



Global Asset Management
BlueBay Asset Management



ガソリンタンクが空になりそう

経済成長への懸念は募り、市場のボラティリティは高いままです。バイデン大統領のような回復力が必要そうです。

2022年6月24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)



ロシアがガス供給を停止するかもしれないとの懸念が追加的な要因となって、センチメントの重石となっています。マクロン仏大統領の西側諸国は「ロシアに屈辱を与えてはならない」という発言は、ウクライナ側同盟の団結が緩まるのではないかという見通しの下で、モスクワがより強い行動を取ることを促したように見受けられます。ロシアからのガス・パイプラインの稼働率はキャパシティの40%程度に現在っており、冬以降の貯蔵量はそれほど増えていません。この結果、持続可能な気候目標への移行時期において、石油・ガス施設への投資が不十分であるという、政治的な動機による失敗が露呈している中であって、有事対応として原子力や石炭に目を向けていることへの懸念が欧州各国で生じています。

制裁対象品をロシアの飛び地領土であるカニングラードに輸送することをEUが差し止めたことが、更なる緊張の高まりにつながりました。一方モスクワでは、グローバルな食糧不足によって、西側のリーダーは食料輸出と引き換えに経済制裁を解除せざるを得なくなるのではないかと期待をしているようにも見えます。同時に、プーチン大統領も体調が改善したとみられ、先月には入院したと言われていた健康上の不安を乗り越ったようです。体調が思わしくない時に、フランスが降伏の意思を示して平和を求めたことは、プーチン大統領を元気付けることになったかもしれません。西側の団結が崩壊するというモスクワの見立てが正しいか、欧州は好戦的な相手の攻撃にしっかりと耐えられるか、ということに注目し続けることになりそうです。

米国では、消費関連指標が縮小してきているような事例が見られますが、個人投資家によって幅広く保有されている暗号資産や株の下落が一因となっているかもしれません。しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）が政策金利を4%まで引き上げなくて良い水準にまでインフレが速く低下すれば、米国はリセッションを回避出来ると引き続き考えています。この点においては、先週の原油価格の下落は歓迎されることで、より広範に見えると、昨年のサプライチェーン主導でのインフレ上昇からのベース効果がいくらか解消に向かえば、CPIの月次での変化幅は、FRBの政策が物価をコントロール下に戻すよう機能しているとの印象を与えるものに直ぐになると考えています。こうしたことから、米長期金利は3%～3.5%のレンジ内で推移すると見ています。このレンジの下限でショートをし、レンジの上限でロングをすることが米金利のポジションにおいては適切であろうと考えています。ちなみに足元ではポジションを取っていません。

ユーロ圏のリセッション・リスクはもっと高く、同時にインフレ・リスクも高くなっています。米国のインフレについては今後1～2ヶ月で落ち着くとみている一方で、ユーロ圏のCPIが9月以前に低下へと向かうことは難しいでしょう。最終的には、2023年末時点の先物市場に織り込まれている程の利上げを欧州中央銀行（ECB）はできないと考えています。しかし、インフレがピークアウトし、ターゲット水準に戻る一本道を歩んでいるという明らかな証拠を市場が受け取るまでは、金利の低下トレンドは見られないかもしれません。一方で、ソブリン債のスプレッド拡大を抑制する、分断化を防ぐ手段については、やや大袈裟な宣伝を行っていると考えていますが、7月の会合でそうした計画を発表するとECBは発言しています。欧州周辺国債のスプレッドはこれを受けて縮小しましたが、ECBの発表は詳細を欠くのではないかと市場の懐疑的な見方も感じられます。こうした場合、発表が行われた際には、市場は「噂で買い、事実で売る」という行動に出るかもしれません。発表するいかなる手段も実際に使用する必要なく、それをを使う準備があるというだけで市場を抑制出来るかもしれない、との期待がECBにあるのではないかと考えています。こうした見方から新たな政策は、現在よりもスプレッドが大きく拡大することの抑制を目指したもので、スプレッドの縮小を促すようにするものではないであろうと見ています。

英国ではこの数日、鉄道ストライキによって身動きが取れない状況となっており、不満の募る夏となる中で、さらに多くのストライキが実施されることになると見ています。在宅勤務が可能な世の中にあっては、鉄道の影響力が以前ほどではないことを理解できていない労働者をなだめるよう、政府が影響力を行使出来るかもしれないと考えています。とはいえ、看護師や教師など、社会における価値が過小評価され続け、記録的なインフレとなる中で、実質賃金のカットに晒されるべきではないという主張をはねのけることは難しいでしょう。英国は4-6月期にリセッション入りしたと考えており、経済成長とインフレ見通しが2022年を通じて悪化を続ける中で、比較的長く続く可能性があります。スタグフレーションによって、イングランド銀行はヘッドライトに照らされたウサギのようですが、短期的には経済成長への打撃を抑制したいとの願いから、イングランド銀行は利上げを抑えるであろうと見ています。しかしこれによって、英国は他の国よりも長きに亘ってインフレがオーバーシュートする可能性が高く、2023年にはさらなる利上げが必要となるでしょう。こうしたことから、英国資産と英ポンドはアンダーパフォームを続けるとみています。

経済成長への懸念によって、グローバルで債券利回りは先週低下しましたが、格下げ懸念の増幅やリセッションの可能性が高まる中でデフォルト率の増加が予想され、クレジット債の投資家が安心感を持つことはありませんでした。個別発行体のネガティブなニュースは、この市場のなかで厳しい痛みを与え、スプレッド縮小を見込むにはまだ時期尚早かもしれません。スプレッドが縮小に向かうのは、インフレ率の低下が確認される必要があるでしょう。その他日本では、日銀がイールドカーブコントロール（YCC）を維持したことで円金利はやや低下しました。しかし、これがさらなる円安圧力となっている中、7-9月期の後半に政策変更が行われるだろうと見ています。日銀会合を前に円金利のショート・ポジションをやや削減しましたが、現在の水準は再びショートを積み増すのに魅力的になっていると考えています。

今後の見通し

今後については、市場環境は引き続きボラティリティが高い状態が続くと見ており、早急にこの状況が変わることはないと考えています。今年後半にインフレ率が低下すれば、国債利回りは安定し、高格付けのクレジット債からスプレッドの縮小が見られ、それにハイ・イールド債が続くとの見通しを持っていますが、この証拠が確認されるまでには今後数ヶ月かかると考えられます。当面の間はインフレ懸念が高止まりし、中央銀行はタカ派姿勢を維持し、経済成長懸念が募るなかで、リスク資産は逆風に晒される可能性が高いとみています。こうした環境においては、投資家は損失を計上することを避けることが第一目標となるため、市場の流動性は低くなる可能性が高いでしょう。これが過度な価格の動きにつながり、相関の変化や市場心理の変動が起きるかもしれません。こうしたことから、リスク水準は抑えめとすることが適切であると考えています。同時に、中期的な見通しに基づいて投資をし、バリューのある銘柄を見つけ出し、ボラティリティというノイズを見過ごすことが適切であると考えています。

一方、バイデン大統領が自転車から落下したことは、パウエルFRB議長が経済のソフトランディング達成が如何に難しいかということを確認している中、今後の経済ストーリーを見事に暗示していたかのようです。少し転んだものの、最高司令官は今では問題なく動いているようで、経済も同じように落ち着いてくれることを願わずにいられません。

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

