



## 市場はインフレを嘆き悲しむ

引き続き不透明感というテーマが続きますが、今後再び投資するチャンスは生まれるとみています。

2022年9月16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)



米CPIが予想を上回ったことで、米国債利回りは上昇し、リスク資産は反落しました。コア指数（前年比）が先月の+5.9%から+6.3%に上昇したことを受けて、米連邦準備制度理事会（FRB）がタカ派姿勢を強めるとの圧力が高まり、今後3会合で合計200bpsの利上げが織り込まれています。

この利上げ見通しでは、2023年初めに政策金利は4.25%まで引き上げられることとなり、長期中立金利が3%以下と言われているなかで、政策金利はかなり「引き締まった」水準となります。これによる影響は、経済成長の鈍化とインフレ圧力の抑制でしょう。そのため、今後の利上げの道筋を踏まえると、2023年は緩やかなリセッションとなることがベースケースとなったことを意味するかもしれません。

今週の米連邦公開市場委員会（FOMC）では75bpsの利上げが実施され、11月会合でも75bpsの利上げを示唆するタカ派姿勢が示されるとみています。最終的に、インフレの行方が今後のFRBの態度を決定づけ、今のところ経済活動が強いなかではFRBが姿勢を変える必要はほぼないと思われます。

しかし、インフレについては今後改善が見られると見ています。ユーロドル金利先物は4.6%を政策金利のピークとして織り込んでおり、これ以上金利が上昇した場合には、バリュエーションは割安な水準になると考えています。但し、10年債利回りは3.75%という水準を下回っている限りはそれほど興味をそそられません。

ユーロ圏の利回りはこの数日、米国債の動きにつられる形となりました。欧州中央銀行（ECB）会合におけるタカ派姿勢によって、ドイツ国債利回りは6月に見られた最高水準まで再び上昇しました。しかし、ドイツ国債利回りは、来年春には2.5%に達すると織り込まれる政策金利予想に対しては、かなり低い水準を維持しています。

ドイツ国債を担保とする需要の高まりによるスワップ・スプレッドの拡大によって、ドイツ国債は人為的に割高となっています。ECBはこれを緩和するための変更を行いました。市場ではまだ不十分であるとの見方が続いています。

周辺国では、イタリア国債のスプレッドは、リスク資産とユーロ圏利回りにとって厳しい環境となるなかで、比較的安定していました。これまでの所、イタリアの同胞党首であるジョルジャ・メローニ氏は党の意図について、責任ある発言をしているように見受けられます。連立を樹立することがほぼ確実視される、サルビーニ氏が率いる同盟やベルルスコーニ氏率いるフォルツァ・イタリアとは、一線を画していることを明確にしています。

選挙に向けて多くの投資家がイタリア国債に対して弱気な見通しを持つ中で、メローニ氏が期待を上回るハードルは比較的低いかもしれません。これは、イタリアのクレジット・ファンダメンタルズは非常に厳しい状況にあると見られるなかでも、選挙によってスプレッドが縮小する可能性があることを意味しているでしょう。

そのため、今のところはリスクはフラットとしており、スプレッドの縮小が見られた際にはショートをし、10年債スプレッドが300bpsに近づいた場合にはロングとすることを検討しています。

英国では金融市場以外のことに目が向けられていました。しかし、堅調な労働関連の市場は、英国ではその他の国と比較して、インフレが恒久的な事象となる警告を発しているかもしれません。しかし、イングランド銀行（BoE）は次回会合で50bpsの利上げを実施するとみています。市場では、FRBの道筋をなぞる形で、今後3会合で合計200bpsの利上げが実施されることが織り込まれています。

しかし、ベイリー総裁及びその他の政策メンバーは、よりハト派なバイアスを持っており、これまでの金融引き締めと経済成長の鈍化を踏まえると、市場が織り込む程に急いで利上げを行う必要はないと考えているとみています。そのため、中期的に英国金利は上昇余地があると見ているものの、2022年限月のSONIA先物は割安な水準にあると考えています。

その他では、ウクライナでの動きへの注目が高まっています。ハルキウ州でのウクライナの攻勢は、ロシア軍にとってプライドが傷つく敗北でしょう。これによって、モスクワのコメンテーターも、この戦争で勝利を収めることが出来るのかどうかかわからない、という声をあげました。この結果、停戦へ急速に進む可能性がある一方で、同等にプーチン大統領が、ウクライナにおける大志が頓挫したと受け止められ、自身の立場が危機的状況にあると判断した場合には、さらに戦争を加速させるかもしれません。

国家総動員や核使用は、極端なリスクであると考えられますが、この数日間の動きで、予想可能な膠着状態から予見がさらに難しい状況に変化したと言えるかもしれません。最終的に、現時点においてはプーチン大統領やその側近に今後の行方は左右されるでしょう。しかし、この戦争に対するネガティブなセンチメントを考えると、突然の停戦によって投資環境は大きく変わる可能性があります。

米CPIの上昇によって、米ドルはユーロ及びエマージング通貨に対して最高値を更新しました。

一方で、日本円は政策介入の可能性によって下支えられました。直接的な通貨介入は、日銀による政策変更が伴わない限りは、一時的な効果以上のものを発揮しないと考えています。これまでのところ、日銀はこれを検討していることすら、ほぼ示していません。しかし、これまでもお伝えしている通り、通貨ペッグや利回りのコントロールを維持していることから、政策変更は事前予告なしに、不意に実施されなければなりません。

今週発表される日本のCPIは上昇すると見ており、木曜日にも日銀は政策の調整を行うかもしれません。もし行わなかった場合には、日本円は米ドルに対して150円さらには160円を超えて下落する可能性さえも見ています。こうしたことから、イールドカーブ・コントロール（YCC）を維持する

ことによる恩恵よりも、コストの負荷のほうが重くなっていると言えるでしょう。

クレジット市場は、株式市場が下落し、ボラティリティ指標が上昇する中で、圧力下に置かれました。投資家の信頼感は揺るぎやすい状況となっています。欧州のスプレッドは穏やかなリセッションを織り込んでいますが、ガスの配給制を回避するためのエネルギーの消費抑制が失敗に終わった場合、見通しはさらに悪化する可能性があります。

一方、米国では、ハイ・イールド債の利回りが8%を超えるなど、絶対利回り水準の魅力から需要が一部に見られています。しかし、経済がリセッションに陥った場合、デフォルト見通しは高まることから、リスク・プレミアムは高い状態が続くでしょう。エマージング市場もその他の市場を追隨する形となりましたが、食品及び商品の輸入国と輸出国の差別化は広まるとみえています。

## 今後の見通し

今後も引き続き不透明感というテーマが続くとみえています。CPIは低下基調にあり、米政策金利のピークは手の届くところにあることを示す、良好なインフレ指標が見られれば、金利やスプレッドにより前向きな見通しを持つことが出来ましたが、今のところ、これは現実とはなりません。そのため、静かにしておくことが賢明だと考えています。

インフレに関するより前向きなニュースが見られる日は近いと考えていますが、リスクを抑え、価格が大幅にオーバーシュートした際にロング（またはショート）でのエクスポージャーを積み増す方針です。

市場はインフレを嘆き悲しんでいる状態ですが、今後再び投資するチャンスは生まれるとみえています。暗い話題が多いですが、サッカーについて言えば、チャールズ新国王となってからプレミアリーグでトッテナムが最初に負けたチームとして話題になりました。とはいえ、新国王はバーンリー・ファンであるようなので、そのことで落ち込んでいっしょやんということはなさそうです。

## 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



RBC BlueBay  
Asset Management