



RBC BlueBay
Asset Management



Come what May

お日様が出る陽気な季節になりましたが、この先は幾らか不安定な均衡が待ち受けていそうです。

2024年5月3日

著者
マーク・ダウディング
ブルーベイ債券部門
最高投資責任者(CIO)



コメント要約

- FOMCは金融政策を据え置き、利下げにはインフレ指標のさらなる改善が必要な状態です。
- ユーロ圏ではインフレ関連で概ね穏やかな指標が確認され、6月の利下げに向けた期待が強まっています。
- 前週の日銀のハト派寄り姿勢を踏まえ、為替相場では円への圧力が続いています。
- 今後を見据えると、幾らか不安定な均衡が予想されます。

先週は、利回り曲線における短期ゾーン主導で、国債利回りがやや低下する展開となりました。5月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、米金融当局が金融政策の据え置きを強調し、債券市場の価格動向にほとんど影響をもたらすことはありませんでした。

パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、引き続き利下げへの意欲を示したものの、その裏付けとなるインフレ指標が必要な状況です。この先、いずれはそれがより明確になる可能性もありますが、ここ最近発表された消費者物価指数（CPI）や雇用コスト指数（ECI）、個人消費支出（PCE）コア指数などがいずれも市場の落胆を誘っている状況を踏まえれば、より良い内容の指標が少なくとも数ヶ月は確認される必要があるでしょう。

一方、追加利上げの可能性は排除出来ないものの、パウエル氏の発言を踏まえれば、そのような方向へと向かうためのハードルは比較的高いように見受けられます。仮にコアインフレ率が再び4.5%に向かって上昇することがあれば、FRBの考えが試されることになるでしょう。しかし、11月の米大統領選が近づくと、引き上げられた政策金利が意図した効果をもたらすまでには時間を要しているとの認識のもと、好ましくないインフレ関連指標は幾らか見過ごされても不思議ではないでしょう。

とは言いながらも、現時点においては、経済活動に関連した指標よりも、インフレ関連の指標の方が、金融政策や金融市場の方向性を決定づける上でより重要であると考えています。一般的には、引き続き堅調な労働市場が支えとなり、経済活動は概ね健全な方向へ向かっているとみています。

やや弱含んでいる点と言えば、明確なデータは手元にはないものの、決算関連の一部レポートや、当社のセクター担当アナリストが実施した面談などを通じて、一部消費関連セクターで減速の兆しが見られているようですが、これまでのところ、多くの結論を導き出すには依然十分な証拠が揃わない状況です。

一方、力強い面に目を向けるとすれば、この先発表される雇用関連指標が再び強い内容となったとしても、移民や、移民関連動向が指標にもたらす影響が議論され始めている中で、その強さは軽視される可能性があると言えるでしょう。

仮に、金融政策の据え置きが、現時点で米国金利がレンジ内の動きとなることを意味するのであれば、理論上はリスク資産の追い風となりそうです。しかし、5月には例年、市場に何らかの反転がもたらされる傾向があり、「5月に売り逃げる（Sell in May and stay away）」という相場格言は、多くの投資家が考慮すればするほど、それ自体が自己実現的な要素をはらんでいるのでは、とも思えてしまいます。

政策金利が「高く、長く」留まるという現実は、一部の脆弱な借り手に圧力となり始める可能性があり、実際にバנקローンや一部のハイ・イールド市場でイベント・リスクがやや上昇し始める兆しを確認しています。しかし、現時点においてはいずれもシステミックなものではないように見受けられ、投資家はキャリア収入を受け取ることに概ね満足しているようです。リセッション・リスクが遠く、追加利上げの選択肢が再び現実味を帯びない限り、今のところはリスク資産に概ねポジティブな環境が維持される可能性があるでしょう。

ユーロ圏では、先週はメイデーの祝日を挟んだこともあり、比較的静かな一週間となりました。ユーロ圏のインフレ関連で概ね穏やかな指標が確認されたことで、投資家は6月の利下げに向けた期待を強めました。しかし、先週も述べた通り、その（6月の）後どの程度金融緩和が実施出来るかを巡っては、より不透明な状況です。

域内の経済活動はやや上向き傾向にあると見られ、実際に1-3月期のGDPも前期比0.3%増と、2022年半ば以来の堅調な伸びを記録しました。欧州全土で労働市場が引き締まった状態にある中、ECBは賃金圧力に対する警戒を保つことになるでしょう。

したがって、欧州では2024年末までに合計2-3回の利下げを予想することが適切であるとみています。しかしそうは言いながらも、現時点での状況を鑑みれば、ユーロ圏と米国の政策金利が今年中に50bps以上乖離する可能性は低いでしょう。

英国でも、足元で経済指標がやや底堅さを増しており、米国債利回りの上昇とともに、英国でもイングランド銀行（英中央銀行、BoE）の利下げ期待が後退し続けています。英国債利回りは、他の先進国国債に足並みを揃える格好で上昇してきましたが、市場参加者の間では今月発表される4月の英CPIが電力価格の低下を背景に大幅に低下するとの予想が多く、英国債金利に対しても強気なポジションがコンセンサスとなっているようです。

