



1970年代ではなく、1990年代にいたいことを願いましょう

市場の動きは激しく、労働組合は夏に向けて不満を高めてきています。ジョニー・ロットンばりに、破れかぶれの状況にあるようです。

2022年6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)



6/10（金）に発表された米CPIが事前予想を上回ったことで、先週の初めには75bpsの利上げが市場で織り込まれたため、その後の米連邦公開市場委員会（FOMC）での75bpsの利上げは意外感無く受け入れられました。

FOMCを前に、年限を問わず金利は上昇し、先物市場では米政策金利のピークは4%になることが織り込まれており、インフレを早急に抑制出来なかったことが、中央銀行の信頼性への脅威となり始めていました。この観点からすれば、こうした懸念を抑えることが出来るのであれば、米連邦準備制度理事会（FRB）によるより積極的な姿勢は歓迎されるのかもしれませんが。

全般的なことを言えば、様々な物価計測からは米国のインフレは落ち着き始めている兆候が見られ、金融環境の継続的な引き締めを受けて、経済活動は鈍化してきているようです。PCEコアインフレ率が3%を下回るまで、FRBは利上げを継続するという評価に基づけば、政策金利は2022年末までに3.5%まで引き上げられ、2023年の早い時期にピークの水準に達すると考えられます。

このピーク時の政策金利が4%を下回る水準であれば、リセッションは避けられると考えていますが、物価動向に左右されることになるでしょう。そのため、リセッションに陥るかどうかの確率は拮抗してきているかもしれません。しかし、その間に政策金利を引き上げれば引き上げるほど、2023年の後半にFRBは利下げに向かいやすくなると考えられることから、市場ではかなりのバッド・ニュースがすでに織り込まれていると見ています。

ある意味で、今の利上げサイクルは歯科医に行くようなものなのかもしれません。痛みを長引かせるよりも、さっさと辛い痛みを味わって利上げサイクルを早く終わらせた方が良いのかもしれません。つまり、積極的な利上げによって、ピーク水準を最終的に低くすることが出来るかもしれません。

しかし、金利上昇、経済成長の鈍化、居残るインフレ懸念は当面の間リスク資産にとっての逆風となるでしょう。市場が安定を取り戻すには、中央銀行への信認が第一条件となりますが、さらにインフレ懸念がきちんと対応されたという指標を確認することが必須と考えています。

こうした状況となった場合、高格付けのクレジット債スプレッドが縮小するには、国債利回りの安定がまず見られることが必要になると見えています。その後、高格付けのクレジット債スプレッドは縮小するかもしれませんが、その際は経済がリセッションに陥ることはないという一定程度の安心が求められるでしょう。

一方で企業業績は当面の間、苦しい状況となる可能性があることから、株式市場は弱気相場から脱出する最後の資産となるかもしれません。こうしたことから、ポートフォリオの運用にあたっては、相対的に慎重なスタンスを維持することが適切であると考えています。

強気相場では、一時的な調整を挟みながらも価格の上昇が見られる一方で、弱気相場では、短期的に急激な上昇を交えながら、価格の下落が続くという傾向があります。この点から、下落で買うことには慎重でありながら、上昇で売るという姿勢が適切であろうと考えています。

ユーロ圏では、周辺国債の利回り上昇を受けて、欧州中央銀行（ECB）の緊急会合が週中に開催されました。これによってスプレッドは縮小しました。会合から発せられた新たな情報はほとんどありませんでしたが、その後の関係者からの情報として、7月のECB会合において新たな政策を出したい意向があることが広まりました。しかしながら、前回のECB会合時と比較して、足元のスプレッドはタイトな水準にあることから、スプレッドが大幅に拡大しない限りは、こうした計画が出てくる可能性は低いのではないかと考えています。

さらに言えば、当面は実際の政策よりも口先介入になるように思っています。最終的には、金融政策を引き締めようとしている中で、追加的な債券購入プログラムが合意に至ることは難しいのではないかと見えています。

こうしたプログラムは、中央銀行の責務から逸脱したものと議論になる可能性があり、政府の資金調達を明確な条件を欠いた状態で行わせていると思われるのであれば、イタリアのような大国の場合では政治的に受け入れることは難しいでしょう。仮にユーロ圏内のより明白な財政と政治の統合に向けた歩みがあれば、分断リスクへの信頼度の高い反証となるでしょう。

しかし、この点においては進捗がないままで、通貨統合の枠組みにある弱点への対応を政策当局が行うには、さらに大きな危機が訪れる必要があると考えています。そのため、先週の臨時会合後の価格の反発を受けて、イタリア国債をショートする方向に傾いています。

