



インフレ、インフレ、インフレ

どこでもインフレ

2022年7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)



金融市場は先週も変動の大きい一週間となりました。7月上旬には欧州及び米国での経済活動の良好さを示す指標によって、市場はやや回復基調となりましたが、6月の米CPIの結果によって、米連邦準備制度理事会（FRB）が7月会合で100bpsの利上げを行う可能性が生まれたことから、この動きは短期的なものに終わりました。市場はCPIの結果に素直に反応し、株式及びクレジット債市場への圧力は高まり、米ドルは上昇を続けました。この数日でユーロは、この20年近く見られたことがなかった、パリティ水準まで下落しました。主要金利市場のボラティリティは極端に高い状況で、6月中旬以降から、日中の利回りの変動幅が20bps程度となるのが日常茶飯事のようになっています。こうしたボラティリティはエマーシング債券市場ではさらに激しいものとなっています。

6月の米CPI（前年比）は9.1%（予想は8.8%）となり、エネルギーや食品などで価格上昇が広範に見られましたが、より懸念されるのが、住宅や中古車、サービス・セクターといった部門でも価格上昇が見られることです。商品、とりわけガソリン価格が下落していることを踏まえると、今後数ヶ月のうちに総合インフレの圧力は軽減されることに自信を持っていますが、今回の結果に対してFRBは居心地が悪いとされているでしょう。市場にとっては、短期的にFRBが緩和姿勢をみせるという期待は打ち砕かれ、経済成長懸念は今後数ヶ月も続くということが重要なポイントになると考えられます。現時点で7/27に開催される米連邦公開市場委員会（FOMC）での85bpsの利上げが市場では織り込まれています。当社のベースケースでは、75bbpsの利上げに留まるという見通しを維持しているものの、その確信度を引き上げています。ウォラー理事は75bps利上げ支持寄りである発言をし、ブラード・セントルイス連銀総裁によるスピーチは、ブラックアウト期間を前にした重要な指針となるかもしれません。7月上旬に構築した米10年債金利のショート・ポジションは成功してい

ましたが、CPIの結果を受けて、このポジションの利益を実現しました。リスク資産に対するさらなる下落圧力が安全資産への資金流入につながり、さらに逆イールドが深まる可能性があると考えていることが背景にあります。

欧州でのセンチメントも改善せず、プーチン大統領がノルドストリームIを通じた天然ガスの供給を7月末に再開するかどうか、市場は固唾を飲んで見守っています。現在ノルドストリームIは毎年実施されるメンテナンス期間中で、完全にこのパイプラインを通じた供給は止まっています。市場にとっての大きな疑問または不透明なことは、このメンテナンス作業が完了した時に、再びガス供給が再開されるかどうかです。7月11日の停止前から、ロシアはすでに供給量を削減しており（通常のキャパシティの40%程度まで）、作業完了予定の21日以降にどの程度の供給が再開されるかは全くわかりません。もし供給を再開しなければ、欧州全域に亘って配給制限が敷かれることになり、これは厳しい経済への打撃となって、ほぼ確実にリセッションを招くことになるでしょう。もし、メンテナンス前の水準まで供給がされた場合、幾らかの安心感は広まりますが、欧州経済にとっては大きな問題と引き続きなるでしょう。通常の50%以上の供給がされた場合、特にドイツにおいては、ガス貯蔵を行うことが再び可能となり、かなりの安堵感につながるでしょう。このように、もたらされる結果にはかなりの差が生まれます。現段階で、プーチン大統領がどのような決断を下すのかは誰にもわからないと思います。欧州が直面する困難な状況を踏まえると、ユーロ金利についてはロング・バイアスとし、ユーロ（対米ドル）、ポーランド・ズロチやチェコ・コ罗纳といった欧州通貨についてはショート・ポジションを取る方針です。

欧州周辺国債についてはイタリア国債のスプレッドが、欧州中央銀行（ECB）が「分断化防止ツールの発表をすることを発表」した直後の水準まで再び拡大しています。五つ星運動が内閣信任投票をボイコットをし、マリオ・ドラギ首相が辞表を提出しました。マツレウラ大統領はこれを受容せず、次のステップは不透明ですが、結果的に早期選挙が実施される可能性が懸念されました。この数週間に亘ってECBのツールは、スプレッドの縮小を促すものではなく拡大を抑制するものになるだろうという見解をお伝えしていますが、政治問題が常につきまとう中で、イタリアのスプレッドは量的緩和（QE）後の世界においてはボラティルな状況が続くと思われます。

英国に目を向けると、ジョンソン首相が過去の人となるなか、次の労働党党首及び首相が誰になるかに注目が集まっています。リシ・スナック前財務大臣やあまり知名度は高くないペニー・モドント氏などがリードしているようですが、誰が勝利しようとも困難が待ち受けています。次のリーダーが職務に就くのが9月中旬であり、ジョンソン氏がダウニング街に居留まっていることを踏まえると、権力の空白期間のなかにあると言えます。一方で、英国はスタグフレーション・リスクと政策の停滞に直面しています。そのため英金利と英ポンドに対しては弱気な見通しを維持しています。また、イールドカーブはスティープ化が進むとみており、2022年12月限月の短期金利をロングしながら、10年の長期金利をショートしています。イングランド銀行は、短期金利で織り込まれているほどの利上げを実施することが出来ない、という考えに基づいたポジションです。

数多くのニュースと不透明材料が投資環境を埋め尽くすなかで、現段階では慎重かつディフェンシブな姿勢を取るより他になさそうです。中期的には、今年後半は前半よりも良好な環境になるとの見通しを維持していますが、現状は慎重であることが賢明でしょう。ポートフォリオはシンプルにして、安全飛行を心掛けています。見通しがより明確になるまでは、キャッシュを保有しておくことがリターンにプラスと考えています。

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