



RBC BlueBay
Asset Management



夢を追う

先週は、サッカーの世界カップが注目を集めました。

2022年11月25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、米国の感謝祭の祝日やサッカー・ワールドカップの開幕に伴い、市場取引が比較的静かな一週間となりました。そんな中、12月に利上げサイクルが減速するとの見方を裏付ける、比較的穏やかな内容の米連邦公開市場委員会（FOMC）議事録が投資家心理の追い風となりました。

VIX指数で見た市場ボラティリティは、10月以降低下基調にあり、足元では過去5年間の平均水準に戻っています。また、VVIX指数（VIX指数の変動指数）は7年振りの水準に低下しており、VIX指数の低下がさらに進む可能性があることを示唆しています。他の条件を考慮しなければ、このことがリスク資産の価格上昇を促す要因になっていると言えそうです。

市場は、インフレとの闘いにおいて勝利を収めるとともに、マクロ経済及び地政学的な不透明感が払拭されつつあると結論づけている、と見ることも出来るでしょう。消費者物価指数（CPI）が軟化し、成長が減速する中、市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）が2023年1-3月期に引き締めサイクルを終了する、との見方への確信が強まっているとみられます。

しかしブルーベイでは、市場がハト派寄りを見方を過度に織り込んでいる可能性があるとして慎重にみており、75bpsの利上げを決定した前回のFRB会合の時点と比較して、金融環境が大幅に緩和している中、年末に掛けては、市場がFOMCの結果にやや失望するリスクもあるとみています。

統計学的に言えば、JOLTS調査の求人件数によっても示された労働のペントアップ需要を踏まえ、今週発表が予定されている米雇用統計が力強い内容になったとしても、それほど不思議ではないと言えます。例えばテクノロジーなどのセクターでは従業員の解雇が増加しているとみられ、労働市場が冷え込み始めていることは明確であるようですが、雇用統計においてそれが現れるのは数ヶ月後になるとみられます。

一方で、前回のインフレ統計発表以降、市場ではインフレ傾向の改善を予想する向きが強まっているようです。しかし、11月の米CPIの発表は、12月中旬の今年最後のFOMCのわずか2日前に予定されており、仮に同指標が予想を上振れした場合には、年末までに市場変動性が再び高まる可能性もあると言えるでしょう。

そのような年末に掛けてのやや慎重な見方とは裏腹に、我々が話す市場参加者の多くは、2023年に掛けての債券リターンの見通しに比較的自信を示しているように見受けられます。米国のキャッシュ金利が4.5%近辺にあれば、米ドルのヘッジ・ベースで見た投資適格債のリターンは7-8%となる可能性があり、ハイ・イールド債に至っては、デフォルト率が上昇する中で損失を回避出来れば、2桁のリターンを提供する余地があるとみています。

とは言いながらも、市場は直線的には動かず、過去数年間で投資家全体として代償とともに学んで来た通り、この先、12ヶ月先の見通しに基づき投資戦略を立てることは難しいと言えます。実際に12週間先の見通しですら立てづらい状況もありました。従って、より非対称的なリターン特性を提供する投資機会の発掘に努め、下落局面では買い、上昇局面では売るといった姿勢を維持することが賢明であると判断しています。

先週の市場において、見通しをやや前向きに転換させた市場は、中国の金利市場です。中国国内で不動産価格が30%下落している中、北京は政策緩和を継続する必要があると考えています。中国ではインフレが落ち着き始め、経済状況が弱含んでいます。

さらに、新型コロナ関連の規制を撤廃するための試みは、新規感染者数の拡大やロックダウンの再導入につながっており、他の先進国における事例と比較して、新型コロナから脱却する中国経済の道のりは、停止と再起動を繰り返す性質を持つと予想しています。仮にそうであれば、5年債利回りが2.7%近辺で、中国金利はレンジ内の動きに留まる可能性はあります。しかし、この水準から上昇するよりも低下する可能性の方が、はるかに大きいと考えています。

対照的に、例えば日本のような市場では、利回りが低下する余地が極めて低い一方で、日銀がひとたびイールド・カーブ・コントロール（YCC）の終了を決定すれば、利回りが大きく上昇する余地があります。

その意味で、先週発表された東京のコア・インフレ率が3.6%上昇したことを興味深く受け止めました。日本では、物価が過去40年で最も速いペースで加速しているものの、政策当局者はインフレ・リスクの高まりに引き続き目を瞑っているように思えます。生産者物価の上昇を背景に、過去数十年で変動が見られなかった価格が引き上げられており、足元の円安基調がこれに拍車を掛けています。