英国では、イングランド銀行はFRBと対照的になっているとみています。25bpsの利上げを実施したものの、期待インフレ率を抑制するための対応が遅すぎると考えています。そのため、インフレはより粘着性が高く低下させることが難しくなると見ており、結果的に中長期的に利上げを続けなければならなくなると考えています。

ベイリー総裁及びその同僚たちは、インフレを早急に抑え、グローバルに他国が行っているような状況を打破しようとするに後ろ向きで、長期的な経済成長よりも短期的なものにより焦点を当てているように見えます。これはイングランド銀行に対する信認低下につながると思われ、英国資産に対しては弱気な見方を維持されています。

よりタカ派な姿勢によって、イールドカーブがフラット化もしくは逆イールドとなる可能性がある米国やユーロ圏の状況とは違い、英国では、中期的な期待インフレの上昇によって、イングランド銀行が考えと行動を変えない限りはイールドカーブはスティーブ化するかもしれません。

円金利も上昇が見られ、日本国債は2013年以来、日次ベースでの最も大きな動きを見せました。FRBによるタカ派姿勢の強まりがグローバル金利の上昇圧力となることをお伝えしてきましたが、日本銀行（日銀）が設定するイールドカーブコントロール（YCC）の金利上限まで日本国債の利回りが上昇したため、当局はこのターゲットを維持するために、更なる債券購入をせざるを得ませんでした。

こうしたことから、FRBのよりタカ派な行動によって日銀は反対の行動を取ることを強いられ、日本円の下落圧力は高まっています。一方で、日本でもインフレは上昇しており、政治家の不満も高まる中で、YCCからは退く時期であるという結論に日銀が至る可能性は高まっているように思います。こうした政策転換が見られるのは7-9月期になると予想しており、円金利はさらに低下するよりも上昇する余地の方が大きいと考え、円金利のショートは魅力的なポジションであると考えています。

先週の注目が先進国の中央銀行に集まるなかで、エマージング市場は相対的に静かな一週間となりました。引き続き、勝者と敗者の差が見られますが、短期的には、市場の動きはより広範なリスク・センチメントのトレンドに左右されています。

社債スプレッドについてもほぼ同じことが言えます。ユーロ圏のスプレッドは周辺国債の動きとリセッション懸念を受けてアンダーパフォームし、ボラティリティの高い傾向が見られています。

その他、暗号資産の動きにもいくらかの注目が集まりました。いくつかの取引額の小さい暗号通貨の暴落や、暗号通貨ファンドがストップ・ロスの水準に抵触したことで、この数週間で価格は急落しています。全暗号通貨の市場規模は1兆米ドル以下に縮小し、数ヶ月前のピーク時からの大幅な低下が見られています。多くのコインがピーク時から見て60%以上下落し、過去の利益が早くも消失するなか、個人消費や労働市場に影響が及ぶかもしれません。

さらに、伝統的な金融環境インデックスでは捉えられていませんが、暗号資産市場で見られたストレスがプライベート市場でも見られています。こうした状況を政策当局者と議論すると、最近の金融環境の引き締めりは過小評価されているかもしれないと感じます。このことが、今後数週間及び数ヶ月のうちにダウンサイド・リスクとなるかもしれません。

今度の見直し

今後の市場については、ブレの大きなボラティリティの高い状況が続くと考えています。FRBが最後に75bpsの利上げを行ったのは28年前で、この数ヶ月の間で経済と金利の見直しが見直されるスピードを鑑みれば、現在のマクロ経済の不透明さは高い状態が続いています。

この点で鍵を握っているのは物価動向であり、このところ市場は正確にインフレの道筋を予想することが出来ていないように思います。従って、当面ある程度は慎重に進めようと考えています。しかしこれまでよりも、利回りやスプレッドには、かなり中期的な価値が高まっているのは確かだと思っていますし、今後もっと前向きな姿勢を取る時期が来る可能性があるとも見ています。マクロ経済と金融市場の観点から、2020年代と1990年代に類似点があるとすれば、それは悪いことではないかもしれません。

しかし、市場がより確固たる足場を見出すためには、まずは1970年代とは違うということを証す必要があるかもしれません。この点で、労働組合が夏に向けてすでに不満を高めている英国よりも、米国の方がはるかに適切な場であるように思います。労働組合のお陰で、我々はどうも直ぐには1990年に流行った曲であるGroovy Trainに乗れそうにありません。むしろ世のムード音楽は1970年代のセックス・ピストルズのジョニー・ロットンのように思えてしまいます。

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