



## 平手打ちにご注意

苦しいパフォーマンスを迫られた四半期を終え、多くの投資家が慎重さを維持しているようです。

2022年4月1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)



先週の市場では、主要中央銀行がタカ派寄りの発言を続けたことが、インフレ見通しの高進とともに短期国債利回りの上昇基調に拍車を掛けました。

エネルギー価格の上昇によって、ユーロ圏諸国の消費者物価指数（CPI）は7%を突破し、米国でも8%近辺にある中、米連邦準備制度理事会（FRB）が前倒しでの金融引き締めを協議し始め、この先5月初め及び6月に予定されている会合で50bpsずつの利上げを実施する可能性も示唆しました。しかし、家計所得の圧迫によって、米経済成長は4-6月期にほぼ横ばい程度に留まる可能性があります。

また、FRBはバランスシート縮小も計画していることも踏まえれば、市場は目先の急速な金融引き締めを過度に織り込んでいる可能性があると考えています。

そんな中、米国債の利回り曲線のフラット化は継続し、一部では2023年もしくは2024年のリセッション・リスクの高まりを警戒する領域に入っています。FRBは、リセッション予測の判断材料としてはそれほど利回り曲線の形状を重視しておらず、どちらかと言えば現状の政策金利と市場が織り込む18ヶ月先までの金利見通しとの乖離幅を注視する傾向があります。

ブルーベイもこのような見方に概ね同意しており、米国の経済成長は、次四半期に幾らか弱含んだとしても、引き続き底堅さを維持するとみています。一般的に、成長における米国例外主義は続くとみられ、結果としてこのことがグローバルな金利差の拡大や中期的な米ドルのアウトパフォーマンスにつながるかとみています。

ユーロ圏では、仮にロシアがガス供給を停止せず、ドイツや大半の中欧諸国の工場も稼働停止に追い込まれないと仮定しても、4-6月期には成長が減速すると予想されます。

政策担当者との議論を踏まえると、欧州中央銀行（ECB）が自ら示してきた（量的緩和（QE）終了後に利上げという）順序（sequencing）が転換する可能性は低いことが伺え、利上げはQEによる買入終了後になると予想されます。したがって、QEの債券購入縮小（テーパリング）ペースを加速させる可能性はあるものの、少なくとも7-9月期末まではECBが利上げに動く可能性は低いとみられます。それまでには、インフレ率は低下に向かってしているとみられ、足元ではかつて想像出来なかった水準でインフレ率はピークに達しており、中央銀行にも今が最も圧力の掛かっている状態であると言えるかも知れません。

しかし、CPIがこの先数ヶ月間で低下に向かっていくことが予想される中、とりわけ2022年1-6月期に成長が伸び悩んだ場合には、環境はより落ち着くかもしれません。したがって、2023年末までに200bpsのECBによる利上げが織り込まれている現状はやや行き過ぎであると考えており、ここ最近の動きは巻き戻される可能性があるかとみて、ユーロ金利のロング・ポジションを積み増しました。

もちろん、ECB幹部の交代は、今後のECBの政策見通しを変化させることになるでしょう。大統領選挙を控えて優位に立つマクロン仏大統領が、ラガルド氏を次期首相として検討する可能性は相応にあるとみています。

新たなECB総裁が就任するとなれば、今回はドイツからの候補者が就任する可能性が極めて高いとみられ、ドイツ国民がインフレを嫌う傾向にあることを踏まえると、ECBのタカ派リスクを高める可能性があるかとみています。

そのような方針転換はEU諸国の分断にとっての脅威になり兼ねず、資産購入が縮小へと向かうことも相まって、欧州周辺国国債のスプレッドはどちらかと言えば拡大リスクに傾いているとみて、やや慎重な見方を維持することが賢明であると判断しています。

成長の減速懸念は英国の見通しにとっても重石となっており、ここ最近ではイングランド銀行（英中央銀行、BoE）も流れに逆らい、インフレ圧力の高まりよりも成長リスクを優先する姿勢を見せていることは興味深く受け止めています。ただし、インフレ連動債で見たブレイクイーブン・インフレ率が4%を優に上回る中、英国の期待インフレ率は上昇に向かっており、BoEの信頼性は失われている可能性があると言えるでしょう。

