



Global Asset Management
BlueBay Asset Management

2022
YEAR OF THE TIGER



寅年にストライプ獲得を狙う中央銀行

彼らにとっては、2022年がボリスよりもいい年になることを祈りましょう。

2022年1月14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)



先週の金融市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）による大幅な姿勢転換が示唆され、今年3月に債券購入縮小（テーパリング）終了と同時に利上げを実施する可能性が浮上しましたが、週後半までは、国債利回りが前週の上昇分を取り戻して低下する動きが見られました。

先週は実地調査のために米国を訪問しましたが、複数の面談を通じて、今年は4回の利上げが実施されることが基本路線であるとともに、仮にこの先も賃金上昇が労働市場の逼迫や、前年同月比7%上昇という39年振りの水準となったインフレの二次的な影響を示唆した場合には、リスクはどちらかと言えば更なる引き締めに傾いている可能性があることが伺えました。

FRBは過去数ヶ月間で着実にタカ派寄りに移行しており、先週のパウエルFRB議長の議会証言でも、今回の利上げサイクルの最終到達点の予想が2.5%を超えることが示唆され、この先数年間でFRBが中立金利を上回る水準まで利上げを実施しなくてはならない可能性が示されました。

量的引き締め（QT）を通じたバランスシートの縮小も、今年の夏に開始される可能性が高まっています。今回のバランスシートの縮小ペースは、これまでの例と比較して速くなるとみられていますが、今のところ具体的な実施計画についてはまだ議論の余地があるとみられます。FRBは金融環境を注視しており、同中銀がタカ派色を強める中でのリスク資産の耐性は、緩和策の正常化プロセスをより早期に進めるきっかけとなるかもしれません。

また、先週ワシントンDCを訪問して明らかになったのは、インフレ率のこれほどまでの上昇を許してしまつた責任の大半は上下両院にあるとの見方がFRB内にあることです。これは、中国との関係におけるタカ派寄りのコンセンサスとともに、現状米国政治における数少ない共通認識であるようです。

米国では追加の財政刺激策の可能性は低いとみられ、むしろこの先数ヶ月間では財政の崖が成長に幾らか重石となることが予想されます。更に、オミクロン株の感染拡大は一時的な不便さや混乱をもたらし、3月に発表される2月分の経済指標まではやや弱含む可能性があります。

政治的には、今年行われる中間選挙において、上院選では多くの地域で接戦が予想されるものの、最終的に米共和党が上下両院で勝利を収めるとみられています。また、バイデン氏が再選を目指す可能性は極めて低いとみられている中、2024年の大統領選ではトランプ氏が共和党側の有力候補として挙げられています。

しかし、それまでには多くの展開が予想され、大統領がレームダック化することにより、この先2年間は政策面でほとんど進展がないことが予想されます。議会が膠着する中、政府系機関がより積極的な政策のイニシアチブを主導する可能性があり、これに関して言えば、米証券取引委員会（SEC）のゲンスラー委員長が暗号資産（仮想通貨）を証券として位置付け、監視の目を強める姿勢を示しており、同市場の更なる下落につながる可能性があるでしょう。

とは言いながらも、米国経済は健全な状態にあるようです。労働力不足が賃金上昇や失業率低下につながっており、納税申告にも表れているように所得や富が増加していることは、消費見通しも力強いことを示しています。事業や製造拠点を国内に戻す動き（オンショアリング）が加速することも投資増につながっており、住宅関連の活動も引き続き活発です。

更に、オミクロン株の波が比較的短命に留まることで、この先数週間で新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）からエンデミック（地域的流行）への移行が促されるとの期待感もあります。

ただし、中国及びその他東側諸国では依然としてゼロ・コロナ政策が導入されていることから、この先更なる閉鎖や供給混乱がもたらされ、価格の正常化が遅れる可能性もあるでしょう。

インフレ期待が高まり、インフレ率が目標を大幅に上回る状況が長期化する可能性があることは、欧州でも日増しに懸念され始めているようです。最近では、各国の中央銀行が価格の安定を所与のものとして位置付け、その使命を多様化や気候変動などの分野に広げようとしていることに一部から批判が出ています。これらの分野では、中央銀行が実際に何かを達成するためのツールを持ち合わせていないためです。

