



RBC BlueBay  
Asset Management



## カニエ・ウエストのような人気？

人気を失いつつあるのは、あのラップ・スターだけではないようです...

2022年11月4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)



先週は、米連邦公開市場委員会（FOMC）を受けて米国債利回りが上昇しました。パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の発言が、ハト派化への動きに対する市場の期待を打ち消す格好となりました。労働市場関連の指標は引き続き概ね底堅く、米経済の減速の兆しは広範に確認され始めているものの、インフレは高止まりしており、力強い求人が賃金を押し上げるというリスクも加わっています。

その意味で、先週金曜日に発表された米雇用統計には市場の注目が集まりました。その参考として、米労働市場がバランスの取れた状態となり、失業率も落ち着くためには、雇用者数は月平均70,000人のペースで増加する必要があります。FOMCが12月に利上げペースを75bpsから50bpsに減速させるためには、雇用者数の増加が3カ月平均で150,000人を下回ることを確認したいであろうとみっていますが、現状はその2倍の水準となっています。

金利敏感セクターでは既に冷え込みが始まっており、先週の米ISM景況指数でも商品の価格圧力が緩和され始めている兆しが示されました。また、家賃の上昇がピークを付けたと見られるとともに、医療費のインフレにも低下の兆しが見られることが、今後数か月間のインフレ統計に反映されていくと見られ、サービス価格のインフレも落ち着く可能性があります。とはいえながらも、コア・インフレ率は今サイクルにおけるピーク近辺で高止まりしており、期待インフレ率が上昇し始めれば、賃金圧力も二次的なインフレ効果をもたらすリスクがあります。

したがって、FRBが自ら早すぎるタイミングで利上げサイクルを終わらせ、再びインフレ上昇を招くりスクを取るよりも、むしろ政策金利を高い水準に、より長きに亘って維持するつもりであることは極めて理にかなっているように思えます。結果として、FOMCは来年1-3月期の終わりまで、雇用及び物価圧力が落ち着き始めたことが指標で確認されるまでは、5%超の水準まで利上げを続けると予想しており、現時点で政策金利の到達点を正確に予想することは困難になっています。

このような環境は、リスク資産にとっては厳しいものと言えるでしょう。株式市場では押し目買いの心理が引き続き潜在し、過去数か月間で見れば、2023年の金利見通しが押し上げられ、経済成長見通しや業績見通しが悪化する中でも、株価がレンジ内に留まる一因となっていたとみられます。

したがって、堅固なリスク心理は金融環境の支えとなってきましたが、FRBが6%の水準まで利上げを行うとの警戒感につながるような、市場の落胆を誘う経済指標の発表があれば、リスク資産が急激に調整しても不思議ではないでしょう。一方で、経済指標の悪化は明らかにFRBによる政策転換への期待感につながりますが、現時点では、労働市場及び物価上昇の減速を期待する人たちが、その証明責任を相当担っているように思われます。

大西洋の反対側の英国でも、イングランド銀行（中央銀行、BoE）が75bpsの利上げを実施し、政策金利は3.0%となりました。FRBが需要過多の経済に対応している状態の米国とは対照的に、英国は何とも厳しい状況にあり、インフレや金利見通しにも依りますが、BoEは目先5四半期もしくはそれ以上に亘ってリセッションを予想しています。

このような弱い成長見通しによって、バイラー総裁は市場が織り込むほどの利上げは実施出来なくなるとみていましたが、短期のSONIA金利が低下した時点で同金利のロング・ポジションについては一旦利益を実現しました。ただし、英国経済が他の経済と比較して苦戦する中、英ポンドは中期的に他通貨をアンダーパフォームするとみており、英ポンドのアンダーウェイトについては維持しています。

スナク英首相は今月末に比較的抑制的な予算案を発表するとみられており、このことは英国債利回りの安定につながる可能性があるでしょう。しかし、英国の状況が、今や低成長、高インフレ、増税によって特徴づけられる点は特筆すべきで、スタグフレーション下においては喜びを感じられることは多くありません。最終的には、英国自らが何とかするとみています。

しかし、状況が改善する前に、おそらく事態は更に悪化する可能性の方が高いとみています。他の欧州の国でも見受けられるように、英国国民も怠惰で権利の主張ばかりをするようになったと見えるかもしれません。気候変動のような課題においてリーダーシップを発揮したいとの欲望や、他国民よりも道義をわきまえているという優越感も持っています。しかし、英国の政治家と英国社会全体が下してきた一連の決断によって、将来が崩壊に至ってしまったこと、そして変化が必要であることは、より明確になってきています。

英国の問題はブレグジットによって増幅された部分がありますが、それ以外では大陸欧州の国々も概ね共通した問題を抱えていると言えるでしょう。幸運にも、過去数週間の比較的穏やかな気候はガス価格の高騰を防いでいますが、より広範を見渡せば、欧州の直近の消費者物価指数（CPI）は懸念に拍車を掛けたと言っているでしょう。