ここ最近ではこのことが英ポンドの下押し圧力となり始めており、仮に英ポンドが下落を続ければ、インフレ率のオーバーシュートに拍車を掛ける要因になり兼ねないでしょう。英国が他の欧州諸国と比較してより深刻かつ根深いインフレ問題を抱えていることは明確であると見られ、この先小売物価指数（RPI）が英10年国債利回りの水準を10%近く上回る、12%近くまで上昇したとしても不思議ではない状態となっています。

過去1年程度を振り返ってみると、BoEは英国経済におけるインフレ圧力の高まりを十分かつ正確に理解することが出来ていなかったように思えます。さらに、BoE総裁には、政策金利を低位に留めるような政治的な圧力や、物価上昇は一時的であるとの期待感もあった可能性があります。

しかし、労働市場が逼迫し、賃金が上昇する中、同中銀がそのような見方を諦めざるを得なくなる日もそう遠くはなく、その先さらに深刻なリセッションにつながるのであれば、目先のやや浅いリセッションの方がましであるとの認識が広がることになるとみています。

先週は、ウクライナにおける戦争が同国の東側に集約される形で大詰めを迎え、そう遠くない将来に交渉によって解決がもたらされるとの期待感が、広範なリスク心理の下支えとなりました。

そのような展開となる可能性もありますが、ブルーベイでは依然として更なる攻撃激化の可能性もあるとみて引き続き警戒しています。プーチン氏が静かに敗北を受け入れることは想像しがたく、直近の首都キーウからの部分的な撤退は、更なる進撃に向けた戦略的な部隊の再配置に過ぎないであろうとみています。ただし、原油価格が幾らか下落基調となり、ウクライナ関連の報道が見出しのトップとなることも減る中、3月初めと比べれば戦争が価格の主たる変動要因となることは減ったと言えます。

結果として、米国株は過去数週間で大きく反発しており、1-3月期は再び株式が債券を上回るパフォーマンスとなりましたが、この先、S&P500 種指数が過去最高値を更新する展開は想定しづらいついてみています。したがって、ポートフォリオではクレジット国債のロング・ポジションの利益を実現し、CDSを通じたヘッジ・ポジションを積み増すことで、市場のベータ・リスクをほぼフラットとした格好で4月を迎えています。

為替市場では、他の資産クラスと比較してボラティリティが引き続き低位に留まっています。そんな中、日本とその他先進国との金利差が拡大する中で、日本円の下落基調は目を引いています。これを受けて日銀は、日本国債の利回り上昇を抑えるため、国債の買入れ額を増やす策に出ました。しかし、他の中央銀行が金融引き締め動く中、日銀が更に緩和を推し進める必要があることは、結果として円の見通しに重石となり兼ねません。

最終的には、日銀がイールドカーブ・コントロールという政策の再評価を余儀なくされる可能性があり、そのことを踏まえれば、日本国債利回りが更に大幅に低下する余地は極めて限定的であるとみて、日本金利についてはショート・ポジションに投資機会があるとみています。

その他の市場では、先進国の中央銀行が相次いでタカ派姿勢を強め、リセッション・リスクにつながり兼ねないと見られる中においても、エマージング市場では投資家のリスク心理の反発基調が続きました。

## 今度の見通し

ウクライナ情勢が新たなリスク回避につながり兼ねないとみて引き続き警戒しており、ポートフォリオでは方向性を持ったリスクを抑え、相対価値に基づく投資機会を重視しています。経済制裁によって、ロシア国内でプーチン氏への圧力が高まる可能性はあるものの、ロシアの資金が近い将来枯渇する可能性は低いとみられます。

EUは最近になってもロシアから追加で天然ガスを輸入しており、価格は高騰しています。実際、直近ロシアが行った債券のクーポン支払い額は、欧州がわずか5時間のために支払うガス価格と同等であるという事実が、いかに欧州諸国がプーチン氏の戦争に事実上の資金供給を行い続けており、今後も当面続けるであろうかを物語っていると言えるでしょう。

ルールでのガス支払いを巡る一連の騒動も、仮にロシアが数日間でもパイプラインを通じたガス供給を停止すれば、ドイツやイタリア、中欧において広範な工場の稼働停止に追い込まれるという欧州の脆弱性を如実に表していると言えます。

全般的に言えば、市場の不透明感は当面続くとみられ、ポートフォリオのリスクを抑えながら、機動的に投資機会を活用する姿勢が賢明であると判断しています。多くの投資家が痛手を負った四半期が終わりましたが、先日の米アカデミー賞授賞式で見られた通り、次にどこから平手打ちが飛んでくるかはわからないので、注意を続けた方が良さそうです。

## 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