



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management



## ボリスにとって、ハムスターにとってはもっと、最悪な一週間

相次ぐスキャンダルがパーティー好きの英首相の信頼を損ねている中、ゼロコロナ政策によって香港の住民も自由を奪われているようです。

2022年1月21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)



年明けから大幅に上昇していた主要国債利回りは先週やや調整し、上昇基調に一服感が見られました。オミクロン株の感染拡大による影響で、米国経済指標は一時的に軟化する可能性があります。しかし、このことは米連邦準備制度理事会（FRB）による緩和策縮小に影響を及ぼすものではないと受け止められており、2022年を通して4回の利上げが市場に織り込まれています。

今週予定されている米連邦公開市場委員会（FOMC）では、3月からの利上げ開始に備え、文言の修正が盛り込まれるとみられます。これについても市場は既に完全に織り込んでおり、短期的に更なる利回りの上昇をもたらす決定的な要因となるかどうかは明確ではありません。一方ここ最近では、ウクライナにおいて軍事衝突のリスクが差し迫っていることも、投資家のリスク心理に重石となっています。

欧州諸国が天然ガスの輸入でロシアに依存していることを踏まえると、ロシアの武力侵攻に関して、最終的に西側諸国が出来ることはほとんどないように思えます。現時点では、エネルギー価格の上昇自体が資金源になり得ることを認識しているプーチン氏が、自ら達成したいことを何でも成し遂げることが出来るポジションにあると言えるでしょう。

このように短期的には懸念材料が存在するものの、中期的には利回りが上昇基調になるとの見方を維持しています。仮にFRBが今回の引き締めサイクルで金利を中立金利以上に引き上げるとすれば、FF金利は2023年もしくは2024年に2.75%に達することになり、これは市場の予想を大きく上回る水準です。

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っただけで、中国政府がゼロコロナ政策を継続しようとしている中、中国からの供給混乱は続き、インフレ懸念の早期後退の妨げになるとみえています。5月に発表される4月の消費者物価指数（CPI）では、ベース効果の剥落によってインフレ率が低下すると予想されます。しかし、インフレ期待が上昇していく中、基調的な価格圧力は高まる可能性があるとみえています。

結果として、今年末の時点でも、インフレ率は中央銀行の目標を大きく上回る水準に留まるとみえています。2022年中の金融引き締めを加味しても、実質金利は12月の時点でもマイナス圏に留まっていると予想されます。したがって、この先12ヶ月間で、政策は引き締められるというよりもむしろ、緩和色を弱めるのみであるとみられ、その意味で来年は更なる利上げが必要となるでしょう。この2023年より先の利上げ見通しに関して、現状ブルーベ이의見方と市場の予想とに最も大きな違いが存在しています。

2022年は、賃金インフレが注目を集めるトピックになるとみえています。これに関して言えば、先週英国の南岸地域のゴミ収集業者が、今後2年間で20%の賃金上昇を約束されたとの報道は興味深いものでした。

労働組合は、昨年労働者がいかに実質賃金低下に苦しんでいたかを訴えました。引き締まった労働市場や労働力の非弾力性を背景に、彼らはこの先、大幅な賃金引き上げをもたらすために更なる抗議行動に出る可能性があるでしょう。ここ最近面談した複数の企業によれば、2021年に価格をやや上乘せたものの、原材料コストは小売価格よりも大幅に上昇したとのこと。この点に関して言えば、先週発表された12月のドイツの生産者物価指数（PPI）が前年比24.2%となったことは特筆すべきでしょう。

したがって、これら一部の企業は、収益率を確保するため、2022年により大胆な値上げを実施する計画を立てているようです。2021年にも値上げを実施したものの、これによって市場シェアを失うことがなかったためです。多くのセクターにおいて総需要が総供給を上回る際には、需要を満たすためのキャパシティがないことから、企業は競争を警戒する必要がないと言えるでしょう。

その結果、値上げは多くの企業にとって、よりリスクの低い戦略となっています。消費者からの旺盛な需要があれば、大幅な価格の引き上げも可能となるかもしれません。これに関して言えば、英プレミアリーグのトッテナム・ホットスパーが先週、今年2回目となるスタジアム内の飲食等の値上げを発表しましたが、同チームにとって、上昇傾向となるのは場内の価格のみであると釘を刺しておきましょう！

