



Global Asset Management
BlueBay Asset Management



あらゆる状況に縛られる欧州

先週は、ロシア・ウクライナ間の緊張が金融市場の動向を左右する主因となりました。

2022年2月18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)



差し迫ったように見えていた衝突の可能性が、少なくとも現時点では後退したようにも思われましたが、依然として状況は不安定であり、極めて高い不確実性を伴っています。ただし、引き続き明らかであるのは、エネルギー安全保障の観点から欧州が弱い立ち位置に置かれている状況であり、特にドイツについてはこのことが言えるでしょう。

米国（そしてほぼ蚊帳の外の英国）がよりタカ派寄りのスタンスを取る一方で、ドイツ政府は平和的な解決を模索しようとしており、この点でプーチン大統領は、西側諸国の仲間割れを大いに楽しんでいるかのようにも見えます。

ブルーベイでは、ロシアが達成しようとしている目的を確実にするまでは、同地域の事態が沈静化する可能性は低い状況に変わりはないとみています。また、現時点ではロシアが戦術的にかんりのアドバンテージを有しているとみられ、ロシアにとっては今が主張を強める時であると考えられます。

ロシア国境付近からより広範に見てみれば、何らかの衝突がグローバル経済に与える影響が問われています。原油及び天然ガス価格は確実に上昇するとみられますが、どの程度の水準まで、またいつまで高止まりするかについては議論の余地が残ります。

何らかの不測の事態は、グローバル経済の総需要にマイナスの影響をもたらすとみられますが、このことが同時にインフレ圧力の高止まりを促すことから、ウクライナにおける軍事衝突がより広い地域へと波及しない限りは、この先主要中央銀行による緩和策解消の軌道が大きく修正されるかどうかは定かではありません。

したがって、中期的に見れば、地政学リスクが主要国債利回りにもたらす影響が長期化する可能性は低いとみられ、短期的な質への逃避は、金利低下局面で金利のショート・ポジションを積み増す好機になる可能性があると考えています。

米国では、セントルイス連銀のブラード総裁の発言を受けて、米連邦準備制度理事会（FRB）が3月に50bpsという大きな幅の利上げを行うかどうかを巡り市場参加者の見方が揺れ動いています。ただしブルーベイでは、FRBはそのような大幅な利上げをためらうであろうとの見方を維持しています。パウエルFRB議長はこれまで、FRBの行動が漸進的かつ予測可能なアプローチになるとともに、現状の景気拡大を維持することが念頭にあることを苦心しながら強調してきており、50bpsの利上げはそのような言動とは相反する動きであるように思えます。

また、50bpsの利上げを決定すれば、FRBがビハインド・ザ・カーブである（後手に回っている）ことを暗に認めることとなり、この先より積極的な行動に出る必要があることを示唆することになり兼ねません。仮にそうなった場合には市場に動揺が広がり、FRBの信頼に傷がつく可能性があるほか、この先の政策見通しも予測不可能なものとするでしょう。

このような状況を踏まえると、市場は2023年後半以降の景気後退リスクの高まりを織り込む可能性があり、仮にFRBに対する信認が損なわれるのであれば、そのことが予防的な金融環境の引き締めにつながり、結果として景気後退が自己実現的にもたらされる可能性があるでしょう。

したがって、FRBにとっては、3月に25bpsの利上げを行うと同時に、今後の会合での漸進的に利上げ及び量的引き締め（QT）の実施を示唆することがより賢明な選択肢であると考えています。

とは言いながらも、漸進的な政策運営のためには、経済指標が概ね予想に沿った内容であることが求められます。今年の春にはインフレ率が低下に向かう可能性が高いとみていますが、それが最初に確認出来るのは、4月の消費者物価指数（CPI）が発表される5月になるとみられます。

ただしその場合でも、インフレ期待が上昇する中で、賃金上昇に二次的な圧力が掛かっていることなどから、CPIの低下ペース及び低下幅は、多くの市場参加者が予想しているよりも小幅に留まるとみえています。米国ではさほどの問題にはならないものの、結果として、今年末の時点でもインフレ率がFRBの目標を大きく上回る水準に留まることとなり、FRBは2023年も引き締め継続を余儀なくされるとみえています。つまり、今回の利上げサイクルは、1994年から1995年に掛けてのサイクルよりも、2004年から2006年に掛けてのサイクルに似たものになるとの見方を持っています。

米国とは対照的に、英国では、期待インフレの上昇がより大きな問題となっているように見受けられます。先週も、英国の消費者物価及び投入物価にさらなる上昇が見られました。そんな中、企業が人材を巡って「狂ったような競争」を展開し、年明けから賃金は6.3%のペースで上昇しており、イングランド銀行（中央銀行、BoE）にとっての明らかな懸念材料となっています。さらに先週は、3月に公共交通機関が5.4%の値上げを行うことや、ブリティッシュ航空が15%の賃上げを行うことが発表され、そのような動向に拍車が掛かっています。

したがって、金利デフレーションについては、全体としてショート・バイアスを維持することが賢明であると考えています。しかし、FRBに関して、足元では今年7回の利上げが市場で織り込まれていることを踏まえれば、現時点では米国債利回りよりも英国債利回りに上昇余地があると考えています。インフレによる英国の成長鈍化は2022年を通してのリスク要因となり、BoEが難しい状況に直面する可能性があるでしょう。