その意味で、中央銀行は基本に立ち返る必要があり、特に米国ではその傾向が見られています。対照的に、欧州中央銀行（ECB）の高官は、そこまで本来の中央銀行の役割に取り組んでいないようにみえます。EUにおける政治的分断が加速する兆候が見られる中、この先数ヶ月間で、さらにタカ派寄りの方向へ進み、欧州周辺国などの資産価格に一定の安定をもたらしてきた資産購入プログラムを終了させていくECBの舵取りはより一層困難になるとみられます。

またこの先は、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）もより一層タカ派色を強めると予想しています。中央銀行高官は一般的に、インフレ率が上昇し始めれば、政策をより早期に転換させる必要があるとの姿勢を取るため、これに関して言えばBoEは既にビハインド・ザ・カーブであるとも言えるかも知れません。しかし現段階では、英国内での関心事が現政権に集中しています。ジョンソン首相は、今回のスキャンダル（2020年のロックダウンの最中、政府関係者が規則を破ってパーティーを開催していたこと）によって失脚する可能性が日増しに高まってきていると言えるでしょう。

またその他市場では、足元で日本のインフレリスクが高まり、同国債券利回りが上昇していることも目を引きました。

FRBがタカ派色を強めるとの見通しは、引き続きリスク資産に影を落としています。ブルーベイでも、社債のスプレッドに関しては比較的慎重な見方をしています。

エマージング市場（EM）も、指数レベルで見ると苦戦が予想され、投資先を厳選することが重要であると考えています。インフレがピークアウトした場合には、EM現地通貨建て債券に割安感があるとみられますが、過去の例を踏まえると、米国でインフレ率の低下傾向が確認されない限り、EMにおいて同様の傾向が見られる可能性は低いと言えます。したがって、これらの市場では今年後半により多くの投資機会がもたらされる可能性があるでしょう。

社債スプレッドは先週は、全般的に安定した動きとなりましたが、特に欧州で巨額の新規発行が見られたことにより、現物社債のスプレッドは小幅に拡大しました。現状のマクロ環境を背景に、欧州でもデフレ化が長い社債への需要がやや弱く、クレジット・カーブのスティープ化につながっています。新規発行はこの先数週間で落ち着き始めるとみられ、流通市場における流動性も改善するとみられます。現状のスプレッド水準を踏まえると、社債市場全体のベータについてはやや慎重にみており、この先数ヶ月でボラティリティが上昇する局面もあると予想しています。

今度の見通し

この先を見据えると、米国におけるオミクロン株の感染者数のピークアウトは、パンデミックが終息に近づいているとの確信につながる可能性があるかとみています。ただし、経済活動の制限はしばらく続き、2022年1-3月期の成長に幾らか下押し圧力になる可能性があるかとみています。先週訪れたワシントンDC及びニューヨークは、寒波の影響もリモート・ワークを促しているのか、異常なほど静かでした。

ただしこの先の見通しは全般的にポジティブで、多くの市場参加者が想定しているよりも、4月から年後半に掛けてのインフレ率の急速な低下は見られない可能性があるとの見方を維持しています。したがって、FRBは3月に、引き締め策を早期に実施するため、2022年のインフレ見通しを3%に引き上げるとみています。

今のところリスク資産は比較的底堅く推移していますが、政策担当者の間では、リスク資産の更に大幅な下落につながるまでにどの程度政策をタカ派方向に移行させられるかを巡って、多くの不確実性が存在しています。

寅年である今年にちなんで、各国の中央銀行はトラの縞模様さながらに、ストライプ（階級章の線）を獲得する（“Earn their stripes”=功績を上げる）必要があるでしょう。いまや英国の子どもたちにですら「嘘つき」とからかわれそうなボリス（・ジョンソン首相）とは裏腹に、2022年が中央銀行担当者にとって良い年になることを祈りましょう。

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

