



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management

## フレンチ・キス

パリには春が訪れているかも知れませんが、恋が始まるような雰囲気とは程遠いように思えます。

2022年4月8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、発表された米連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨がタカ派な内容であったことや、ブレイナード米連邦準備制度理事会（FRB）理事の発言などから、米国債利回りに再び上昇圧力が掛かりました。

FRBのバランスシートを、この4-6月期から月額最大950億米ドルのペースで縮小させる計画は、2018年に実施された量的引き締め（QT）の倍の速さであるとともに、市場では2022年中に残り225bpsの利上げが織り込まれている状態です。これはもはや、「可能な限りのタカ派化」が織り込まれているとも感じられ、現時点においては明らかに、金融市場の参加者よりも、インフレに直面し、実質所得の減少にあえぐ国民を安心させることを優先したいとの政策担当者の意思が伺えます。

投資家のリスク心理が比較的底堅く、成長指標も依然として力強い中で、現時点ではインフレ期待抑制に対する真剣さを示すためにも、FRBがタカ派寄りの姿勢を貫きたいと考えていることは十分に理解出来ます。したがって、仮にFRBの姿勢が変化するとすれば、経済指標が弱含んだとき、もしくはS&P500種指数が継続的な売り圧力にさらされたときになるかもしれません。

多くの側面から、主要中央銀行にとって今が最も圧力の掛かった状態であると言えるかも知れません。経済が新型コロナから回復し、労働市場にはスラックがほとんどない、もしくは全くない状態であるとともに、インフレ率は昨年の中頃では想像も出来なかった水準までオーバーシュートしています。

金融政策は非常に緩和的な状態で、政策が浸透するまでのラグを考慮すれば、中央銀行は自らが既にビハインド・ザ・カーブで（後手に回っていて）、刺激策の縮小を急ぐ必要があることを認識しているようです。このことが、前倒しでの引き締めに対する意向を物語っていますが、ブレーキを強く踏むことにより、経済が急減速するリスクもあります。

結果として、2023年及び2024年の経済のリセッション入りの可能性は高まっているとみられます。わずか数ヶ月前には、2004年から2006年に掛けての利上げサイクルにより近い、長い時間をかけた漸進的なFRBの利上げサイクルを前提としていたため、その可能性は極めて低いと考えていました。

足元では2022年末時点での米政策金利が2.5%として市場に織り込まれており、来年の半ばに政策金利が3.25%近辺でピークを付けるとされています。これは2023年に政策金利がFRBが示す中立金利の水準を超えることを意味します。

しかし、ベース効果もあって今後数ヶ月間でインフレ率はピークを付け、その後は低下に転じるとみえています。インフレ指標が前月比ベースでマイナスに転じれば、中央銀行に対して最も圧力が掛かった状態は解消に向かい、タカ派寄りの高官が声を弱める状況も予想されます。同時に、金融引き締めによって成長も減速していれば尚更です。

これらを踏まえると、今年初めの時点では3%をやや上回る程度であった米住宅ローン金利が、既に5%と10年ぶりの水準に上昇していることは興味深く、経済における金利感応度の高いセクターに減速が見られるかをどうか注視したいと考えています。

欧州でも、インフレ動向を前に金融政策担当者が同じ悩みを抱えています。生活費の危機によって、政治家が燃料費の高騰などの責任を負っているとの見方が強まり、これまで人気の高かったスナク英財務相などの政治家に対する支持に影響を及ぼしていることは興味深いと言えるでしょう。

またこのことは、フランス大統領選を迎えるにあたっても重要な要素となっており、ここ最近でマクロン氏に対してルペン氏が支持を拡大していることを驚きとともに受け止めています。有権者にとっては、ウクライナの戦争や安全保障上の危機よりも、インフレが最優先事項であるようです。

両者の間での支持率は拮抗し始めており、4月24日に予定されている決選投票においてルペン氏が勝利する確率が20%程度であると分析しています。依然としてマクロン氏が有利であると考えているものの、今回の大統領選挙がこれまで想定していたよりも接戦となっていることは事実でしょう。

欧州を見渡せば、ドイツ、ベルギー、イタリアなどの多くの国の政策当局者がルペン氏勝利という波乱がもたらされないことを祈っていることでしょう。仮に同氏が勝利すれば、再びEU崩壊がリスク要因として浮上し、欧州周辺国国債のスプレッドの圧力が掛かるとみられます。物価の安定を目指し、ユーロ圏全体を巻き込んだソブリン危機を回避したいECBは、極めて困難な立ち位置に置かれることとなるでしょう。