欧州中央銀行（ECB）もインフレが加速する環境下で政策転換が困難になり、インフレのオーバーシュートが続く中、期待インフレ率の上昇リスクが懸念され始めています。財政支援はEUの成長減速をある程度食い止める役割を果たすかもしれませんが、EU内でより幅広い合意が見られない限り、（イタリアのような）最も政策緩和が必要な国が、英国のような立ち位置に置かれてしまうリスクがあると言えるでしょう。つまり、財政的な余地がそれほどなく、金融市場の動きに翻弄される可能性があるということです。

全体としては、金利の方向性を持ったリスクを閉じ、市場がオーバーシュートしたと見られた場合に再びポジションを取る方針に満足しています。その唯一の例外が日本であり、足元では日本国債のショート・ポジションを維持しています。政策が矛盾している中、日銀にYCC終了を迫る圧力は高まっていくとみています。

黒田総裁の発言にも関わらず、日銀による過剰な金融緩和はここ最近の円安の唯一の要因であり、日本の政策担当者は、他の中央銀行がインフレ圧力の高まりを、結果として容認してしまったことをいかに悔やんでいるかを直視し、その声に耳を傾けるべきでしょう。

その意味で、「インフレが一時的である」との日銀の表現は、もはやかなり時代遅れであるように思えますが、黒田総裁には、軌道修正をして、他の中央銀行が犯したミスを回避するチャンスがあります。さもなくば、日本のインフレは高まる一方でしょう。これまでコスト上昇を吸収してきた事業者は価格転嫁を始め、過去20年や30年で大きく動かなかった価格が突然上昇を始める可能性があります。政策転換を予想して日本国債のショート・ポジションを維持することは理にかなっていると考えていますが、仮に政策転換の局面が訪れた場合には、円に強気なポジションを取ることでより大きな収益が得られる可能性もあるとみています。

その他の市場を見渡すと、10月は社債市場にとって比較的良好な1か月となりました。魅力的なバリュエーションを踏まえ、投資家が資金を投資に充てたとみられます。ただしスプレッドが縮小する中では、むしろCDSを通じたヘッジ・ポジションを積み増すことを検討しました。短期的には、市場に追い風とならない経済指標によって、ハト派な金融政策への転換期待が裏切られ、リスク資産の苦戦につながる可能性があるかとみているためです。

エマージング市場では、先週行われた大統領選挙においてルラ氏が当選したことを踏まえ、ブラジル資産に対してより前向きにみえています。ブラジルの投資家は、政治からファンダメンタルズへと再び注目を移すとみえています。ブラジルではインフレが低下しつつあり、この先数四半期で利下げへの道が開かれる可能性もあります。為替市場では、タカ派寄りのFRBを踏まえ、米ドル高基調となりました。引き続き、中国人民元に対する米ドルのロング・ポジションに着目しています。その他では、スイス・フランや英ポンド、ポーランド・ズロチなどの通貨に対して、ノルウェー・クローネやハンガリー・フォリントなどの通貨を前向きにみえています。

## 今後の見通し

この先は、辛抱強さが必要とされる市場環境であるとみています。今年は目を覆いたくなるような恐ろしいベータ・リターンとなっていることから、FRBによる政策転換や年末に掛けてのリスク資産のラリーを追いかけるといった欲望にかられそうになります。投資家も手持ち資金を比較的多く持ち、センチメントも弱い中、ポジティブ・サプライズをもたらすことにそれほど多くは必要ないようにも思えます。ただし希望を持つことのみでは、投資戦略にはなりません。

したがって、目先は経済指標を注意深くモニタリングし、より多くの材料を得た上で、リスクを積み増すかどうかを判断したいと考えています。辛抱強さは常にリスク・テイカーに必要とされる性分ですが、ボラティルな市場が続く中では、より確固とした見方を持つまでに、それほど長く待つ必要はないかもしれません。このような環境下では、手元に資金を持つことこそが重要な資源となり得ます。投資機会が訪れそうな機運は高まってきましたが、成功を収めるためにはタイミングが全てです。

英国が過去100年近くで最悪のリセッションに直面しているとの見出しに、コメンテーターが食いついている中、中央銀行の担当者が人気コンテストで好成績を収めることは想定しづらい状況です。インフレとの闘いには勝利しなくてはなりませんが、日増しにその痛みは大きくなっていくでしょう。実際に、景気が減速していく中で、パウエル氏やバイー氏、ラガルド氏らへの愛も冷めてしまう可能性があるでしょう。まるで（人種差別的言動を繰り返していた）カニエ・ウエストのように、急速に人気を失ってしまうのでしょうか…。

## 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