



RBC BlueBay  
Asset Management



## サッカーが始まれば愛が憎しみに勝つ？

激動の1年が終わりを迎えようとする中、ワールド・カップが愛と希望で溢れることを願っています。

2022年11月18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)



金融市場では先週も債券利回りの低下基調が続きました。前週に発表された米消費者物価指数（CPI）の軟化を背景としたインフレ低下への期待感が、債券市場の支えとなっています。市場は、堅調な小売売上高を特段材料視せず、むしろ生産者物価指数（PPI）の圧力緩和が、消費者物価の比較的早いタイミングでの低下につながる可能性がある点にフォーカスすることを選んだようです。

しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを早期に停止するとの結論に飛び付くことは、やや時期尚早かもしれません。先週、金融環境指数は目立って低下し、今年6月中旬の水準に近づいてきました。一方で、労働市場は底堅さを維持しており、この先仮に成長が冷え込み、住宅などの金利敏感セクターが減速し、停止する中でも、賃金圧力は加速するリスクがあります。ハイテク・セクターの人員削減や建設見通しが弱含んでいることは、目先数ヶ月間の労働市場の緩和を示唆しているかも知れませんが、直近のJOLTs調査に基づけば、求人件数は依然として高い水準に留まっています。

米短期金利がまだピークを付けていないと見られる中、短期的には米国債利回りがさらに大幅に低下することは困難になるであろうと考えています。しかし、一部の投資家は債券の保有を減らしていたことから、ここ最近の債券利回りの低下がさらに続けば、幾らか痛手になるとみられます。現物社債は旺盛な需要を集めており、感謝祭休暇を前に新規発行が減少していく中で、需給面が市場の支えとなる可能性もあるでしょう。

そんな中、2023年を見据え、長期的な見方を持った投資家が、12ヶ月間後にはインフレが低下し、FRBが利下げを検討するとともに、ウクライナにおける戦争も終結に向かう状況になっているであろう、と考えたとしても不思議ではないでしょう。そのような点を踏まえると、もし長期金利がピークを付けたと結論づけるのであれば、投資適格債を保有することは魅力的な選択肢であるかも知れません。

欧州の見通しは引き続き、どんよりとしたものとなっています。冴えない成長見通しに加え、インフレ指標も来年春頃まで頭打ちしないと見られます。このような状況を踏まえ、欧州中央銀行（ECB）はタカ派寄りの言動を続けるとみており、政策金利は来年1-3月期までに2.5%に達するとみています。この時までには、米国の利上げが終わり、ECBも金利を据え置く余地が出てくることを当局は望んでいるのかもしれませんが。

しかしそれまでは、仮にリセッション圧力が高まり続けたとしても、ラガルド総裁は金融政策の引き締めを続けることを余儀なくされるとみられます。ユーロ圏の実質成長率は1年間で見ると緩やかに減速していますが、ここ最近の比較的温かい冬が一転し、厳しい冬となれば、成長は急速に落ち込むリスクがあるとみています。そのようなシナリオでは、エネルギー企業やその関連企業が天然ガスの供給を制限する必要があるかどうか、全ての注目が集まることになるでしょう。

より前向きな話題としては、過去1ヶ月間で欧州ソブリン債のスプレッドやスワップ・スプレッドが縮小基調となったことは興味深い展開でした。ドイツ国債の担保不足緩和を促すためのECBの動きが、相対面でのドイツ国債の割高さを緩和したことも、その一因になったとみられます。

しかし、イタリアで誕生した「イタリアの同胞」率いる新政権による、総選挙後の言動も市場に好感されています。その結果、イタリア10年国債のドイツ国債に対するスプレッドは、弱気派がショート・ポジションのカバーを余儀なくされたことで、200bpsを下回っています。ただし中期的に見れば、経済が長きに亘って後退が続いた場合、イタリアは2021年に表面化した政治的な分裂リスクの再燃に脆弱であるとみています。

英国では、ハント財務相が中期財政計画を発表し、前任のクワテング氏による「ミニ予算」と比べると、幸いなことに市場からの反応は穏やかなものとなりました。ここ2ヶ月間で、英国は財政浪費から緊縮財政へと大きく振れ、物価や金利の上昇とともに増税もされることから、英国の経済見通しは引き続きどんよりとしています。

先週発表されたインフレ指標も高水準であったことが市場の落胆を誘い、賃金圧力が高まっている証拠が見られたことも、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）の懸念材料となったことでしょう。しかし、住宅市場の急落や金融と経済の崩壊を回避したいのであれば、BoEは政策金利を4%未満に留めて、インフレのオーバーシュートを容認する必要があるだろうと当社は考えています。

