



RBC BlueBay  
Asset Management



## 最高指導者

習近平総書記のリーダーシップは、今後数年間に亘り世界の情勢に影響を与えると考えています。とりあえず、2022年が静かに終わることを願いましょう。

2022年10月28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、米連邦準備制度理事会（FRB）の政策の転換点が近づいているとの期待感から、米国債利回りが低下しました。市場では、米連邦公開市場委員会（FOMC）が12月に金融引き締めペースを緩め、2023年1-3月期に利上げを休止するとの見方もあります。今週予定されているFOMC会合では、4会合連続となる75bpsの利上げが実施され、政策金利の誘導目標が4%に引き上げられるとみられています。

政策金利が、パウエルFRB議長らFRB高官が中立金利とみている水準を上回る中、金融引き締めペースが早期に減速することに対する期待が高まることは不思議ではありません。住宅市場のような金利に敏感なセクターは既に減速しているようです。しかし現時点では、コア・インフレ率が依然として高止まりし、失業率が低位に留まる中、経済指標が伴わない限りは、FOMCがハト派スタンスを採用する可能性は低いように思えます。

インフレ率がこれほど高いときに、FRBは早期の利上げ停止というリスクを取らないとみられます。雇用及びインフレ統計は遅行しやすいことを踏まえれば、FRBがハト派に転じると期待している市場参加者は今週のFOMCに落胆する可能性があり、そのようなハト派の結論を織り込むには、目先一ヶ月間の経済指標に転換の兆しが見られることが重要になりそうです。

このような状況を踏まえれば、ポートフォリオの金利デュレーションを延ばす方向で検討したいものの、現時点においては、概ねフラットのポジションを維持することが賢明であると判断しています。今週のFOMC後に利回りが上昇すれば、より魅力的な水準で金利デュレーションのロング・ポジションを積

む好機になる可能性があるともっています。

今週の欧州中央銀行（ECB）会合では、75bpsの利上げによって預金金利が1.5%に引き上げられましたが、特段サプライズはありませんでした。ユーロ圏経済の減速にも関わらず、ますます課題となっているインフレ率の高止まりを背景に、ECBはこの先数ヶ月間で100bpsの追加利上げを実施する可能性があります。インフレのピークは早くても2023年1-3月期後半になりそうで、ECBは、仮にFRBが利上げを停止し、ユーロ圏経済がリセッション入りした後でも、利上げを継続する必要に迫られるかもしれません。

そんな中、条件付き長期リファイナンス・オペ（TLTRO）の条件を変更する計画は、同ファシリティアにおける早期返済を促すとみられ、過剰な準備金を削減するとともに、担保不足を和らげることに繋がるとみられます。このことは、ここ最近、金融政策の伝達に関連して話題となっていた、スワップ・スプレッドの縮小に追い風となる可能性があるでしょう。

先週は、日銀の政策決定会合にも市場の注目が集まりました。日本のインフレ率は上昇を続けており、先週金曜日に発表された東京の消費者物価指数（CPI）は前年比で+3.5%となり、コアCPIは日銀がターゲットとする+2.0%を上回り、上昇基調にあります。世界的なインフレ圧力と円安傾向が物価を押し上げていますが、インフレが日本でより深刻な課題となる中で、投入コストの上昇を吸収してきた事業者が、突如として価格を消費者に転嫁したいと考えることも予想されます。

日銀のイールド・カーブ・コントロール（YCC）政策の妥当性は保証されず、黒田総裁はそう遠くない将来にこの政策を終わらせるとみえています。政策の枝分かれによって円は割安な水準まで下落しており、米国が引き続き政策を引き締める中、日本の政策転換なしでは、円に対する下押し圧力が早期に和らぐ可能性は低いとの警戒感が高まると予想されます。これらを踏まえ、日銀による政策変更を予想し、日本国債に関しては構造的なショート・ポジションを維持しています。また直近では、小幅な円のロング・ポジションを構築しました。長期的な円のフェア・バリュースはおそらく1米ドル150円よりも125円に近いであろうとの見方がその背景にあります。

