



RBC BlueBay
Asset Management

ウクライナに栄光あれ

先週はロシアによるウクライナ侵攻からちょうど1年となる中、バイデン大統領がサブライズでウクライナの首都キーウを訪問し、同国に対する支援を強く示しました。

2023年2月24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)



コメント要約

- 経済の力強さを示す最近の傾向を受け、グローバル投資家は今後の中央銀行の政策の道筋に頭を悩ませています。
- 経済成長に関して、「ソフト・ランディング」、「ハード・ランディング」、または「ノー・ランディング」となるのかについて多くの疑問が投げかけられています。
- ウクライナやロシア、中国に注目が集まるなか、地政学リスクが再び高まっています。
- 不確実性が高まる環境下においては、市場がその代償として高いリスク・プレミアムを要求するであろうことから、上昇余地は抑制されることになるでしょう。

ここ最近の強い経済指標を受け、市場参加者が中央銀行の政策の道筋を再度見極めようとする中、先週もグローバルに債券利回りが上昇基調となりました。一方、このようなセンチメントの変化は、リスク資産の価格評価に影響を及ぼし始めたようで、株価は下落し、クレジット債のスプレッドは拡大しました。

全体的なことを言えば、経済成長に関して、景気の「ソフト・ランディング」期待から、市場は1月に力強い新年のスタートを切っていました。しかし、良好な内容の経済指標は諸刃の剣となっています。経済見通しの改善は企業業績に追い風で、目先のデフォルト見通しの抑制につながる可能性がある一方で、政策金利が想定よりも長きに亘って高位に維持されなければならない、との見方にも

なることを踏まえ、景気の「ノー・ランディング」観測が、今年後半の「ハード・ランディング」懸念の再燃に急速に至り兼ねないためです。

その意味で、一握りの注目度の高い経済指標が政策動向を主導し、その結果、この先数週間の資産価格の動きに大きな影響をもたらす可能性があるという状況にいると思います。

3月を迎えるにあたり、経済の力強さを示す最近の傾向は続く可能性があるとも見ており、結果として利回りは上昇を続けるように思います。しかし、この数週間での金利見通しの急上昇を踏まえれば、今後の道筋はより不透明であると考えることが妥当で、利回りは上昇と低下のどちらに向かうリスクもあるとみています。

一方、リスク資産市場は、ほんの最近まで織り込まれていたよりも中央銀行が長きに亘ってタカ派姿勢を維持する可能性がある、という見方をなかなか織り込もうとしていないようです。このような点を踏まえ、リスク資産の価格動向については、利回りが上昇した国債価格の動きと比較して、リスクがより下落方向に傾いている可能性があるともみています。

したがって、金利のショート・ポジションに関しては利益を実現する一方、株価の下落に際してのスプレッドの拡大を警戒し、クレジット・リスクのヘッジ・ポジションを積み増すことを選好しています。

今年初めの時点では、クレジット資産に堅調な資金流入が見られているようでした。投資家のポジションが足元では概ねロングであることから、インフレ関連で好材料が現れて、最も可能性の高い道筋としての景気の「ソフト・ランディング」シナリオが復活しない限りは、スプレッドがさらに大幅に縮小する余地は少ないとみています。

一方で、インフレに関する悪材料や、成長の急減速によるリセッション入り懸念は、リスク資産にネガティブな影響をもたらすでしょう。また、成長が力強さを維持するという展開も、中央銀行が想定を上回る利上げを実施しなければならないという結果につながるでしょう。つまり、いずれのシナリオにおいても、それぞれ企業業績の鈍化、もしくは長期割引率の上昇というルートを通じて、株価にとってネガティブな影響をもたらす可能性があるともみています。

さらに、不確実性が高まる環境下においては、市場がその代償として高いリスク・プレミアムを要求するであろうことから、上昇余地はさらに抑制されることになるでしょう。

欧州市場は過去数週間で概ね米国市場の動きにつられる展開となっています。概して言えば、欧州全域で寒さが峠を越そうとしている中、今年は概ね暖冬であったとの安心感があるようです。このことが天然ガス価格の抑制につながり、結果として欧州各地の産業や一般家庭への混乱が抑えられました。また、ガス価格に上限を設けたことによる各国政府の補助金の支出が、今年の冬の気候によって警戒したほどではなかったとして、財政面でも比較的安心感が広がっています。その点、欧州はラッキーであったとも捉えられるでしょう。

しかし現実として、欧州のエネルギー価格は数年前の何倍もの水準にあり、国際的に見れば、エネルギー価格によって欧州の大半の産業がグローバル基準で競争力を失ってしまっています。このような点を踏まえ、欧州各地が深いリセッション入りするとの警戒感につながった課題の多くははまだ解消されておらず、今後の見通しは依然として極めて不透明であると言えるでしょう。

こうした見通しは、英国にも当てはまります。住宅ローン金利の上昇は、米国やEUの多くの国では見られない形で英国経済に本格的に影響を及ぼし始めています。ここ最近の消費関連の指標は想定されていたよりも持ち堪えています、見通しはかなり暗いと考えています。

