



Twit in Chief

トランプ氏のツイッター復帰はあるのでしょうか？

2022年4月29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)



先週の金融市場では、中央銀行の利上げ見通しがリスク資産にさらに重くのし掛かる展開となり、ハイテク株や既に極めて割高感のある水準で取引されていた株式を中心に株価が調整しました。ただし、このような価格動向も米連邦準備制度理事会（FRB）にとってはそれほどの警鐘とはならないとみています。先週ワシントンDCで行った政策担当者との面談では、FRB内には、3月に利上げを実施した後も株価が上昇を続け、同金融政策が全般的な金融環境にそれほどの影響をもたらさなかったことに対する一定の不安が存在するよう見受けられました。

多くの観点から、FRBの政策は金融環境に関連した広範な指標をターゲットにしています。現状のFF金利のような単純なターゲットよりも、実体経済に及ぼす影響という意味ではこれらの指標の方がかなり大きいからです。金融政策には一定のラグが存在することから、人々の期待を移行させ、総需要を促すもしくは引き締めるため、一般的にフォワード・ガイダンスという手法が用いられます。その意味で、政策金利がインフレ率を大幅に下回っている状況ではそれほど不思議ではないものの、米金融環境は引き続き極めて緩和的です。しかし、金融環境引き締め開始に対するFRBの意思に向けられた市場の懐疑的な目は、3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）以降の更なるタカ派寄りのスタンスを促した一因としては考えられるものの、そのようなメッセージが既に市場参加者に十分に浸透したことは明確であるよう見受けられます。

米住宅ローン金利は1981年以降最も速いペースで上昇しています。一方、米5年実質金利の上昇も、極めて低い水準からではあるものの、約10年前のテーパー・タントラム（バーナンキ・ショック）以降で見て最も急激なものとなっています。米高格付債券指数は年初来で10%近い下落となっ

ており、株価も同様の下落幅を記録しています。さらに先週は、米ドルが他の主要通貨に対して大幅に上昇しました。このような動きが相まって、金融環境は今や、金融刺激策を引き揚げる中でFRBが望み、期待した通りの方向へと動いているとみられます。

これらを踏まえると、FOMCは次回会合で極端にタカ派寄りの姿勢を示す必要はないように思えます。市場では今回の会合での50bpsの利上げ、さらに6月の会合でも同等の利上げが広範に予想されています。その後は、インフレが減速し、成長への下方リスクが高まる可能性がある中で、政策見通しがやや不透明となるでしょう。

2023年の米国の景気後退は可能性としてあるとみていますが、FRBはそのようなリスクに敏感で、経済指標を注視していくと予想しています。究極的に言えば、現状政策担当者が2.5%近辺であるとする中立金利の水準を上回る水準まで、FRBが利上げを余儀なくされた時点で、リセッションの可能性がより高まるとみています。またこのことは、インフレの動向によって左右されるとも言えます。現時点では、今年末までに物価の上昇が4%未満に落ち着き、その後減速傾向になると考えられる要因が十分に存在しています。これにより、FRB担当者は今後数ヶ月に亘って引き締めに積極的な姿勢を示したのち、年後半に掛けてはFRBに対するプレッシャーが和らぐ中、利上げに対してより落ち着いた対応を取ることが可能となるかも知れません。

そのような仮定に基づけば、足元の米国債利回りの水準は現時点でのピーク近辺にあると考えることも出来そうです。しかし相対的に言えば、ユーロ金利の方が投資妙味があるとみており、ここ最近ではユーロ金利のポジションを積み増しています。米国経済の堅固なモメンタムと比較して、エネルギー価格の高騰を背景に、欧州の多くの国は既に景気後退局面に差し掛かっている可能性があるかとみています。

欧州中央銀行（ECB）は、6月に資産購入を終了した後、早ければ7月の利上げを示唆するなど、依然として政策引き締めにコミットしています。しかし、今年1年が力強い成長の年になるとの期待は打ち砕かれ、ECBはインフレのオーバーシュートへの対応を余儀なくされながらも、価格圧力が収まれば、来年に掛けて政策金利が0%を大きく上回る水準まで引き上げられる可能性は低いと予想しています。直近発表されたユーロ圏の消費者物価指数（CPI）は強弱入り混じる内容で、スペインなどの国では前年同月比で見た価格圧力が頭打ちした兆候が見られる一方、ドイツでは依然上昇基調が続いています。しかし、ドイツの消費者信頼感などの先行指標を見ると、既にリーマン・ショック時と同等の低水準をつけ、警鐘を鳴らしており、ユーロ圏の政策担当者は難しい選択を迫られることになりそうです。

その他の市場では、引き続き英国債及び英ポンドに対して弱気な見方を維持しています。米国及びユーロ圏ではインフレ率がピークを付けているとの明確な兆しが見られる一方、（5月に発表される）英国の4月のインフレ統計では前年比2桁の伸びが予想され、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）の信頼をさらに弱体化させることとなりそうです。金融政策委員会（MPC）を今週に控える中、ここ最近のBoEからの発言ではインフレ・リスクよりも成長リスクを注視する方向に傾いていることが伺えます。これは、インフレ期待がさらに上昇する中では危険な戦略であると言えるでしょう。BoEの主張は、実質金利の減少が需要を弱め、インフレを再び目標近辺に戻すことを促すであろうということに加え、既に今サイクルで3回の利上げを実施している中、既に政策金利が「中立」に近い水準にあるとのものです。その点からすると、BoEは、直近スウェーデン中央銀行のリスクバンクの例に見られたようにタカ派姿勢を強める他の主要中銀とは、引き続き一線を画しています。このような状況は、英国資産全般にとって極めて困難な環境を促すものです。時を同じくして、英国の経済成長は相対的に弱含み始めており、国際通貨基金（IMF）のエコノミストによれば、2023年にはG7諸国でも最低の成長率が予想されているようです。

先週は、リスク資産にとって苦しい投資環境となりましたが、株価はこの先さらに調整する可能性があるかとみています。その結果、社債スプレッドに対するプレッシャーも継続するとみています。そんな中、プライベート・エクイティなどの市場でも懸念の声がかれ始めています。リターン追求の姿勢がレバレッジを高め、一部では過度なリスク・テイクが見られていた結果、企業が借り換えを余儀なくされる中で大幅な損失が生じる可能性があるようです。全体としては、現時点で小幅なクレジットのベータ・リスクを維持することが適切であると考えており、これはエマージング市場でも同様です。為替市場では、米ドル高バイアスの見方を維持していますが、対ユーロで1.05を下回る動きが見られれば利益の実現を検討し始める方針です。

今度の見通し

この先の道筋は引き続き不透明であり、全体として慎重な投資スタンスを維持することが賢明であると判断しています。中央銀行は大幅な政策引き締めを余儀なくされ、金融環境は引き締めに向かうとみられます。これは金融市場にとっての強力な逆風要因となり兼ねず、多くの市場参加者はFRBが「友達」ではないことに気がついていないように見受けられます。

ウクライナ情勢や中国の新型コロナ政策に言及しなかったとしても、ここ最近話題が豊富にあります。その意味では、ツイッターの文字制限を緩和させるとのイーロン・マスク氏のアイデアは歓迎されるべきものかもしれません。また、トランプ氏がマスク氏に代わって、「Twit in Chief（ツイッター長官）」としての立場を奪還するためにツイッターに戻るかどうか（その衝動を抑えることは難しいでしょう）は、興味深いものとなるでしょう。

ディスクレームー

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