主要国中央銀行が相次いで会合を開く中、今週はイングランド銀行（英中央銀行、BoE）の動向にも注目が集まります。先週は、リシ・スナク氏が新首相に就任したことによって、英国資産に付帯されたリスク・プレミアムが剥落する傾向が続きました。スナク氏は財政の持続性を取り戻すことに注力するとみられており、その過程において、英国債利回りの低下は、財政規律を保つために必要となるかも知れぬ増税や歳出削減の幅を抑制することにつながるかもしれません。

引き続き、BoEはこの先数ヶ月間で、市場に織り込まれているよりも小さい幅の利上げを実施するに留めるとみえています。11月の金融政策委員会（MPC）を前に、英国経済は6週間前の前回会合時と比較して大幅に悪化した状態にあると言えるでしょう。

こうした状況を踏まえ、BoEは9月同様に50bpsの利上げに留めるべきであると言えるかもしれません。最終的に、英国経済は国内の住宅ローン市場の特性によって、短期金利の動向により敏感です。

したがって、ハト派サプライズの可能性を予想し、（英国債のショート・ポジションを2週間前に解消して以降も）英短期金利のロング・ポジションを維持しています。また、ユーロに対する英ポンドのショート・ポジションも維持しています。双子の赤字やリセッションの長期化、高インフレの長期化を背景に、英国のファンダメンタルズは極めて厳しい状況に直面しています。その意味で、（もしあったとしても）スナク氏の「ハネムーン相場」は極めて短期間に留まるとみえています。

先週は、リスク資産のパフォーマンスが全般的に改善しました。株価は、FRBの政策転換や、相対的に堅固な企業業績などに支えられ、上昇しました。しかし、企業が力強い需要を報告していることは、FRBが早期にハト派に転じるとの期待に水を差す要因になるかもしれません。

一方で、株価及びクレジット債の良好なパフォーマンスが一因となり、金融環境指数は月初来で最も緩和した水準まで低下しました。これは、今週のFRB会合に近づく中で、市場の脆弱性につながる可能性があることを示唆していると考えています。

しかし一方で、最終投資家のニーズという意味では、クレジット債のバリュエーションが、資金を投資に充てたい水準に達していることが明確になりはじめています。債券市場の過剰なボラティリティの高まりはその妨げとなり、流動性の低下とマクロ経済の不確実性が相まって、ボラティリティは当面に亘って高止まりする可能性はあるでしょう。

しかし、とりわけ英国のLDI関連の売却による混乱が収まる中、今後数ヶ月で市場は落ち着く可能性があるので。これを踏まえ、一部の社債及び国債には引き続き割安感があるとみており、上昇局面でポジションを売却するよりも、下落局面でポジションを積み増すことをより積極的に検討していく方針です。

## 今後の見通し

11月を迎えようとする中、今年もラスト・スパートに入ったように思えます。今年は、多くの戦略で投資家にとって異例の厳しい投資環境となりましたが、事態が収束すれば、来年以降を見据えて確信を持ってリスクを積み増すことが出来る環境が訪れるとみています。

しかし、インフレが転換点を迎え、金利がピークをつけたとの確証を得るための指標を待っている状態で、年末の市場ラリーがあったとしても、その前にあと数回の変動局面を乗り越える必要があるかも知れません。

そんな中、先週の中国共産党大会では習近平総書記が3期目を決め、党内の地位を確たるものとししました。周囲を自らの側近で固め、今や習氏は半世紀以上に毛沢東氏が享受した立ち位置を確保したことになります。国民を支配したいという欲望が日増しに強くなることで、中国はこの先も内向きとなり、西側諸国から距離を置くことになると感じます。

ゆくゆくは、台湾を巡る衝突がより懸念視される状況になり兼ねません。また、中国の将来は、経済成長の鈍化や、豊かになる以前に高齢化という課題に直面することになる可能性があるともています。したがって、地政学的な進展はこの先数年間の世界の環境に大きな影響を与えるものとなるでしょう。これが2022年に我々が対処すべき新たな課題とならないことを祈るばかりです。今年は「何もかもを、どこにいても、全て同時に（“Everything, Everywhere, All at Once”；複数の世界が並行して存在するマルチバースをテーマに、全米でヒットしている映画）」体験したような年でしたから。

## 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