先週発表された英国の小売物価指数（RPI）は、前年比7.5%と市場予想を上回りました。この先数ヶ月間では、同指標に連動する規制料金も上昇するとみられ、二次的なインフレ効果がより顕著に表れることは明らかであるようです。これを踏まえて、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は2月の会合で更にタカ派寄りの姿勢を示すとみられます。とりわけ、労働市場が堅固で、国内でパンデミックからの脱却も進んでいる中では尚更でしょう。

同様に、欧州中央銀行（ECB）もこの先数ヶ月間でタカ派色を強める可能性があるかとみえています。資産購入プログラムの2022年末での終了は、ユーロ圏資産にとっては困難な市場環境をもたらす可能性があるとともに、政治的不透明感も高まっている中、この先欧州周辺国資産に幾らか圧力が加わる可能性があるでしょう。

株式市場では、ローテーションによってバリュー株に対して高PE株が苦戦しており、年明けから主要指数の軟調なパフォーマンスが続いています。このことが、季節的な新規発行増も重なって、社債市場のスプレッドの重石となっています。

広範なマクロ環境を踏まえると、スプレッドの縮小余地は限定的であるとみて、新発債市場では銘柄を厳選して起債に参加しました。とは言いながらも、堅調な経済見通しは引き続きクレジットの質を支えるとともに、低金利環境下においては、大幅な市場下落があれば、手持ち資金を投資に充てる動きが加速するとみえています。

そんな中、エマージング市場（EM）では、ロシア関連の懸念を背景に多くの資産が軟調となりました。しかし、成長鈍化への対応として緩和策が打ち出されている中国では、資産価格が持ち堪えています。仮に中国政府がこの先も成長を支援する姿勢を示すことが出来れば、投資家心理は改善する可能性があります。不動産市場を取り巻く問題がピークを付けたと結論づけるには依然として時期尚早であるとみています。為替市場はやや静かで、ロシア・ルーブルのボラティリティは高まったものの、その他の市場では概ねレンジ内の動きが続き、方向感に欠けた動きとなりました。

## 今度の見通し

この先を見据えると、今週の市場ではFOMCが目印となるでしょう。今回は会合後の記者会見や見通しのアップデートが予定されていないため、市場参加者は記者発表の内容を吟味することになるとみられます。ただし、ここ最近の発言によって既に得られた情報と比較して、記者発表の内容が目新しい材料を含む可能性は低いとみています。力強い経済指標やFRBの行動なしでは、利回りは一旦低下し、その後3月に掛けてオミクロン関連の懸念が後退し、FRBが利上げの準備を進める中で再び上昇に向かうと予想しています。

英国では、ボリス・ジョンソン首相があとどの程度首相の座に留まることが出来るかどうか注目が集まっています。昨年、ロックダウンの最中に首相官邸でパーティーを行っていたとの直近のスキャンダルは、同首相にとって極めて痛手となっており、保守党内でも退陣を求める声が近々に強まるとみえています。これまでに既にそのような声が挙がっていても不思議ではありませんでしたが、次期首相候補にとっては、この春前に予想されるパンデミックの収束を待って、舵取りを行いたいとの思惑があったのかもしれませんが。実際、ここ最近のボリスの言動を見ていると、彼は既にゲームが終了し、今にもクビになることを悟っているかのようでもあります。

とは言いながらも、先週がボリスにとって最悪な一週間であったと言うのなら、香港のハムスターを思い浮かべてみて下さい。香港では先週、新型コロナウイルスの感染が確認されたとして、数千匹のハムスターが殺処分されました。さらに香港政府は、ペニーズ・ベイにある輸送コンテナ（隔離施設）内に感染者を隔離することに必死になっており、今のところ香港の見通しは非常にどんよりとしています。これでは、人権を度外視した独裁的な体制とは対照的に、厳格な規制を敷かずパンデミックを上手く管理している他国（ドバイやフロリダ、テキサスなどが挙げられるでしょう）へと、優秀な人材が積極的に移住することを選択したとしても不思議ではなさそうです。

## 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