その意味で、結果として英国債の見通しは悪化する可能性があるものの、主要中央銀行は利上げよりもバランスシート縮小ペースの加速を選好する可能性があるでしょう。より積極的にバランスシート管理を行うアプローチは、将来的なインフレの前兆ともされる利回り曲線のフラット化や逆イールドを抑制したいとの思いから、中央銀行高官らの間で支持される可能性があると考えています。

ユーロ圏では、政策担当者がインフレ率のピークアウトが近いことを願っているように思われます。現時点では、欧州中央銀行（ECB）は3月の会合で見通しを上方修正し、2022年中に利上げを前倒しで行うために、量的緩和（QE）による債券購入を9月末までに終了させなければいけない、という自ら仕掛けた罠にはまっている状況です。

このことは既に市場に織り込まれ、足元では政策金利が年末までに0%となり、2023年にも75bpsの利上げが実施されることが市場に織り込まれています。ユーロ圏のインフレ率は他地域と比較して抑制され、来年の今頃にはCPIが2%未満に低下していると予想しており、現状市場に織り込まれた利上げ見通しはやや過度であるとみています。

一方で、欧州周辺国国債に関して言えば、ECBのアプローチは決して無視できるものではなく、日増しに懸念材料となりつつあります。ECB高官の直近の発言でも、債券利回りの絶対水準が低位に留まり、政府の債務特性を見ても年限が長く、借入コストも債務持続性に脅威となる水準ではないことから、周辺国国債のスプレッド拡大はそれほど懸念視していないことが伺えました。

しかしこのことは、イタリア国債のドイツ国債に対するスプレッドがあと100bps拡大して250bpsとなってもECBは気にせず、つまりイタリア10年国債利回りが3%、イタリア国債の全年限の平均借入コストが2%を上回らなければそれほど懸念視しないことを示唆しています。しかしECB高官らは、市場にスプレッド拡大の余地が与えられれば、スプレッドは拡大するであろうという可能性を見誤っているようです。

仮にそうなれば、通貨同盟の長期的な存続を疑問視する声が再び高まる可能性があるでしょう。金融政策の浸透はユーロ圏のそれぞれの国で均一ではないため、イタリアなどの国では反発が高まるかもしれません。イタリアでは、時を同じくして2023年に重要な総選挙の年を迎えるため、さらに注視が必要でしょう。

率直に言えば、現在のECB執行部はこれらのリスク要因を十分に認識していないとみられ、そのような結末を避けるための政策が打ち出されるためには、何らかの危機が必要となるのかもしれませんが。

より広範に見渡せば、過去数日間ではリスク資産がロシア関連の報道に左右される状況が続きました。過去数週間で見ると、米国市場は概ね良好な企業関連の話題に支えられる一方、直近のECB会合を受け、ユーロ圏資産は全般的に苦戦しています。

あまり注目されていないかもしれませんが、先週は、ユーロの10年物スワップ・スプレッドが2012年の危機以来の水準に拡大しました。これは、市場参加者が固定金利を支払うことで、利回り上昇から自らを守ろうとしていることを示唆しています。

また、スプレッドの拡大を招いてきたトレンドに多くのファンドが乗っかっていることを示しているともとれるかもしれません。しかし、ECBが債券購入の縮小に向かう中、他の全ての条件が一律であれば、需給バランスの点から債券がスワップよりも安くなり、スワップ・スプレッドの縮小が起きてもおかしくない状況の中で、足元のスワップ・スプレッド拡大は皮肉とも言えるでしょう。

その他の市場を見ると、為替市場は比較的静かな動きとなりましたが、エマージング市場（EM）では、ロシアの話題を受けた原油価格の上昇が、市場の最も大きな変動要因となりました。

それ以外の話題としては、イスラエルの直近四半期GDPが前期比年率16.6%増と、市場予想を12%弱も上回ったことが市場の注目を集めました。イスラエル経済の継続的なアウトパフォーマンスは、イスラエル・シケルの米ドルに対する良好なパフォーマンスに拍車を掛ける可能性があるとみています。さらに、今回の予想を上回る経済指標が物語るように、経済予測担当者による予想がこれまでよりも確実性を失っていることを示唆しているかもしれません。

今度の見直し

ロシア・ウクライナ関連のリスクが落ち着いていることを前提とすれば、2月は比較的静かな1ヶ月になると予想しています。ただしその先、3月には、主要な経済指標の発表と、欧米でともに月中旬に予定されている重要な中央銀行の金融政策決定会合を控え、ボラティリティが再び高まる可能性があるかとみています。

現時点では、ポートフォリオのリスクを比較的低位に留めながら、市場に過度な動きが見られた場合にはポジションを積み増す備えをしておくという投資方針を選好しています。大きなイベント・リスクが目先に予想される中、価格動向に惑わされることなく、価格のミスプライスがあればそれを活用する姿勢を維持することが重要であると考えています。

ロシアからの天然ガスへの依存や、規範的な金融政策の枠組みに縛られた状態の欧州の政策担当者のように、この先何が起きようとも、その時々状況に縛られることがないよう心掛けたいものです。

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