



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management



## 前半と後半のゲーム

前半の市場は一方的なスコアボードとなりましたが、後半は、ただ勝利を目指してピッチに戻るといふ気持ちでいなければなりません。

2022年7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)



先週も経済成長懸念が市場心理を押し下げました。2022年前半は終わりを迎えたわけですが、結果的に債券及び株式市場は大幅な下落に見舞われました。例えば、米国10年債の利回りは1月から2倍の水準となり、この10年で最も高い水準となりました。一方欧州では、投資適格債のスプレッドが年初から2倍の水準となり、パンデミック禍にあった2020年4月末よりも拡大した水準にあります。その結果、欧州クレジット債のインデックスのトータル・リターンは年初来でマイナス12%超となり、これまでで最低であった2008年一年間のマイナス・リターンの約3倍の下落幅となっています。

こうした観点からは、投資家が前例のない厳しい半年をよく省みたいと考え、ある程度の傷口や不安を抱えて、今後を見ざるを得ない状況にあっても不思議ではないでしょう。依然として多くの不確実な材料があり、流動性状況の悪化と共に価格の動きは大きくなってきています。しかし今後については、かなりのことがすでに価格に織り込まれていることから、より安定が期待できると考えています。主要中央銀行は今後数カ月で大幅な利上げを実施するでしょうが、市場にはこのことがすでに伝わっています。そのため現時点においては、中央銀行が市場の織り込み以上の利上げを行うよりも、それ以下となるリスクの方が高いように思います。この半年間は、中央銀行がタカ派姿勢を強める中で非常に厳しい時期となりましたが、さらにタカ派になることがなければ、利回りの動きは落ち着くとみえています。

とは言うものの、市場が安定を取り戻し、市場心理が回復するためには、インフレが中央銀行のターゲットとする水準まで戻り、中央銀行が発言を和らげられるようになる必要があるでしょう。そしてインフレについては、より良いニュースが間もなく現れてくると考えています。米国とユーロ圏の価

格圧力は、ベース効果が剥落して、需要が冷めていくに従い、今後数カ月で落ち着き始める可能性が高いとみています。ドイツのCPIは心強い内容で、ターニング・ポイントに差し掛かっている可能性があります。労働市場での圧力が中期的な価格安定への最大の脅威ですが、米国では週次の失業保険申請数が増加し、労働需要も沸点に達している兆しが見られ、大西洋の両側におけるビジネス・サーバイにおいては、雇用への意欲が減退していることが示されています。

グローバルな需要減速によって商品価格も下落しています。中国での経済成長を示す指標は、新型コロナウイルスの感染者数の減少と共にやや予想を上回るものとなりましたが、習近平主席のゼロ・コロナ政策によって成長は抑制される状況が続くとみています。その他、ロシアとのさらなる緊張の高まりによって、欧州へのガス供給が完全に停止されるかもしれません。このことは短期的に新たな価格圧力となり、ユーロ圏のビジネスに対しては特段のリスクとなる可能性があります。確実に混乱が起こるとみられることから、政策の緩和が必要となるでしょうが、これをベース・ケースとしては考えていません。もしこうした事態になれば、それ以降、ロシアはこれを材料として活用できず、将来の経済環境は長きに亘って苦しい状況となるためです。

インフレ懸念を上回って、経済成長の鈍化とリセッション懸念が多くの投資家の不安材料となっているようです。欧州では、ロシア・ウクライナ紛争の勃発によって、景気後退は避けられないでしょうが、問題はこのリセッションがどの程度深刻なものになるかでしょう。一方、米国経済は欧州より健全な状態からのスタートとなっています。そのため、米政策金利のピークが4%を下回る水準であれば、リセッションを回避することが出来るとみていますが、確率は五分五分に近いと引き続き考えています。概して、国債利回りの安定が見られれば、投資適格債の反発もそれに続くとみています。

こうした観点からは、米国クレジット債のバリュエーションは、経済成長の鈍化というシナリオにおいては割安に見えますが、リセッションとなった場合には企業のデフォルトが大幅に増加することから、さらに調整する可能性があります。ユーロ圏では、リセッションを織り込んだ水準に近づいています。CDSは年初来で現物債をアンダーパフォームしており、iTraxx及びCDXインデックスはリスクを今ヘッジするという点において、魅力は低下していると考えています。仮にクレジット・スプレッドがさらに拡大することがあれば、現物債がアンダーパフォームし、その一方で、クレジットに反発の兆しが見られた際には、投資家はまずヘッジ・ポジションを閉じるであろうから、CDSスプレッドは大きく縮小する可能性があるかとみています。しかしながら、2023年にかけて経済成長のダウンサイド・リスクは、ハイ・イールド債や株式のパフォーマンスを損なう状況が続く可能性があります。

ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）による分断化防止手段の導入について懐疑的な見方を続けています。また、英国への見通しは、米国及びユーロ圏に対する見通しとは異にしています。英国でのゆっくりとした利上げアプローチによって、英国のインフレは高止まりかつ長期化する形でオーバーシュートし、イングランド銀行は経済がリセッションで苦しむ中でも、2023年を通して利上げをしなければならないだろうとみています。こうしたことから、英国資産及び英ポンドについては弱気な見通しを維持しています。さらに、エマージング市場についても幾分慎重なアプローチを取っています。

しかし価格の大幅な調整を受けて、個別ベースでは多くの市場で割安な投資機会が見られ、リスク心理が落ち着けば、エマージング資産は上昇する可能性があると考えています。先進国市場にかなり先駆けて利上げを開始していたことから、インフレ率はすでに低下に向かっています。しかし、経済のダイナミクスや政策ミックスの違いから、勝者と敗者の命運がはっきりと分かれる市場であると考えています。単純化すれば、エネルギーと食品の輸出国は輸入国に対して良好なパフォーマンスの続く可能性が高く、市場の反転と共に発行体ごとのパフォーマンス差はますます拡大するとみています。

サッカーに例えると、2022年の市場には前半と後半のゲームがあるように思います。前半の45分間を終え、一方的なスコアボードの中で真っ先に考えることは、更なる失点を抑えることであるかもしれませんが。しかしロッキールームでのハーフタイムで、数々の経験をしてきたコーチ陣は、選手たちに前半の出来事をごみ箱に捨てよう、と力を込めるでしょう。後半は、ただ勝利を目指してピッチに戻るという気持ちでいなければなりません。

多くの点から、現状の投資家についても同じことが言えるかもしれません。とは言え、後半のスタートと共に攻撃をすぐに開始することは思慮不足でしょう。短期的には、慎重な姿勢を取り、今年終わりにかけてより確実な時期を狙って足場を築いていくつもりです。市場の下落を受けて、シュートをしてゴールできる投資機会が多くあると考えていますが、同時に規律と忍耐を忘れないことが重要でしょう。オフシーズンであるため、個人的にサッカーを恋しく思い過ぎているのかもしれませんが。

## 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



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management