



RBC BlueBay
Asset Management



Bah humbug 年末ラリーは息切れ間近？

グリンチは立ち去らずに、すぐそばで待ち受けているようです。

2022年12月2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）



11月は金融市場において主要な株式及び債券指数が良好なパフォーマンスを記録する1ヶ月となりました。米連邦準備制度理事会（FRB）が12月の次回会合において姿勢を転換し、2023年1-3月期にも米政策金利がピークを付けるとの期待感が、これらの資産の追い風となりました。

また、中国がゼロ・コロナ政策を緩和させる兆候が見られたことも、来年のグローバル経済成長が、多くが懸念するほど弱くならないかもしれないとの期待感に拍車を掛けました。投資家が比較的慎重なスタンスを取っていた中、市場の流動性がやや落ちている時に、ショート・ポジションの解消やリスクを積み増す動きが加速していることも、年末に掛けての市場のラリーにつながっているとみられます。

しかし、債券や株の主要ベンチマーク指数が軒並み4～6%の絶対リターンを単月で記録していることを踏まえると、このようなモメンタムが年末まで続くかどうかを改めて問いかけてみる必要はあるでしょう。

その点からすれば、12月中旬の米連邦公開市場委員会（FOMC）を前に発表される、米国の雇用統計や消費者物価指数（CPI）は極めて重要視されるとみられます。過去数ヶ月間において、市場参加者はよりハト派なFRBを渴望してきたように見られ、この結果、金融環境は大幅に緩和しました。

ただし、より冷静にパウエル氏を評価すると、同氏は政策金利のピークが9月のFOMC時点の想定よりも高い水準になるとの見方を維持しているようです。またFRBは、金融引き締め期が終われば、すぐに利下げに転じるとの一部の見方を、これまでも繰り返し否定してきました。

したがって、金利の低下基調はまだ続く可能性はあるものの、そのためには、この先数週間で発表される経済指標が、それを裏付ける内容となる必要があるでしょう。さもなくば、確率的には年末に掛けて金利がさらに低下するよりも、むしろ上昇する可能性の方が高くなってきているようにも思えます。したがって、米10年国債利回りが3.6%まで低下した局面で、米国金利のショート・ポジションを構築しました。

また、それと同様の理由で、過去数週間における社債スプレッドの縮小を踏まえ、クレジット・スプレッドに対する方向性を持ったリスクを引き続き削減しています。社債市場は、発行市場で起債が比較的少ないことによる下支えを受けているとみています。投資家が手持ち資金を投資へ充てようとする中、ここ最近では現物債がCDSをアウトパフォームしており、そのような傾向はまだ続く可能性があるかとみています。

しかし、マクロ的に見ると、リスク・センチメントが反転した場合、CDSインデックスは逆風にさらされやすいと言えます。仮にインフレが高止まりする兆候が示されれば、市場参加者が期待するよりも長きに亘って、中央銀行がタカ派姿勢を維持しなければならなくなるでしょう。さらに、これまでの引き締め策が経済活動の足かせとなる中、この先数ヶ月間で米欧がリセッション入りすることも想定しています。

米国経済が「ややソフト」なランディングに成功する期待も残されていますが、そのような場合であっても、この先数四半期は企業収益にとって厳しい環境が予想されます。欧州の見通しはより暗いものの、ここ最近では力強い価格動向が見られています。欧州資産の反発の背景には、全ての人が同地域に対して過度に悲観的になっているとの見方があるとみられます。

しかし、マクロ経済環境は欧州市場の更なる上昇を抑制する要因となるかも知れません。とりわけインフレ鈍化が米国と比べて遅くなるようであれば尚更です。過去数週間では、欧州周辺国国債のスプレッドも縮小基調となりました。ユーロ圏では政治的ノイズに落ち着きが見られるほか、比較的穏やかな秋の気候によって、エネルギー供給における割り当てといった追加策が必要となっていないことも追い風となっています。

イタリアではメローニ新政権が現時点では正しい発言をし、適切な行動を取っているように見受けられます。しかし、この先数ヶ月は困難続きになることも予想され、年明けの新規発行も踏まえて、イタリア国債に対して再びやや慎重な投資姿勢を取るべきタイミングもあると予想しています。

為替相場では、米国債利回りの低下とともに、米ドルの下落基調が過去数週間続いています。今のところは、米ドルに対して確たる方向性を持った見方は持っていませんが、日本円が上昇に転じるタイミングを取り逃しているならば、残念なことだと思います。

日本円は構造的に割安であると考えてきましたが、日銀が政策を変更し、イールド・カーブ・コントロール（YCC）から転換するまでは、円が圧力下に置かれるとみていました。

しかし現段階では、米国債利回りの低下が、一旦そのような圧力を緩和させる一助となったようです。とは言いながらも、日本のインフレ率が予想を上振れし続けている中、今後数ヶ月の間に日銀が政策を変更する可能性は高いとみており、日本国債のショート・ポジションを維持することは極めて理にかなっていると考えています。

その他、エマージング市場（EM）では、南アフリカ資産が政治的なイベントに晒され、反落しました。南アフリカについては、インフレや金融政策に関連した基調的なファンダメンタルズを前向きにみており、今後のラマポザ大統領の弾劾を巡る議決は、リスクを積み増すための投資機会になるとみています。

一方、ブラジルでは先週の報道が概ね資産価格の追い風となりました。ブラジルでも、一部の政治的なノイズ以外の好材料に着目しています。この1年間、EM現地市場は他市場をアンダーパフォームしてきました。したがって、他のリスク資産についてはより慎重な見方をする中でも、前向きなファン

ダメンタルズ見通しを持てる一部のEM国については、リスクを積み増すことを検討していきます。

一方中国では、2023年の見通しの大幅な改善につながる、新型コロナからのスムーズな出口戦略について懐疑的にみえています。多くの点から、政策担当者は困難な選択を迫られているとみており、中国政府がややリスク回避的な姿勢を維持する可能性が高いとみえています。

今後の見通し

2022年はショックと驚きの連続で、極めて困難な1年でした。その意味で、新たな年を迎えるまでもう一波乱あるのではないかとの感覚が拭えず、年末に掛けての市場ラリーが、途絶えることなく1月まで続くとの見方には、やや懐疑的になっています。

したがって、市場の上昇局面では利益を実現し、金利及びクレジットのリスクをショートに傾けることが、トレンドを追って価格動向に乗じるよりも、リスク・リターンの観点から賢明であると判断しています。

パーティー・シーズンが訪れようとするまさにこの時期に、クリスマス嫌いのグリンチになったり、（小説クリスマス・キャロルの主人公のように）「（クリスマスなんか）くだらない（Bah humbug）！」と言ったりは、極力したくないものです。しかし、中央銀行の高官が伝えたいことと、市場参加者が期待することとの差が広がるリスクが、日増しに高まっているように思えます。

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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(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



RBC BlueBay
Asset Management