



## 嵐の前の静けさ？

中国の春節休暇や、材料視されやすい経済指標の減少によって、目先は（おそらく一時的な）静けさが市場にもたらされる可能性があるでしょう。

2022年2月4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）



先週は、インフレ圧力の高まりを背景とした主要中央銀行のタカ派予想がリスク資産の重石となり、変動性が高まった1月を経て、金融市場は幾らか落ち着きを取り戻す形でスタートしました。オミクロン株の感染拡大を背景とした経済指標の一時的な弱含みは、一旦金利の上昇圧力を抑制するとみられます。

しかし、週後半に掛けては、欧州の中央銀行によるタカ派発言が再び利回りへの圧力となり、今後リスク資産にとっての脅威となる可能性があります。その意味で、先月の市場の混乱からまだそれほど時間は経過してはいないものの、次なる市場の乱気流までの期間、いわば「嵐の前の静けさ」の期間はそれほど長くはないかも知れません。

先週の欧州中央銀行（ECB）会合では、ラガルド総裁が比較的ハト派寄りのメッセージを発信しようとする姿勢が伺えました。しかし、会合後の記者会見で、理事会がよりタカ派寄りの方向へと舵を切り始めたことが明らかになると、市場参加者の多くはラガルド氏の冒頭の発言を即座に見過しました。

実際には、インフレに明確な上昇リスクがあることから、次回3月の会合での見通しの改定と同時に、タカ派姿勢への移行がなされるであろうとの見方が市場で大勢となりました。

これまでECBは、資産購入が終了するまでは利上げを実施しないとのフォワード・ガイダンスを提供してきました。しかし、市場では既に6月の10bpsの利上げの可能性が織り込まれ始めており、このことが想定よりも早期の資産購入終了を促す可能性があるとともに、ユーロ圏のスプレッドの圧力となることも予想されます。

多くの点から、ラガルド氏の発言内容はやや信頼性に欠けるものであったとも言え、特に会合後の記者会見は同氏にとって避けたいものであったのではないかと想像出来ます。ECBが今年難しい政策の舵取りを求められていることは明らかでしょう。

しかし、最終的には、ドイツなどの国ではインフレ期待がその他の国と比較して抑制されたものになると予想しており、この先6ヶ月以内での利上げ開始は時期尚早であるとみています。一方で、ECBが政策の引き締めを余儀なくされていくことを、市場が十分に理解する必要はあるでしょう。

海を渡った英国では、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が、大方の予想通り政策金利を0.50%に引き上げました。しかしここでも、9人中4人の金融政策委員会（MPC）メンバーが50bpsの利上げを支持したことや、保有する社債の積極的な売却を通じた量的引き締め（QT）開始の方針が示されたことが市場にサプライズをもたらしました。

英国ではこの先数ヶ月に亘って、インフレ率のオーバーシュートや逼迫した労働市場を背景に、追加利上げ及びQEの巻き戻しが実施されていくと予想しています。多くの国が、特に低賃金の仕事における労働力不足に苦戦しています。英国ではこれまで、EUからの多くの若い労働者がこれらの不足を埋める役割を果たしてきましたが、ブレグジットやパンデミックの影響によって彼らが英国を離れたことにより、英国の労働市場への圧力は他の地域と比較して深刻さを増す可能性があります。BoEは過度に早期かつ大幅な利上げを警戒しながらも、インフレの高まりが賃金上昇圧力となり、物価上昇が実質賃金を圧迫する中で、インフレ期待も高まり、結果として同中央銀行に残された選択肢はほとんどなくなるかもしれません。

このことを踏まえれば、現状の英国債利回りの水準は依然として低すぎるとみています。英政策金利は既にユーロ圏を100bps上回っており、この差は今後も拡大するとみています。ユーロ圏では、ドイツなどの国でインフレ期待が英国と比較して抑制されているためです。したがって、この先1年間で見るとほぼ全ての国の利回りが上昇に向かうような環境下である中、引き続き英国債と比較してドイツ国債を選好していく方針です。

イタリアでは、大統領選の結果、マッタレウラ現大統領の再任が決まったことがイタリア国債のスプレッドの一時的な縮小につながっていました。この結果により、目先の政治的リスク及び早期解散総選挙の可能性が低下したとの見方がその背景にあります。しかし、その後迎えた先週は政党間で激しいやり取りが見られ、イタリア政治が依然として激しく分断されていることが改めて浮き彫りとなりました。

総選挙が近づくと、そのような状態はドラギ首相の足場を徐々に弱体化させる可能性があり、来年にはドラギ首相がその役目を終える可能性があるでしょう。このような政治的リスクに加えて、2023年に掛けてはECBもさらにタカ派寄りの方向へと動くと思われることから、イタリア国債のスプレッドがこの先数週間で大幅に縮小することを期待するのは難しいかも知れません。

