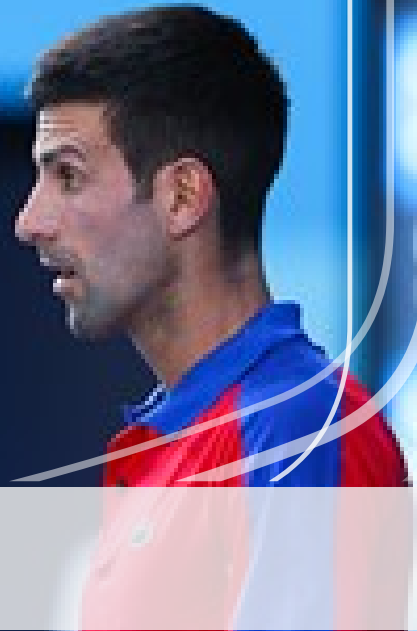




Global Asset Management
BlueBay Asset Management



陽気な1年になりそうな予感

あなたの名前が「ノバク(No Vax)・ジョコビッチ」さんでない限り。

2022年1月7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)



年明けの金融市場では、新型コロナウイルスのオミクロン株関連の警戒感が和らぐ中、米国債利回りが上昇しました。これまでの変異株と比べて重症化リスクが低い変異株であると見られるオミクロン株が急速に拡大することで、多くの西側諸国が新型コロナとの共生の道を歩むことを加速させるとの楽観的な見方が広がったことが背景にあるとみられます。

その意味で、直近の感染拡大の波が頭打ちとなる中で、医療システムも嵐を問題なく切り抜けることが出来るとみられ、ロックダウン規制導入の可能性はさらに低下していると言えるでしょう。多くの人が一時的に働けない状態であったことなどを踏まえると、この先発表される経済指標の中には、先月の変異株関連の警戒感による影響を受ける指標もあるかも知れません。

しかし、今回の感染拡大が今後の経済見通しに新たな自信を与えていく中で、同時にインフレ率も目標を大幅に上回っており、主要中央銀行は需給ギャップ解消の道を検討していくことになるでしょう。

その意味で、この先数ヶ月間は、多くの中央銀行がよりタカ派寄りの方向へ舵を切る傾向が続くとみえています。これまでのところ、米連邦準備制度理事会 (FRB) は資産購入縮小及び利上げ開始への道筋を慎重に示唆してきました。ただし今のところリスク資産が概ね底堅く推移していることから、政策担当者がこの先、より勢いよく行動に出ても不思議ではないと考えています。

過去数日間では、FRBが想定よりも早く、資産売却を通じて積極的なバランスシート縮小の道を進む可能性があるとの見方が多くの市場参加者にとってサプライズとなったようです。しかし、国債の利回り曲線が過去数週間で異常なまでにフラット化していたことを踏まえれば、そのようなFRBのアプローチは完全に理にかなったものと言えるかもしれません。

さらに、過剰流動性が、とりわけ資産価格という形を通じてインフレ圧力の一因となっていることを踏まえれば、流動性を引き揚げることに利点がありそうです。加えて、資産価格のインフレによる富が、社会における超富裕層に更なる恩恵をもたらした一方で、インフレによる打撃をより色濃く受けたのは低所得者層であったとの不均衡が存在するという事実も、そのような見方の背景にあるでしょう。低所得者層は、所得のより大きな割合を、価格上昇が最も深刻な電気代などに費やす必要が生じるためです。

広範に言えば、政策担当者が資産価格を押し下げようとしているとは考えていませんが、暗号資産やNFT（Non Fungible Token; 非代替性トークン）、ミーム株などの一部資産におけるバブル的な動きを警戒し、投機的行動を抑制させたいという意向はあるかもしれません。

同様に、政策担当者の間では、数年間に亘って力強い上昇を続けてきた株価の動きが、この先も一方向で進むとの予想が広がることは危険であるとの認識が広がっているようです。このような点を踏まえると、「パウエル・プット」が消失することはないと考えているものの、S&P500種指数が2桁の下落を記録しない限りは、FRBが尻込みをする可能性は低いとみています。

欧州では、12月に発表された11月の消費者物価指数（CPI）がピークになるとの期待感がありながらも、政策担当者にとってインフレが喫緊の懸念材料となっています。天然ガスの価格は昨年10-12月期に付けた異常なまでの高値圏から低下していますが、燃料価格のインフレはこの先も公共料金を押し上げ続けるとみられます。

そんな中、労働組合は賃上げを要求しており、この先欧州中央銀行（ECB）の職員を含む労働組合自体が、インフレ目標を上回る賃上げを要求するかどうかという点も興味深いと考えています。

