数（CPI）は極めて重要となるでしょう。

また先週金曜日に発表された米雇用統計にも注目が集まりました。仮にインフレ率がさらに長きに亘ってオーバーシュートが続けるようであれば、それは非常に逼迫した労働市場からの賃金インフレ主導のものとなる可能性が高いでしょう。3月の米コアCPIは前月比0.3%でしたが、4月にも同等の水準となれば市場の支えとなるかもしれません。

しかし、過度な米ドル高を伴う金融資産の継続的な急落とともに、より大幅かつ突然の金融環境の引き締めがない限りは、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長やその他FRB高官からの発言の軟化は当面先になるとみられます。

欧州では、欧州中央銀行（ECB）の専務理事を務めるイタリアのパネッタ氏が、見通しの悪化を背景に、ECBによる引き締め策に対して一定の懸念を示しました。エネルギー・ショックに加え、戦争がまさに欧州大陸の玄関先で展開されていることによる信頼感のダメージによって、欧州経済は相対的に米国経済を大きくアンダーパフォームしていると言えるでしょう。

そんな中、困難な舵取りを迫られているECBにとって、ユーロ圏ソブリン債のスプレッドがさらに事態を複雑化させています。例えばイタリア10年国債のスプレッドは、わずか6ヶ月前の約2倍の200bps近辺で取引されています。金融政策がユーロ圏各国に異なる形で浸透することから、需給ギャップが最も大きい一部の国の金融環境を引き締めており、結果として経済パフォーマンスの新たな枝分かれにつながり兼ねない状況となっています。

仮にこれが現実となった場合、このことがポピュリスト的な政党がつけ込む要因を与え兼ねないと言えるでしょう。投資家が既に2023年のイタリアの総選挙を視野に入れ始めている中では尚更です。このように、ECBの資産購入を早期に終了させることは、EU崩壊リスクが実際は長い間眠っていただけで、完全に払拭されてはいなかったことを示すこととなっています。

真の持続可能な金融同盟実現のためには、財政及び政治面でのより強固な団結が必要であるということが改めて実感されていると言えるでしょう。しかし、政策担当者がより断固として苦しい決断を下すまでには、更なる市場の混乱が必要となるかもしれません。

英国では、イングランド銀行（英中央銀行、BOE）が高インフレを許容するかのような姿勢を見せ、他の中央銀行と一線を画し始めているようです。消費者需要の減速を促すことで、高インフレが自ら収まることに期待しているものとみられます。しかし、これは過去に十分な試行された政策ではなく、マクロ経済学の授業で教えられる内容とも異なるでしょう（バイリーBOE総裁は結果としてトルコのエルドアン大統領の戦略を真似るのでしょうか）。

つまり、BOEは相応の賭けに出たとみており、期待インフレが（既にそうでなければ）完全に上昇しきったとかなりの確信があるのでしょう。このことは、英国債のイールドカーブの大幅なスティープ化につながる可能性を示唆するとともに、この先の英国債の発行においてインフレ連動債がかなりの割合を占めることになる中、インフレのオーバーシュートが続いた場合に発生しかねない負債支払いコストの上昇は、財政引き締めに関連した英財務相の試みを脅かしかねないと言えるでしょう。

結果として、英国ではスタグフレーションが依然として最も可能性の高いシナリオであるように見え、そのような環境下においては、全ての英国資産が苦戦を強いられる可能性があるかとみています。

その他の地域に目を向けると、継続するウクライナ紛争では大きな変化は見られず、この先再び緊張が高まるリスクを警戒しています。中国では、北京における新型コロナウイルスの感染拡大が現状の懸念材料となっていますが、政府がmRNAワクチンの承認や導入に動く兆しは見られておらず、欧米諸国で見られているようなコロナとの共生の道を探る動きもなさそうです。したがって、この先中国の経済活動は停止と起動を繰り返すこととなり、直近の購買担当者景気指数（PMI）に見られたように、リスクは生産の減少に傾いているように見受けられます。

その他のエマージング市場（EM）では、引き続き食品価格の上昇が多くの経済にとって懸念材料となり始めており、とりわけ食品及びエネルギーの輸入依存度が高い国ほど貿易収支への負の影響にさらされている状況です。時を同じくして米ドル高が進行し、それらの多くの国が、よりタカ派な米金融政策を輸入せざるを得ない状況となっています。

