



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management



## 成長懸念とインフレブルー

まるで'82年のように

2022年5月20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)



経済成長への懸念が高まり続けると共に、経済活動を下支えするよりもインフレに対抗することが喫緊の課題である、との考えを中央銀行が強調したために、先週もリスク・オフのセンチメントが市場を主導しました。「もはや米連邦準備制度理事会 (FRB) はお友達ではない」ということを市場が認識していく中で、より弱気な考えが優勢となっているようで、押し目買いをするという信条は、反発したら売るという傾向に置き換わってきているようです。このセンチメントの変化はリテール投資家の割合が高い資産でとりわけ見られましたが、私たちとミーティングをした機関投資家でも、年初来での損失を受けて、大きなショックを受けているケースが増えてきているように思います。

この一、二週間で、将来のリセッションの可能性が高まったことを受けて、長期国債の利回りは低下しました。全体としては投資家のポジションは、金利についてはショート・サイドに傾いています。1-3月期には利回りの上昇がリスク資産への圧力要因となったことから、過去数ヶ月間で、リスク資産のロング・ポジションに対するヘッジとして金利をショートするポジションが人気を集めていました。しかし、懸念材料がインフレ上昇から経済成長の鈍化へと変化すると共に、このヘッジ・ポジションはスクイーズされる可能性があります。市場がストレス下にある時にはこうしたことが起こり、その後よくあるパターンは、「痛手を受けている取引」を探し出し、最終的にそのポジションを諦めることとなります。この観点から、利回りは今後一、二週間でまだ低下する余地があると見ています。しかし、こうした動きは最終的には金利への弱気相場での金利低下になるとみており、現時点よりも利回りが大きく低下した局面では、金利のロング・ポジションを閉じて、ショートのポジションを取ることを探っていく方針です。

政策当局とのミーティングにおいては、中央銀行関係者にとってはインフレが主要テーマであるということが強調されました。FRBはコア個人消費支出（PCE）が3%以下になるまで利上げを止めないという合意があるように感じられ、この水準は今後一年、あるいはもっと長い期間ないかもしれません。労働市場は非常に逼迫しており、労働者を求める競合が賃金を押し上げているとの懸念があります。この点に関して英国の指標では過去三ヶ月間、賃金は7%のペースで上昇しており、中央銀行は賃金を抑制するようなメッセージを送りたいかもしれませんが、現実には、公式なCPI指標を大きく上回るインフレ率を個々人が実感する中であって、多くの労働者は2年連続で実質賃金の大幅なカットが予想されることに苦痛を訴えています。労働組合が11%の賃上げを要求する中、インフレが高止まりし、賃金上昇圧力が二次的なインフレ率上昇に繋がることを軽減するためには、労働市場を冷ます必要があることは中央銀行当局者にとって明白でしょう。

こうしたことから、2022年にすでに金融環境がかなり引き締まったことは明らかですが（最後にFRBが積極的な利上げサイクルにあった1994年の動きと類似しています）、スタート時点の金融環境が緩和的過ぎたことから、今後さらなる引き締めが必要となるでしょう。当然の結果として、資産価格には圧力がかかる可能性があり、過去数ヶ月の間に最悪期が過ぎ去った可能性はあるものの、現段階で前向きな見通しを持つことは時期尚早かもしれません。

最終的にFRBはインフレに打ち勝ち、リセッションの可能性は低いとみています。引き続き今後一年半でのリセッション入りの可能性は30%程度であると予想しています。リセッション・リスクがずっと高いのはユーロ圏で、7-9月期までインフレ率はピークアウトしないと見られ、地政学的な不透明感の高まりで設備投資見通しが影響されている中で、消費は減退してきています。一方で、英国経済は来年になって指標を見返した時に、今期初めにリセッション入りしたということがわかると考えています。これまでのところ、欧州ではエネルギー・ショックへの対応として財政緩和が進められているにもかかわらず、英国政府は増税を進めています。スナック英財務大臣も政府支出をすぐに増やし始めると私たちは考えていますが、英国の政策当局者は経済がスタグフレーションに陥っていることへの理解が遅く、それに対して手立てがないというよりも、何をすればいいのかわからないようです。