この点から、英ポンドの下落とイールドカーブのスティープ化が進むと予想しています。その意味で、英10年国債利回り対ドイツ10年国債利回りの差が115bps近辺まで縮小し、過去12ヶ月間の平均を下回ってきている点は興味深いと考えています。したがって、比較的早いタイミングで再び英国債のショート・ポジションに投資妙味が出てくるかもしれません。

また先週は、中国の政策緩和や経済再開に対する市場の期待も高まりました。ただしブルーベイでは、中国におけるいかなる経済再開も一筋縄ではいかないと分析しています。実際に新型コロナの感染者数は再び急増傾向にあり、国民は新型コロナに罹患する真の恐怖を教え込まれているためです。

つまり中国の例は、他の経済が再開した例とは対照的となる可能性があり、中国が完全に「正常化」までの道のりを辿るまでには、依然として時間が掛かるかもしれません。さらに、中国共産党が人口の多い都市を過剰に管理することに満足しており、すぐにはこうした方針をやめないであろうとの見方も追い風にはなりません。

これは、習近平氏とその側近が権力の集中化を進める中、中国の長期の成長見通しにとっても痛手となり兼ねません。そんな中、不動産セクターが崩壊の危機にあり、そのことが地方自治体の財政に重石となっているため、緩和措置は歓迎されるとみられますが、いずれにせよ経済をより力強い道筋に乗せるというよりは、経済の止血をするためのものという可能性が高いでしょう。

為替市場では、FRBの政策転換に対する期待感が続く中、米ドルの下落基調が続きました。数週間前に、絶え間なき米ドル高の期間には終わりが来た可能性を指摘しましたが、継続的な米ドル安期の到来を告げることは難しいと考えています。2022年の米ドルの動きの大半は、ファンダメンタルズ面から正当化され得るものであったと考えているためです。この1年では交易条件の大幅な転換が見られ、エネルギー輸出国として米国はその恩恵を受けました。

一方、欧州が食料とエネルギーの両方を輸入に頼っていることを踏まえると、年末の時点で年初よりもユーロが大きく下落した水準にあることには、一理あると言えるでしょう。金利差や成長ペースの差、欧州のすぐそばでは戦争が行われていることなど、その他要因も踏まえれば尚更です。

ウクライナ紛争に関しては、ウクライナの市民に対するロシア政府の相次ぐミサイル攻撃によって、ロシアが交渉のテーブルに付くとの期待感は短命に留まりました。ブルーベイの分析ではロシアは戦争に負けつつあり、それほど遠くない将来にそれを認めざるを得ないとみえています。とりわけ、米中間選挙において、トランプ氏がホワイトハウスへと戻る期待が痛々しくも低下した今となっては尚更です。とは言いながらも、戦争の終結はまだ数ヶ月先になってしまうかもしれません。

## 今後の見通し

激動の1年が終わりを迎えようとする中、市場では季節的なリスク資産のラリーに対する期待が高まっているようです。しかし、同じ傾向にあった2018年には、結果として12月が極めて困難な1ヶ月となりました。したがって、仮に株式やクレジット債が短期間で上昇し過ぎ、そこに投資家が引き込まれ、資金を投資に回した状況で、経済指標や中央銀行からタカ派寄りのサプライズがあった場合、1年が驚くべき結末を迎える可能性があることを肝に銘じています。

市場ではボラティリティは低下しているものの、流動性に乏しい状況が続いています。また今年1年を通して、市場参加者が同時に売りたい、もしくは買いたい、のどちらかに偏る状況、まるでボートの一方から反対側へと同時に動くレミングのように市場が大きく振れる様子を見てきました。

しかし長期的な目線に立てば資産価格に割安感があり、日増しに米10年国債利回りは10月に付けた4.3%近辺がピークだった可能性があるようにも見えてきました。つまり、米国債はフェア・バリュウ近辺にある可能性があるでしょう。仮に本当に既にピークを付けているとすれば、過去10年で最も寛大な利回り水準となっている長期債に、一部投資家が投資妙味を感じたとしても不思議ではないでしょう。

2022年に直面した幾多の困難を経て、ようやく最悪期は過ぎ去ったと言える局面に差し掛かっていると期待したくなります。地政学的にも、マクロ経済指標の面でも、そして金融政策関連でも、この先は落ち着いた状況となり、普段のイベントに集中することが出来る状況が訪れることを祈るばかりです。

それに関して言えば、快晴のカタールでいよいよサッカーのワールドカップがキックオフします。同イベントに先駆けて、人権問題などを巡って非難を浴びることもありましたが、最終的には愛が憎しみに勝利する大会になることを願ってやみません。結局のところ、聖書の時代から常に、虹はより良い未来のための愛と希望の象徴であり続けてきました。カタールにおいて、現在の多様性や自由の象徴でもあるその虹が、何者かによって奪われることのないよう祈りましょう。

## 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