株価が軟調となり、市場ボラティリティが高止まりするとともに成長減速が市場の重石となる中、社債市場は引き続き圧力下に置かれています。新規発行市場は低調に留まっていますが、発行が必要である場合には、大幅な上乗せ利回りが必要となり、流通市場における既存の債券のパフォーマンスの重石となっています。

足元のスプレッド水準には既に相当な悪材料が織り込まれた可能性があるとみて、ここ最近ではCDSを通じたヘッジ・ポジションの利益を実現することで、金利デレートを幾らか引き延ばしながらも、クレジット・リスクをやや積み増しています。この先、より大幅なスプレッドの拡大があるとなれば、それはリセッション・リスクがさらに高まったことを示すものであるとみており、仮にそうなった場合には、長期国債のパフォーマンスにとっての下支えになるとみています。

そのような中、先週はアイスランドへの現地調査において注目すべき好材料に出会いました。同国では観光業が力強い回復を見せているとともに、再生可能エネルギーからの極めて安価なエネルギーによる恩恵を受けています。このような再生可能エネルギー市場にとっての追い風がまた、投資の呼び水となっているほか、アイスランドが世界的なエネルギー価格の動向から距離を置いていることを意味しています。実際に原油は輸入しているものの、漁業やアルミニウムの輸出価格も同等のペースで上昇しているため、貿易収支への影響は限定的となっています。

足元のインフレ率の上昇は主に国内要因に伴うもので、アイスランドはCPIの指標に住宅価格も含むという点で他市場と異なります。中央銀行は先週、インフレ上昇への対応として100bpsの利上げを実施して政策金利を3.75%とし、6月には更なる利上げが予想されていますが、実際には、足元のインフレ率はやや過度に見積もられている可能性があります。財政状況も改善傾向にあり、今年後半には経常黒字に回帰すると予想しています。したがって、足元で5%超の利回りを提供している長期国債には割安感があるとみており、同国の通貨にも同等の投資妙味があるとみています。

将来的には、アイスランドがAAA格の国となる可能性があるとみており、貯蓄傾向やその他の指標をみても、将来は「北のスイス」として認識されることになる国であると考えています。

為替市場では先週も米ドル高基調が続きました。相対的な成長のアウトパフォーマンスが続くことを踏まえれば、米ドル高がさらに進む可能性もあるとみています。今年初めには、ユーロ圏経済が一時的に米国経済の成長ペースを上回る可能性すらありましたが、もはや遠い昔のようです。しかし一方で、米ドルがユーロに対してパーを超えて上昇する可能性は限られているとみています。また足元では、1米ドル130円を付けた日本円の下落基調に注目が集まっています。

今度の見通し

この先の見通しは、経済指標次第になってくるとみています。金融引き締めサイクルを前倒しで進めるとのFRBの決定は、複数回の50bps利上げの後、金融政策の方向性がより予測不確実になることを意味しており、この先の各会合が、FRBが見通しをアップデートし、政策を調整していく「ライブ感のある」ものとなることを示唆していると言えるでしょう。

結果としてこの先は、極めて不確実かつ、ボラティリティが高まる可能性のある投資環境が予想され、市場が過度な動きを見せた場合の投資機会を待つ姿勢が最も有効な投資戦略になると考えています。特に、リスクオフの動きによってスプレッドが拡大した場合には、買いの好機となる場合がありそうです。

しかし足元では、スプレッドとともに金利デレートを保有することに妙味があると考え始めており、債券のマルチ戦略ではバンクローンからハイ・イールド債へと選好を移しています。

市場のベータという観点で言えば、2022年はこれまでのところかなり悲惨な状況となっていますが、インフレ指標が落ち着けば、売り圧力は早期に収まる可能性があるとみています。しかし、一部の市場では、やや理不尽な動きによってバリュエーションがほとんど根拠のない水準となっていることも事実です。

最も新しい話題としては、Bored Ape Yacht Club（ボアード・エイプ・ヨット・クラブ）を展開する米企業が、数億ドルの収入を見込んでメタバース上での土地販売を始めるとの報道がその一例と言えます。しかしここで改めて思い出さなければならないのは、投資の世界では、いかなる資産の価値も、他の誰かが支払う用意のある金額と常に一致しなければならないということです。

代替的な現実での生活に過度な時間を費やすことは私たち多くにとってやや痛ましくもありそうですが、少なくともインターネットでトラックの映像を見ることよりもリスクではなさそうです。これに関しては先週、（トラックの映像を見ていたことをきっかけに）議会でポルノ画像を見ていたとして辞職した英保守党のニール・パリッシュ氏が真っ先に認めることでしょう。

ディスクレームー

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