



## メッシーな年の瀬に？

イングランドの人々は、サンタさんがHo Ho Hoと笑ってW杯をHome（サッカーの母国、イングランド）に持ってきてくれることを祈っています。

2022年12月9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）



今週に控えた重要な米連邦公開市場委員会（FOMC）を前に、投資家が安全資産を求める動きが続く中、12月に入ってから国債利回りの低下が先週も続きました。米国経済が勢いを失っているとの警戒感に、年末恒例の需給要因も加わり、米10年国債利回りは3.5%を下回る水準まで低下しました。

11月は堅調であったリスク資産も先週は下落に転じ、S&P500種指数も、200日移動平均をわずかに突破した後に下落に転じました。年末に掛けての強力なリスク・ラリーと思われた動きが、その勢いを保つことに苦戦しており、年末に掛けての市場のトーンを決定づける上では、今週に控えた主要中央銀行の政策決定会合が重要な鍵を握るとみられます。

米国では、先日発表された雇用統計が再び力強い内容であったにも関わらず、市場参加者は断固としてハト派寄りの米連邦準備制度理事会（FRB）を求めているとみられ、今週の会合を控えて金融環境は弛緩しています。軟調な住宅価格指数や、複数の大手銀行における雇用削減に関連した報道が、米国経済の成長の原動力が失速しているとの警戒感に拍車を掛けています。

しかし、ここ最近の経済指標、とりわけ労働市場に関連した指標は、概ね市場予想を上回る内容となっているとも言えます。依然高止まりしている求人件数や、週次の失業保険申請件数が比較的低位にあること、さらに底堅い賃金上昇は、いずれも金融環境の継続的な引き締めが必要であることを示唆しています。そのような状況を踏まえれば、FRBはまだ自らの仕事を終えておらず、今週の会合において過度に緩和的な姿勢を示すことは想定しづらいとみています。

今週は、同じく重要な消費者物価指数（CPI）の発表も控えています。パウエルFRB議長は改めて、政策金利の到達点予想を9月のFOMC時点から引き上げると予想されます。またFRBは、金融引き締め期間の後、即座に利下げ局面に入るとの見方を継続的に否定してきました。

したがって、ここ最近の金利低下はむしろショート・ポジションを積み増す好機であると捉え、米10年国債利回りは目先4%近辺まで再び上昇する可能性があるかとみています。

欧州では、11月の購買担当者景気指数（PMI）が同地域に対する過度に悲観的な見通しに幾らか安心感をもたらし、政策担当者は今回のリセッションが比較的浅く、短期間に留まると判断しているようです。その点に関して言えば、この先も市場予想を上振れる指標があるとみていますが、依然として困難なマクロ経済環境が予想されることは事実です。特にインフレが粘着性を持ち、エネルギーや地政学面でのサプライズなどがあれば、尚更でしょう。

欧州中央銀行（ECB）は今週予定されている会合で、預金金利を50bps引き上げ、2.0%とすることが予想されています。これは2008年以來の高水準となります。しかし、シュナーベル氏らECB内のタカ派勢力は更なる利上げの必要性を訴えており、依然十分な引き締めが行われておらず、実質金利は0%を大きく上回る必要があるとの見方を持っているようです。

同様に、賃金や二次的なインフレ圧力に対する懸念も日増しに強まり、悩ましい要因となりつつあります。アイルランド銀行による直近の調査に基づけば、2022年に賃金上昇は加速し、前年比5.2%とパンデミック前の3倍に達しているとのこと。

政策金利に関してはECBがタカ派寄りトーンを打ち出すことが予想されるものの、年末のこの時期に、ユーロ圏のスプレッド拡大を招く要因になり兼ねないとの警戒感から、量的引き締め（QT）に関する議論はやや抑制されるとみています。

しかし、この先数ヶ月間での課題は山積みであると考えており、年明けに新規発行が行われるタイミングは、イタリア国債に対して、再びより慎重な投資姿勢に移行するタイミングになる可能性があるとみています。

英国経済の見通しはどんよりとしています。この先2年間で可処分所得が7%減少するとの見方がある中、鉄道関連の従業員や教職員、看護師、郵便配達員、国境管理職員など、複数の業界の労働者が賃上げを求めてストライキを起こしています。方向転換を行う政治的意図が見られない中、ストライキは来年に掛けて続くとみられ、経済の多くの部分が機能不全に陥ると予想されます。

そんな中、住宅ローン金利の経済への波及効果を踏まえ、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は身動きが取れない状態に陥っています。したがって、政権やその関連機関がインフレ沈静化に強い政治的な意思を示さない限り、英国経済の脆弱性が浮き彫りになる可能性があるかとみています。

これらの要因を踏まえ、英ポンドの更なる上昇余地は限られているとみています。ただし幸いなことに、少なくとも英国の一部（イングランド）では、サッカーW杯が終盤に差し掛かる中で喜ばしい出来事が控えていそうです！

その他の市場に目を向けると、中国では新型コロナ関連の規制がさらに緩和される動きが見られ、北京などの主要都市では、公共交通機関を利用する際のPCR検査の陰性証明が不要となったほか、陽性者も病院ではなく自宅での自主隔離が可能となりました。

さらに、州を跨ぐ移動に関しても規制緩和の動きが見られます。これらはいずれも極めて前向きな動きではあるものの、極めて厳格かつ長期に亘るロックダウンを経て、消費者行動に変化が見られるまでには時間が掛かることも予想されるため、依然としてやや慎重にみています。

軟調な株式市場とは裏腹に、現物社債は比較的底堅い動きを見せています。投資家が全般的に投資に充てるための手元資金を有している中、新規発行が少なかったことが追い風となっています。

しかし、全般的な投資家のリスク心理とともに、CDS指数のスプレッドは幾らか拡大しました。ここ数週間におけるスプレッドの縮小を踏まえ、ヘッジ・ポジションを積み増すことで方向性を持ったリスク（ベータ）を削減していたことから、足元ではリスクをわずかなロングに留めています。新たな年を迎えるにあたり、成長が伸び悩むことが予想されるとともに、多くの発行体が2023年分の新規発行を前倒しする動きが見られれば、需給面の追い風もしぼむことが予想されます。

## 今後の見通し

リスク資産は既にやや失速しているものの、年末に掛けて更に苦戦を強いられる状況も予想され、やや慎重な見方を維持しています。その意味で、市場の上昇局面において金利及びクレジット・リスクを縮小させることが、価格動向に乗じてトレンドを追従することよりも、リスク・リターン観点からより賢明であると判断しています。

投資家心理の中心にある主要テーマは変わらず、主要中央銀行の金融引き締め終焉や中国の経済再開、この先数四半期の企業業績であると言えます。今週は、重要な主要中央銀行の会合やインフレ指標の発表が予定されており、投資家にとっても世界中のサッカーファンにとっても、忙しい一週間になることでしょう。イングランドのサポーターとして（またはアルゼンチンの対戦相手のサポーターとして）は、「メッシ（Messi及びMessy）」な年末にならないことを祈り、サンタさんがHo Ho Hoと笑ってW杯をHome（サッカーの母国、イングランド）に持ってきてくれることを祈るのみです！

## 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



RBC BlueBay  
Asset Management