一方で、仮にマクロン氏が勝利したとしても、ECBが資産購入終了ペースを加速させる必要があることは、この先数週間で欧州周辺国にとっての重石となるでしょう。さらに、ECB理事会内でも分断が見られ始めているようです。ラガルド総裁はエリゼ宮殿（フランス大統領府）での役職に就く可能性が噂されているほか、チーフエコノミストを務めるレーン専務理事も、相次ぐ市場参加者へのミス・コミュニケーションから窮地に立たされています。

4-6月期には成長が弱含み、年後半に掛けてはインフレが減速に向かうと見られる中、2023年末までにECBが、現在市場に織り込まれている200bpsの利上げを実施出来る可能性は低いとみえています。

その他の市場では、日本の10年国債利回りが、日銀が許容する変動幅上限の0.25%をわずかに下回る水準近辺で推移しました。しかし、ここ最近では日銀の担当者を取り巻く環境も厳しくなっています。直感的に言えば、FRBがタカ派姿勢を強めれば強めるほど、米国と日本との金利差は拡大し、円安及び日本国債利回りの上昇圧力となっています。さらにこれにより、日銀は国債の買入れを増やすことを余儀なくされています。したがって、FRBがタカ派化すればするほど、日銀には真逆の方向へ進むよう圧力が掛かることを意味し、これは常にイールド・カーブ・コントロール（YCC）の設計上の弱点とも言える特徴でした。

このような点を踏まえると、黒田総裁やその他高官が同政策の縮小に動くことも予想されますが、ここでも、彼らが罨にはまっているという事実と直面する可能性があります。これほど長きに亘って利回りを低位に留めてきたことから、YCC終了の発表は確実に市場に混乱をもたらすことが予想されます。したがって日銀は、(変動幅の) 上限を小幅に引き上げる手法を試みるかも知れませんが、一度引き上げれば、利回りが再びその上限に達した際に掛かるであろう新たなプレッシャーを回避することがより困難になるかもしれません。

エマージング市場では、ロシア・ループルがウクライナ戦争の開始前の水準まで反発しました。このことは、EU諸国からの燃料費の支払いによる資金流入とガス価格の高騰により、ロシア政府の財源が豊富であることを改めて思い起こさせてくれる出来事であったと言えるでしょう。

ウクライナにおける戦争犯罪が明るみに出る中、西側諸国は更なる行動に出るとしてはいますが、EU全体で生活費の高騰がより有権者にとっての懸念材料となる中、現時点では何らかの追加的行動も象徴的なものにならないように思えます。

一方で、プーチン氏は部隊を再配置し、5月中旬に軍事作戦を終わらせることを目指して大規模な作戦に出る準備をしているとみえています。したがって、過去数週間で比較的落ち着いてはいたものの、金融市場は新たな緊迫化を警戒する必要があるとみえています。

社債市場では、引き続き株式市場の流れを汲んだ動きが見られました。FRBのタカ派寄り発言やフランス大統領選のリスク、成長減速に関連した懸念などが、ここ数日ではリスク資産にとって幾らか重石となっていますが、スプレッドの方向性に関しては引き続きやや慎重な見方を維持しています。オミクロン株抑制に苦戦する中国におけるロックダウンの拡大も、成長関連の懸念に拍車を掛けています。

先週発表された中国のカイシン購買担当者景気指数 (PMI) は同国経済がリセッションに向かっていることを示唆する内容で、西側諸国における更なるサプライチェーンの混乱につながる可能性があります。為替相場では、FRBの強硬な姿勢や欧州における懸念材料から、米ドルがユーロに対して直近最高値圏まで上昇する展開となりました。

## 今度の見通し

この先の投資見通しとして、2022年は多くの伝統資産にとって試練の年になるとの見方を維持しています。しかし、市場のボラティリティが高止まりする中、敗者よりも勝者を選好し、相対価値に基づいてロングとショートの双方でポジションを取ることによって、引き続き投資機会は見出せると考えています。

来年以降のリセッション・リスクは過去数週間で大幅に高まったとみており、そのような見通しが落ち着くまでには、インフレがピークを付けたとの確信が得られる必要があるでしょう。つまり今年後半には状況は落ち着くとも予想できそうですが、現時点では慎重さを維持し、市場がいずれかの方向にオーバーシュートした場合のミスプライスを捉える姿勢を取ることが賢明であると考えています。フランスの大統領選はそのきっかけとなるかもしれません。

## 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