



Global Asset Management
BlueBay Asset Management

為政者が感じる熱

インフレ圧力や地政学的緊張によって、身を隠すことになる人は増えるかもしれません。

2022年2月11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)



先週発表された1月の米消費者物価指数（CPI）は、総合及びコア指数がともに40年振りの伸びを示しました。これを受けてインフレ懸念は加速し、米連邦準備制度理事会（FRB）が3月にも50bpsの利上げを実施する可能性があるとの見方が広がりましたが、そのような決定の可能性低いとみており、インフレ率は既にピークに近いと考えています。

インフレ率が多く想定よりも長きに亘って高止まりするとの見方に変更はないものの、FRBは今後数ヶ月間で、2004年から2006年に掛けての引き締めサイクルと同様に、計画的なペースでの引き締めを実施していくと予想しています。50bpsの利上げは、FRBが暗に政策ミスを認めたとして市場に受け止められる可能性がある点や、政策担当者がより唐突にブレーキを踏むことで、この先数四半期での景気後退リスクを高める可能性があるという点で、メリットよりもデメリットの方が大きいとみています。

FRBがデュアル・マンドートという観点から景気拡大を維持したいことを踏まえると、政策正常化に対してもある程度の慎重さが求められます。これらを踏まえると、今年合計で7回程度の利上げが実施され、2022年末までに政策金利が1.65%近辺に達するとの市場の織り込みは概ね妥当であると考えています。ただしその先、2023年以降に関しても、ブルーベイでは市場よりもさらに前向きな成長及びインフレ見通しを維持しており、米国金利に対するショート・バイアスを維持する背景となっています。

欧州では、前週のラガルド欧州中央銀行（ECB）総裁による会合後のタカ派発言を受けて、市場が早期の利上げを織り込み始め、周辺国国債のスプレッドは拡大するという展開が見られていましたが、先週はECB高官がその火消しを試みました。

ユーロ金利市場では、2023年末までに130bps以上の利上げが織り込まれ始めましたが、これはこの夏の利上げ開始を示唆します。ECBは、現状2022年末とされている積極的な量的緩和（QE）による債券購入終了前には利上げを実施しないとしているにも関わらず、です。

ただし、直近のユーロ圏CPIが市場予想を上回る5.1%であったことを踏まえると、ECBが市場の信頼を損なわずにタカ派姿勢を弱める余地には限界があるとも言えそうです。物価の安定を維持することはECBのマンデートであり、3月のECB会合における見通しの大幅な上方修正は、その先数ヶ月間での行動の大義名分としての役割を果たすとみています。

しかし、この先発表されるインフレ指標は、ユーロ圏のインフレの比較的早いタイミングでの鈍化を示唆する可能性があるかとみています。結果として、経済指標がECBを救済する格好となり、それほど積極的に行動を起こさなくても良いように、圧力を緩和する役割を果たす可能性があるでしょう。ブルーベイでは、ユーロ圏のインフレ期待は他の多くの先進国と比較して抑制されたものであるとみており、ひとたびCPIが目標水準に向かって落ち着き始めれば、ECBに対する圧力は和らぐとみています。

とは言いながらも、ECBが政策正常化を目指す中、ユーロ圏の預金金利は来年初め頃までに0%に上昇するとみています。ただしその後は、インフレがECBの目標レンジ内に落ち着けば、預金金利の上昇ペースは緩やかなものになるとみられます。

したがって、ユーロ圏の金利市場は既にECBのタカ派シナリオを十分に織り込んだ状態になっているとみられ、この先のリスクはむしろ、ECBが市場に織り込まれた利上げ回数を下回る回数の上昇実施に留まることであるとみています。したがって、ユーロ金利に関しては機動的なロング・ポジションによって得られる利益の方が大きいと判断し、利回り曲線のショート・ゾーンを中心としたロング・ポジションを積み増しました。

一方で、ECBが抱えるより大きな課題として、同中央銀行のタカ派方向への動きが、周辺国スプレッドに与える影響が挙げられます。ECB理事会のメンバーは、わずか数カ月前には物価の安定がそうであったように、このところの単一通貨の安定を当然のこととして考えているように見受けられます。

その意味で、ECBが身を引けば、スプレッドは市場の均衡価格となる新たな価格水準を見つけることになるとの仮定が成り立つかもしれません。しかしこれには危険が伴い、ラガルド総裁は自身が実質的に市場のスプレッド拡大への青信号を与えたことも知らずに満足した状態にあるように見受けられます。周辺国スプレッドが拡大すれば、最終手段として単にパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の償還分を再投資に回すという計画だけでは信頼性が伴わなくなる可能性があるでしょう。