しかし、CPIに関しては一旦低下した後に再び上昇すると予想しているほか、生産性の伸びで見れば英国が欧州大陸を下回っていながらも、賃金インフレは英国が欧州大陸を2%程度上回っていることも特筆すべきと考えています。

先週は、ゴールデンウィーク休暇に突入した日本でも株式及び債券市場が比較的静かな動きとなりました。しかし、想定よりもハト派寄りであった日銀会合を経て円安に拍車がかかったことで、円が対ドルで160円を突破した段階で財務省による為替介入が見られました。

介入の有無は正式には発表されていないものの、公表されたデータに基づけば最大600億米ドル規模の円買いが実施された可能性があります。明らかに、市場の流動性がやや低下した取引時間を狙った、最大の効果がもたらされるであろうタイミングでの介入であったとみられ、日本円は米ドルに対して一時153円台まで急回復しました。

しかし、超緩和的な金融政策が円安の根底にある中で、介入の影響は短命に留まる可能性があるでしょう。これまでも、介入は為替の動きを緩やかにすることは可能でも、方向性を変えるためには日銀の政策修正が必要であるとの見解を述べてきました。

日銀は、まず早急にバランスシート拡大を停止すべきであると考えています。意図的に追加金融緩和を実施することは得策ではなく、量的引き締め（QT）の下でバランスシート縮小を積極的に実施している他の主要中央銀行と相反する動きでもあります。

さらに日銀は、インフレ率が今では2%近辺で安定したことを認め、政策金利がいずれは1.5%の名目中立金利近辺に向かう道筋を描く必要があると考えています。過去数年間、日銀は継続的に日本のインフレ率を過小に見積もってきました。また米国経済の力強さも過小評価し、米利下げによって自らが行動を起こす必要性が低下することを期待してきたと言えるでしょう。

日銀は、これ以上政策で後手に回る（ビハインド・ザ・カーブとなる）前に、そしてその結果として円安にさらなるダメージを与えないためにも、そのような考え方を改める必要があると考えています。

為替介入が終わり、米国経済が底堅さを維持すれば、円は再び米ドルに対して160円台に下落する可能性があり、日銀、そして日本にとってさらに困難な状況をもたらす兼ねません。またグローバル金融市場にとっても、ボラティリティ上昇のきっかけとなる可能性があります。植田総裁は次回6月の日銀会合を待ちたいのかもしれませんが、時間は刻一刻と過ぎていきます。

政策正常化が遅れば遅れるほど、今のところは日本国債利回りを低位に留める要因となり、円安がさらなるインフレのオーバーシュートをもたらす、その後より大幅な利上げが必要となり兼ねません。端的に言えば、植田総裁は、自身の金融政策決定が円の動向を左右していることを理解すべきです。為替動向は自らの責務ではないと捉えているのかも知れませんが、同氏自身が足元の円安の引き金となっており、その支援なしでは、財務省のみに出来ることには限りがあるということを認識すべきでしょう。

今後の見通し

この先を見据えると、幾らか不安定な均衡が感じられます。米欧の政策金利見通しは足元で概ね適切な水準にあるとみており、少なくとも次に注目材料となる今月中旬の米CPIの発表までは、金利は概ねレンジ内の動きとなる可能性があるでしょう。

しかし、政治的及び地政学的リスクがグローバル市場を取り巻いており、この先数ヶ月間では政策金利や金融政策の軌道を巡るマクロ的な不確実性も多く残っています。また、過去半年間を振り返れば、リスク資産市場が悪材料を見過ごし、好材料を探してきたことにもやや不安感を抱きます。

そのような状況が続く可能性も十分にありますが、投資家がAI（人工知能）関連の興奮から冷め、コップの水を「まだ半分ある（half full）」ではなく「半分しか入っていない（half empty）」と、悲観的に見始めるタイミングがいつ訪れてもおかしくないような気もします。

そのようなセンチメントの変化を嗅ぎ取ることは常に難しいと言えます。ただし全般的には、インフレ関連の指標が落ち着き、経済が健全なペースで成長を続けていれば、夏に掛けて市場が上昇を続ける可能性もあると考えています。

一方で、インフレ指標が幾らか予想を上振れた場合には、より大幅な反転のきっかけとなる可能性があり、そのタイミングが景気減速の何らかの兆候と重なった場合には、より問題となる可能性があるでしょう。目先では、次の米CPIの発表を興味深く見守っていきます。

ただし、足元ではより良好なリスクリターン特性を提供する、より魅力的な取引に着目することが賢明であるとみており、その点においては、引き続き円金利及び英長期債のショート・ポジション、米国金利では利回り曲線のスティープ化に備えたポジションを選好しています。また、投資適格社債では金融社債をオーバーウェイトし、欧州ではルーマニアのようなスプレッドの厚いソブリン債を選好しています。

投資家としては、先入観を持たずに開かれた心でいることが常に重要です。また、何があっても（come what may）、パフォーマンスをもたらすことの出来る、盤石なポートフォリオを構築していたいものです。川辺で釣りをしている人たちのすぐ後ろに熊が待ち構えているかのように、角を曲がったその先に、何が待ち受けているかわからないのですから。

ディスクレーム

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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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、契約資産を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