結果として、インフレの二次的な影響によって、インフレ率が2%の目標に回帰するまでの道のりは緩やかなものとなる可能性があるでしょう。特に、スペインなどの国では、生産者物価指数（PPI）で見たインフレ率が前年比33%にまで達し、CPIも前年比6.7%となっていることを踏まえれば尚更でしょう。このような点から、サイクルの上では米国に遅れを取っているユーロ圏であっても、ECBはこの先数ヶ月間でさらにタカ派寄りの方向へ向かっていく可能性が高いとみています。

このような見通しを踏まえ、比較的高い確信度で金利デフレーションのショート・バイアスを維持することは適切であると考えています。過去9ヶ月間に亘って抑制されてはいるものの、この先は米国債利回りに最も上昇の余地があるとみています。またイングランド銀行（BoE、英中央銀行）も金融引き締めを加速させるとみられる中、英国債利回りにも同様の動きが予想されます。一方、これらと比べれば、ドイツ国債利回りの動きは比較的抑えられたものになるとみています。

ソブリン債市場では、米国金利の上昇傾向が多くのエマージング市場に痛手となる可能性があるかとみています。一方、よりタカ派的な中央銀行の姿勢は、何らかのネガティブな政治的進展がない限りは見られないかも知れませんが、この先ユーロ圏ソブリン債の間でのスプレッド格差拡大につながる可能性があるかとみています。

アジアに目を向けると、オミクロン株の高い感染力を踏まえれば、中国のゼロ・コロナ政策は失敗に終わるとみています。最終的には中国（及びその他一部のアジアの国）にとって、西側諸国と同様の道を歩む以外に選択肢はないとみていますが、その認識が受け入れられるまでには時間が掛かるかも知れません。その過程で、その他地域では可能性が低下しているロックダウン規制導入のリスクが中国においては高まっています。仮に導入されればサプライチェーンの更なる混乱につながりかねず、正常化のスピードを抑制するとともに、物価圧力を持続させることになるでしょう。

中国関連の懸念が、グローバル成長への懸念につながるリスクはありますが、仮にそうなったとしても一時的なものに留まると予想しています。

グローバル化をもたらしてきたトレンドが反転する中、グローバルなサプライチェーンの分離や自国主義傾向の強まりが、より一層確認されるようになってきました。このような点も、構造的なデフレ傾向が後退し、この先数四半期に亘って価格及び所得の更なる上昇をもたらす可能性があることを示唆していると捉えており、結果として均衡金利の長期的な低下基調は終わり、この先は上昇に向かう可能性があるかとみています。

新年を迎え、投資家が手持ち資金を投資へと回す中、社債の新規発行には旺盛な需要が見られました。昨年12月初旬に見られたスプレッドの拡大によりバリュエーション面での魅力も増し、株価が底堅い動きを続ける中、社債指数のスプレッドは今のところレンジ内の動きを続けると予想しています。実際、利回りの上昇によって、より金利感応度の高いハイテク株などが苦戦する一方、銀行などのバリュー株がアウトパフォームするなど、株式市場ではローテーションがもたらされました。銀行株の上昇は、銀行劣後債のアウトパフォーマンスの持続に追い風になるとみられ、このような傾向は2022年を通して続くと予想しています。

とは言いながらも、2022年は過去2年間と比較して、社債市場全体に対してやや慎重な見方を持っています。概して言えば、金利上昇局面において広範な市場スプレッドがさらに縮小することは想定しづらく、下落局面でリスクを積み増す姿勢を取ることが賢明であると考えています。

今度の見通し

今年は、政策が引き締め方向へと向かうことが予想される中、全ての投資家にとって絶対リターン
の創出という意味で試練の年になるかもしれません。流動性支援の引き揚げも、ボラティリティ上昇やパフォーマンス格差拡大につながる可能性があるでしょう。このような投資環境は、ロング・ポジションと同様にショート・ポジションでも多くの投資機会をもたらすと予想しています。これまでも増して、絶対リターン戦略においては、スキルを活かして変化を機敏に捉える姿勢が試される年になるとみています。

過去2年間のパンデミックとの闘いを経て、今年はある種の楽観的な感覚とともにスタートしたと言っても良いでしょう。資産価格の方向性を決定づける要因として、これまでは豊富な流動性と市場の需給面がものをいう状況でしたが、正常化に向かう中、今後はファンダメンタルズやバリュエーションが果たす役割が大きくなっていくと予想しています。

そのような点から、ワクチン接種を完了していなかった（Not Vaccinated = “No Vax”）ことでオーストラリアへの入国を拒否されたノバク（Novak）・ジョコビッチ選手のように、2022年は、最終的に常識が勝ち、価格トレンドに飛びつくことで短期的な利益を得ようとする慢心や愚かさが当然の報いを受けることになるのでしょうか。

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					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



Global Asset Management
BlueBay Asset Management