もしくは、ECBにとって、円滑な政策転換を可能とするため、利上げを実施する中でも資産購入を維持するという選択肢もあるでしょう。しかし、ECB内のタカ派勢力が資産購入の時代を完全に終わらせたいと考えている中では、その可能性は低そうに見えます。仮にECBが居眠り運転をした状態となれば、ユーロ圏ソブリン危機の新たな幕開けとなる可能性もありますが、その場合には、最終的に質への逃避からドイツ国債を支える要因となる可能性があるでしょう。

その他の地域では、引き続き英国で予想を上回るインフレ指標が続くとみています。この先数ヶ月間では、多くの公共料金の上乗せもインフレに拍車を掛けるとみられます。家計の電気料金は既に大きく跳ね上がりましたが、今後食品や通信料金も価格上昇の次なるドライバーになると予想されます。小売物価指数（RPI）が10%に達しようとする状況のなかで、インフレに連動する価格設定となっている契約の多くにおいて、価格が再改定されるとみられます。

インフレ期待は上昇の一途を辿り、賃金要求は加速しています。イングランド銀行（英中央銀行、BoE）にとって、追加利上げの妨げとなり得る唯一の要因は、生活費の高騰が成長の妨げになっているとの警戒感のみであると言えるでしょう。

とは言いながらも、ユーロ圏では今年末の時点でインフレ率がECBの目標近辺もしくは目標に近い水準で落ち着くとみられる一方、英国では2023年に掛けてインフレ率が5%近辺で高止まりする可能性が高いとみており、成長への影響に関わらず、英政策金利及び英国債利回りの上昇は避けられないとみています。

先週は、ECB会合の結果を受けてユーロの上昇が見られました。より幅広い通貨に目を向けると、ロシア関連のリスクにも関わらず、エマージング市場（EM）通貨が年初来での底堅いパフォーマンスを維持しています。先週コロンビアやチリで確認されたように、一部のEM国では引き続きインフレ率が予想を上回る状態が続いているものの、2021年を通して多くのEM中央銀行が極めて積極的に利上げを実施し、実質金利がマイナスとなっている多くの先進国とは対照的に、EM国の実質金利を大幅なプラス圏に押し上げてきました。結果として、一部EM国にはキャリア面での魅力があり、インフレが頭打ちしたとの期待感があります。

多くの投資家がEM通貨に十分な投資をしていないことを踏まえると、この先需給面でも支えが期待出来そうです。したがって、EM資産に対して強気に転換するには依然として時期尚早ではあるかもしれませんが、昨年のお大半の期間と比較すると、同資産クラスに対して弱気になる理由も少なくなってきたように思えます。

前週のECB及びBoE会合の後、社債スプレッドは先週、大幅な圧力下に置かれました。ユーロ圏におけるQE終了及び英中央銀行による社債買い入れ終了観測を踏まえ、投資家は2018年にQEが開始される以前の、より拡大した水準にスプレッドが拡大することを警戒しているようです。

これらの市場における社債スプレッドの拡大によって、米国市場と比較したこれらの市場の社債スプレッドは既に大幅に拡大した水準にあり、このことは市場に安定をもたらす一因にはなるとみられません。

しかし、グローバルの中央銀行が、これまで資産価格の上昇に寄与してきた流動性の引き締めに動こうとしている中、スプレッドに対して過度に前向きな姿勢を取ることは困難になっています。

とは言いながらも、米国及び欧州における成長見通しは引き続き概ね安定的であるとの評価や、このことが企業業績にも追い風になるとの見方を踏まえれば、過度に弱気な見通しを持つ必要もないと考えます。したがって、現段階では、社債に対してほぼフラットの見方をとりながら、相対価値に基づく投資機会に着目していくことが賢明であると考えています。

今度の見通し

これまでにも述べた通り、この先数週間は市場に材料視されやすい話題が減り、比較的静かな期間になるかもしれません。主要中央銀行の会合が終わり、次に市場の変動要因となりそうなきっかけは、月末及び3月初旬に掛けて発表される経済指標になるとみられます。

それまでの間は、ロシア・ウクライナ間の緊張がリスク要因となりそうですが、ロシアのプーチン大統領は、習近平国家主席への配慮から、北京で開催されている冬季五輪が終了するまで行動を遅らせているとの見方も一部では存在しているようです。今後数週間以内の軍事衝突の確率を見極めることは困難ですが、このような地政学的な不確実性は、慎重な姿勢を維持し、過度にリスクを取らない姿勢が賢明であることのさらなる裏付けとなるでしょう。

より広範に言えば、インフレが世界中の為政者に与えるプレッシャーは増しており、彼らはその熱を感じ始めています。この先、この高まる熱から逃れようとするのは、（首都の抗議デモ拡大によって身を隠すこととなった）カナダのトルドー首相のみに留まらないかもしれません。

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