期待インフレ率が低下の兆しを見せないなかで、インフレ率が自己解決的に落ち着くとの希望の下、イングランド銀行（BoE）が伝統的な金融政策から乖離していることには驚きを隠せません。住宅価格への影響にこだわり過ぎているとみられますが、中期的には住居費用の低下はワーキング・プアにとって利益があり、セカンドまたはサード・ハウスを購入しているような人たちが、このような方法で守られるべきなのかよく分かりません。さらに、BoEへの信任が揺らいでいることで、英国資産全体への下押し圧力となるリスクが増幅しています。南アフリカの英ポンド建て債は英国債と比較して上乗せ利回りが10%得られますが、南アフリカの中央銀行の方が信認が厚く、経済成長及びインフレ見通しにおいても英国に勝っていると考えています。一方、ブレグジット交渉の破棄に関するノイズが英国資産と英ポンドの見通しへの重石となるリスクがあります。先週末開催されたユーロビジョン・ソング・コンテストにおいて、英国からの参加者が珍しくも2位となったことから、EUを離脱すると決めてからの数年間と比べて、欧州はそれほど英国を毛嫌いしているわけではないかもしれませんが。

クレジット・スプレッドは株式市場に影響される状態が続き、概して市場流動性は比較的低い状態が継続しています。公募市場のバリュエーションに改善が見られ、私募市場ではクレジットの悪化懸念が高まっていることから、私募市場と比較すると公募市場の魅力が増えている証拠が増えてきているとしても、ファンドからの資金流出も投資家心理の重石となっており、機関投資家であるアセット・アラケーターからの投資は限定的となっています。とはいえ、新規発行市場は開かれており、スプレッドは拡大しているものの、政策当局が考えや懸念を示すために立ち止まるほどの材料は今のところないようです。但し、私募市場については当局が状況を把握する適切なデータがなく、ストレスがより早く高まる市場であるとの懸念は持っているようです。エマージング市場では、中国の経済減速が懸念材料になっていますが、最近の話題は食料価格の上昇に関するものとなっています。食料価格インフレは多くのエマージング経済にとっては打撃となるニュースで、交易条件の大きな変化によって、勝者と敗者が生まれる状況はますます強まると考えられます。

## 今度の見通し

今後の見通しについて、自信を持った見通しを持つことは難しくなっています。ウクライナではロシアの形勢は不利になっていますが、これまでの死者数を踏まえたサンクコストを考えると、プーチン大統領が軍を強化して賭けに出ることを懸念しています。中国では、ゼロコロナ策を続けており、経済鈍化の下支えのために緩和政策を取っているものの、当局は不動産市場を安定させることに苦戦しています。その他、グローバルに消費者は多方面に亘るインフレと戦っており、これによってパンデミック禍で積み上がった貯蓄の消費スピードが加速するかもしれません。現実には、マクロ環境は不透明材料だけであるということです。

一方、英国では40年ぶりの高インフレとなり、小売物価指数（RPI）は11.1%に達しました。この時は、BoEのインフレ・ターゲットに落ち着くまでに、マーガレット・サッチャーと10年間の苦しい時代が必要だったことを思い出さなければいけません。ベイリー総裁とその仲間たちは幸運を望んでいますが、インフレのオーバーシュートが長引けば長引くほど、期待インフレを通じて粘着性は高まることは広く知られています。こうしたことから、更なる価格上昇によって、英国のインフレ率は今年後半にピークアウトするかわかりません。1982年はすごく昔のことに思えます。当時は、ロシアが非難をしたフォークランド紛争の最中にあり、経済はリセッションと戦っていました。英国ではビール1パイントが50ペンスで買え、米国10年債利回りは13%でした。なんと世の中は変わってしまったことでしょう。

## 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