価格がひとたび動き始めれば、その勢いは増すこととなり、逼迫した労働市場を背景に、来年1-3月期の春闘に向けては力強い賃金上昇に対する要求が強まることも予想されます。結果として、日銀が認識する前にインフレは4%もしくは5%近辺に達する可能性があります。従って、足元ではYCCによるコストがメリットを上回っている状況で、もしも、ではなく、いつ日銀がそのスタンスを修正するように動くかどうかには焦点が当たるとみています。

先週は欧州の金融市場にとって比較的静かな一週間となりました。周辺国のスプレッドは引き続き縮小基調で推移し、イタリア10年国債のドイツ国債に対する上乗せ利回りは200bpsを下回っています。条件付き長期リファイナンス・オペ（TLTRO）の返済やドイツ国債の発行増の見通しを背景に、スワップ・スプレッドは引き続き縮小基調となりました。

一方英国では、この先数ヶ月間の経済見通しはどんよりとしているものの、英10年国債利回りがドイツ国債対比で110bps未満に留まっていることは、英国債券市場において平常が取り戻されていることを示しているようです。為替市場は先週、概ねレンジ内の動きとなりました。

その他では、多くの高利回り市場が堅調なパフォーマンスとなっている中、政治的な要因を背景に、今月はブラジルのアンダーパフォーム傾向が続いています。ただしブルーベイでは、政治的なノイズは材料視せず、インフレ及び政策金利がこの先数ヶ月で低下する可能性があるブラジル資産に対して、前向きな見方を維持しています。

今後の見通し

サッカーのワールドカップが注目を集める中、広範な中東地域を取り巻く環境を改めて興味深く振り返っています。湾岸地域の国であるサウジアラビアやカタールなどは、明らかに原油及びガス価格の上昇による恩恵を多大に受けており、ある意味では手に負えないほどの金額を手に入れているとも考えられます。

カタールでのW杯開催のために必要となった総額は計り知れませんが、そのような金額であっても、サウジアラビアが最近打ち出した「水平な都市」計画や、サウジアラビアで2029年のアジア冬期競技大会を開催するために、砂漠に本格的なアルペン・リゾートを構築するのに必要とされる投資額と比較すれば、小さいものかもしれません。アルペン・リゾートの計画は、ドバイのショッピング・センターに室内スキー場を建設するというアイデアを全く新しい次元へと押し上げるものと言えるかも知れません。

さらに、同地域の国々が、欧州やその他地域の先鋭的なコメンテーターによる道徳的な批判をほとんど気にしていないことが、日増しに明らかになっています。彼らは自らの文化的価値観に対して敬意が払われないことは人種差別と同等であると主張しており、過去の植民地としての歴史を踏まえれば、欧州の国々からの批判に耳を傾ける必要性を感じていないことも幾らか理解出来そうです。

その意味で、残念ながら、気候変動問題を大きく取り上げることに関心がほとんどないことも自然であるように思えます。そのような視点に立てば、先日エジプトで開催されたCOP27は、各国の政策担当者にとって取るに足らないものに過ぎなかったようにも思えます。

また、その他に興味深い点として、中東地域における比較的若い人口動態が挙げられます。ある意味では、中東地域の政策担当者は最初にドバイで試されたものをテンプレートとし、それを複製しているとも言えそうですが、そのドバイでは、権力を持ったエリートが、より良い未来や明るい未来を夢見することを奨励してきました。結果として、中東地域の若者の間では楽観的な姿勢が見て取れ、これは明らかに今日の欧州の若者の間では感じられないものです。

EUの子どもたちは、1つ前の世代と比べて豊かな生活が出来ないことを想定しており、そのような停滞感が結果として労働市場への参加を抑制し、経済のダイナミズムを抑え込んでいるように思えます。カタールやサウジアラビアなどの国は、未来の世代により良い将来の夢を売りつけていると非難されるべきではなく、そのこと自体は褒め称えられるべきであると考えます。

しかし仮に西側諸国がそのような夢を、地球に進歩的、包括的かつ持続可能な結果と矛盾ないようにしたいのであれば、上から目線の威張った態度で端から発言するのではなく、そのような行動を支援し、奨励することで共に育んでいく姿勢を取ることが賢明であるように思います。

サッカーのワールドカップに話を戻せば、先週は非常に見応えのある最初の一週間であったと言えるでしょう。あまり適切ではないかもしれませんが、当初カタールでの開催を巡り汚職疑惑などがあったとは言え、今回のワールドカップは史上最高のワールドカップになり得るかもしれません。

さらに、これまで4年ごとの希望が短命に終わることがほとんどで、長きに亘って日の目を見てこなかったイングランド代表ファンの一人として、今回は夢が途絶える前に言っても差し支えないでしょう。今度こそ、「IT'S COMING HOME! (フットボールが戻ってくる; サッカーの母国であるイングランドが優勝を狙えるときに使う表現)」と。

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