スナク政権の支持率は低迷しており、今や2024年に労働党が政権を奪還することを誰もが待っているような気がします。結果として、この先に唯一議論になりそうなのは、スターマー氏率いる労働党による政権が、1期のみで留まるのか、もしくは2期続くか、という点だけにあるように思います。

そうは言いながらも、追い詰められたスナク首相によって、与党・保守党は混乱から何とか抜け出そうとするかもしれません。昨年9月の英国債暴落は投資家の記憶から薄れ始めていますが、圧力下に置かれたスナク氏が、昨年のトラス氏及びクワーテング氏による失敗を繰り返すリスクが高まっているようにも思えます。これに関して言えば、労働組合に対する政権の決意も足元で揺らいでお

り、さらに国家の財源がほとんどないという認識も甘いように思えます。

地政学リスクが再び高まっているように見受けられる中、先週初めにはバイデン米大統領がサブライズでウクライナの首都キーウを訪問しました。ロシアによるウクライナ侵攻からちょうど1年となる中、今回の訪問はウクライナに対する同盟国の支援を強く示す出来事でした。

過去数ヶ月間で、西側諸国は、プーチン氏が破れかぶれな侵攻で勝利することを決して許さないという結論を出したようでした。それを踏まえ、米国やその他の国は、ゼレンスキー政権に軍事的及び経済的な追加支援を行ってきました。ロシア側は過去数週間で軍事的な作戦を加速させていましたが、それほどの成果は見られませんでした。しかし、ウクライナ軍がロシア軍をこの春、もしくはこの夏までに追い返すためには、依然として多くが必要なようです。

そんな中、直近のミュンヘン安全保障会議で、中国が外交努力を開始したように見受けられたことを興味深く受け止めました。中国政府は、ウクライナでのロシアの敗北によって、ロシア政府が西側諸国寄りの体制になる道を開くことや、同時に、長引く戦争で欧州が米国に近づくことへの懸念を抱き始めているようです。そのような展開は、地政学的な面から中国にとって痛手となる可能性があるでしょう。

したがって、和平案に向けて中国による後押しが期待出来るものの、ウクライナや米国が交渉に応じる準備がなければ、中国の武器をロシアに提供するという脅しを振りかざす可能性もあるでしょう。とは言え、2022年2月時点の状態に戻るといふ歩み寄りも可能であると見られます。

最終的には、ウクライナがロシア側のさらなる後退を望んだとしても、同盟国からの武器や資金提供が枯渇し始めれば、仲介による停戦合意がなされると予想されます。しかし現段階では、戦争の早期終結は依然としてしばらくは見込めない状況が続いています。ゼレンスキー氏は、2024年の米大統領選が迫る前の今年、行動に出るチャンスがあると認識しているようです。

そんな中、ここ最近ではロシア国内における戦争への支持が高まっているようです。背景には、これまでに払った犠牲という意味での「サンク・コスト（埋没費用）」が上昇を続け、プーチン政権がこれまで以上に異論の抑圧に権力を行使していることがあるようです。

今後の見通し

今後を見据えるにあたり、1月が「ソフト・ランディング」の月、2月が「ノー・ランディング」の月であったことを踏まえて、市場センチメントが不安定な中、3月は再び「ハード・ランディング」に対する市場の懸念が高まる月となっても、それほど不思議ではないように思います。

目先の一週間は経済指標の発表という意味ではやや静かになりそうですが、欧州のインフレ指標には注目が集まりそうです。その後は、中央銀行の政策にどのような意味を持つか、という点から、次の米雇用統計及び消費者物価指数（CPI）の発表に市場の注目が移ることになるでしょう。今のところ、次回3月の会合において欧州中央銀行（ECB）は50bps、米連邦準備制度理事会（FRB）は25bpsの利上げを実施すると予想しています。両中央銀行はその次の会合でもともに25bpsの利上げを行うとみています。

その後の道筋に関しては多くの不確実性が残っています。現時点で確信を持って言えるのは、成長見通しが突然急速に悪化しない限りは、両中央銀行が今年末までに利下げを行う可能性は低いということです。

またこの先は米国政治において、米債務上限の延長を巡り、心配の声や非難の応酬が増えてくると予想しています。直近の米下院議長選出を巡る混乱に見られたように、米共和党は党議員の団結に苦戦する可能性があり、米民主党は今後見込まれる（共和党内の）争いからの政治的なアドバンテージを最大化するために、傍観する立場を取ることを選ぶかも知れません。

しかし最終的には、冷静な判断が下されると考えています。その後の注目は、2024年の大統領選の候補者選びとなるでしょう。デサンティス現フロリダ州知事がトランプ氏を押しつけて候補に選出される可能性があり、仮にそうなった場合には高齢の現大統領にとって、より深刻な脅威となり得るで

しょう。そうだとすれば、米国の祝日「大統領の日」にウクライナを訪問することで、（トランプ氏に「スリーピー（眠そうな）・ジョー」とからかわれた）バイデン氏は、実際にはそれほど「スリーピー」ではなかったことを見事に示したと言えそうです。

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