より幅広い意味では、中央銀行の流動性引き揚げやユーロ圏諸国の状況の枝分かれが、この先のユーロ圏のスプレッド見通しの足かせとなる可能性があるでしょう。またこのことが結果として、パンデミックから脱する中で政策担当者が一致団結していくことを、より困難なものにする可能性があるともみています。

エマージング市場（EM）は、中国の旧正月「春節」と重なる一週間であったことから比較的静かでした。しかし、各地での新型コロナ感染者は再び増加傾向にあり、このことが更なるロックダウンやサプライチェーンの混乱の長期化につながり兼ねないとみて注視しています。

また、中国不動産市場の安定のためには更なる政策緩和が必要となるかもしれません。過去数週間で投資家のリスク心理は概ね落ち着きを取り戻したとみられますが、中国国内では所得と比較して過度に高止まりしている住宅価格を踏まえると、不動産価格は構造的な下落基調になるとみています。中国共産党には、人々がより容易に住居を手に入れることが出来るようにしたいとの

意向があるようですが、不動産バブルの収縮は、より広範かつ深刻なダメージなしでは困難であるとみられます。

その他では、中国政府がマカオのカジノ取り締まりに動き、ギャンブル業界への監視を強めていることは興味深く受け止めています。より広範なギャンブルセクターにとって、形勢が不利になっていると言えるかも知れません。今後は、ギャンブルがかつてのタバコのように扱われるべきだとの意見が高まり、同セクターの投資家にとってはESGの観点からの懸念材料になる可能性があるでしょう。

より広範に見渡せば、先週は、欧州債券利回りの動きにも関わらず、リスク資産全般にとって比較的穏やかな市場環境であったと言えるでしょう。1月末に30近辺まで上昇していたVIX指数は、投資家心理を示す指標が投資家のリスク許容度が過度に低下しすぎであることを示した後、低下に向かいました。このような投資家心理の改善は、社債スプレッドにとっても追い風となりました。しかし、1月の下落相場の中で、社債が株式と比較して底堅く推移したことから、この先スプレッドが更に縮小する余地は限定的であるように思えます。

マクロレベルでは、利回りの上昇や株価の苦戦をもたらしている要因が早期に収束する兆候はほとんど見られません。しかし、成長見通しは企業収益の追い風になるとみられ、これまでも述べてきた通り、2022年中に予想される政策引き締めが需要を抑制する可能性は極めて低いとみており、長期的には前向きな成長見通しを維持しています。またこのような成長見通しが株価の下落を抑制するとみており、一般的には株式がインフレ・ヘッジとして見られ、デフレーションが長い債券資産と比較してかなりのアップサイドが期待出来るとも取れるかも知れません。したがって、銀行などのセクターは、金利上昇による恩恵も受けやすい魅力的なセクターであると考えています。

為替市場も先週は比較的安定した動きとなりました。政策金利の枝分かれはこの先数週間に亘って米ドルの支援材料になるとみていますが、米ドルがアウトパフォームするための次なるきっかけとしては3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）を待つ必要があるとみています。

その他では、ロシアのリスクが依然として高止まりしており、多くが予想している通りにこの先数日間でプーチン氏が武力侵攻という行動に出れば、質への逃避を背景に、米ドルがユーロにアウトパフォームする可能性があるかとみています。

## 今度の見通し

米雇用統計の発表が終わり、目先は価格動向を左右するきっかけとなりそうな目新しい経済指標や中央銀行の発言が予想されていないため、金融市場には比較的静かな数週間が訪れる可能性があるでしょう。当月発表される1月の経済指標は、オミクロン株関連の影響でやや弱含む可能性があるものの、市場はこれを一時的なものとして受け止めると予想しています。

一般的には、オミクロン株の症状がこれまでと極めて異なり、かつ軽症に留まっていると見られることから、パンデミックが今や収束基調にあるとの見方が強まっています。実際、これまでの新型コロナの変異株を経験しなかったとして、オミクロン株単体で見るとすれば、広範にロックダウンが敷かれ、マスク着用を義務づけるような状況や、今日日常の一部として受け入れつつある多くのイベント形式は決して無かったように思われます。

2022年にこの世界がより良い方向へと向かうことを願ってやみません。しかしこのことは同時に、過去2年間に亘って資産価格の上昇を促してきた政策の引き揚げも意味することから、ロング・オンリーのベンチマークの市場リターンという意味では、構造的にやや慎重な見方を維持することが賢明でしょう。その意味で今年は、大しけの嵐のような市場環境となる可能性もありそうです。しかし、嵐と嵐の間には静かな期間が存在することもあり、2月は次なる嵐の前の静けさに象徴される1ヶ月になるかも知れません。

## 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