



ネットフリックスとリセッション・チル？

成長期待の鈍化が予想される中、消費者は自由に使える支出を減らしていくかも知れません。

2022年4月22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)



先週の金融市場では、世界的に利回りが直近の最高水準まで上昇しました。金融政策の方向性に関して、主要中央銀行がタカ派寄りの発言を繰り返していることがその背景にあります。投資家のリスク心理が比較的持ちこたえ、金融環境の急速な引き締めも見られていないことが、政策担当者により一層タカ派姿勢を強める余地を与えているようです。先週は、米セントルイス地区連銀のブロード総裁が75bpsの利上げに言及し、パウエル米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長も、前倒しでの引き締めサイクルにおいて複数回の50bps利上げが選択肢にあることを示唆しました。

欧州でも、カザークス・ラトビア中銀総裁が早ければ7月の会合で欧州中央銀行(ECB)の利上げの可能性があると初めて言及し、ラガルドECB総裁もユーロ圏の労働市場が米国同様に力強いことに同意を示しました。

しかし、物価上昇によって実質賃金がしぼんでいる中で、経済が影響を受け始めている可能性を示唆しかねない経済指標に注視する必要はあると考えています。

その意味で、1-3月期に20万人の会員数を失ったという米配信大手ネットフリックスの話題は、その他の支払いが増える中で、消費者が自由に使える支出を減らしていることの表れであるとも取れそうです。とは言いながらも、パンデミックが終わって日常生活が戻る中、消費者がスクリーンを介したコンテンツに費やす費用を削減したいとしてもそれほど不思議ではないかもしれません。また、ネットフリックスが他の配信サービスとの競争激化に直面していることも事実でしょう。

ただし、今回見られた「Netflix Chill」^(注)とも言える現象が、その他の消費セクターに出現しないかどうかを注視する必要はあるでしょう。これに関連して言えば、5.25%という水準にある米住宅ローン金利は今後、より明確に米住宅市場の重石となり始める可能性があり、2023年のリセッション入りを予想するには時期尚早であるように見えるものの、この先の成長期待の目線を引き上げていくことは適切であるように思えます。

現段階では、リセッションの可能性を30%程度と想定しています。そのような景気後退が現実となるかどうかを巡っては、この先数か月間のインフレ動向が重要な鍵を握ることになると考えています。価格のオーバーシュートが続けば、中央銀行はより積極的に利上げをする必要に迫られ、リセッションの可能性は高まるでしょう。しかし、物価圧力が正常化し、前月比で見たインフレ統計が鈍化に転じれば、中央銀行が言動を軟化させ、今年後半の引き締め幅を抑えることは十分に可能でしょう。

そのインフレに目を向けると、一方では、物価上昇の一因となった、経済再開による昨年のベース効果がこの先前年同月比データから剥落していきます。供給面での制約も昨年と比較すると落ち着き、中国のロックダウンは引き続き混乱の要因になりかねないものの、ボトルネックには解消の兆しが見られています。

しかし他方では、労働市場が極めてひっ迫した状態が続いており、現時点で解消の兆しは見られていません。期待インフレの上昇と相まって、賃金はスパイラル的に上昇する可能性があります。結果として力強い二次的なインフレ効果もたらされ、政策担当者はこれを看過出来ないとみられます。

また、ウクライナ問題もコモディティ価格の継続的な押し上げ要因となり、ここ数か月間では食品価格のインフレがエネルギー価格上昇の動きに拍車を掛けています。

現時点においてリスクは概ね均衡を保っていると見られ、状況は刻一刻と進展しています。その結果、中期的な目線から投資環境を精査する上で、かなりの不確実性が存在しています。今のところは、ポートフォリオ構築においてリスクを低位に留め、市場の方向性をより確かに見極められる状況を待ちながら、短期的なボラティリティの高まりがもたらす投資機会を探ることが賢明であると判断しています。

相対価値の観点から、引き続き英国金利に対してユーロ金利を選好しています。英国では、実質金利の縮小によって成長へのネガティブなショックが大きくなることが予想されながら、この先もユーロ圏を大幅に上回るインフレのオーバーシュートが予想されるためです。これを踏まえ、英国債及び英ポンドに関しては弱気な見方を維持しています。

フランス大統領選の決選投票を巡っては、直近の世論調査において、ルペン氏によるサプライズ勝利の可能性は極めて低くなっているようです。仮にルペン氏が勝利した場合は明らかにユーロ圏市場に混乱が生じると見られますが、そのようなリスクがほぼ織り込まれていない中、マクロン氏が勝利したとしてもそれほどポジティブな反応はないとみられます。

一方で、ECBがタカ派色を強めていることは引き続き欧州周辺国にとってのリスク要因となっています。資産購入終了までのカウントダウンが始まったと見られる中、スプレッドを支えるための支援メカニズムに関する発言は聞こえるものの、実際にそのようなイニシアティブが合意に至るまでには長い時間が掛かるとみえています。過去の欧州の歴史を振り返れば、そのような政策面での進展がもたらされるのは何らかの危機に直面したときのみであり、イタリア10年国債で言えば、ドイツ国債に対するスプレッドが200bpsを大幅に超える水準まで拡大しない限りは、支援するインセンティブはほとんどないと言えるでしょう。

比較的慎重なマクロ見通しを踏まえ、社債リスクに関しては全体では引き続き概ねフラットとし、相対価値の観点から、一部現物債のロング・ポジションに対してCDSを通じたショート・ポジションを構築しています。

通貨では、引き続き米ドルのロング・バイアスを選好し、足元では中国人民元のショート・ポジションを構築しました。一方で、観光業の再開を好感してタイ・パーツに対する見方を前向きに転換したほか、基調的な経済ファンダメンタルズの力強さを踏まえ、イスラエル・シケルのポジションも積み増しました。

今度の見通し

この先、経済成長やインフレ、金融政策の将来的な道筋に関して確たる見方を構築するためには、更に多くの指標を確認する必要があります。マクロ的な観点から言えば、12か月先までの経済状況を比較的高い確信とともに予想することが可能と思われる時もありますが、今回はそうではないようです。

実際に、ある種の予測不可能な感覚があり、現状の市場のバリュエーションはそのリスクに十分に見合ったものではないように思えます。

したがって、今のところはゆったりと腰掛け、Netflixを見ながらくつろぐ（“Netflix and Chill”）ことが一番かもしれません。同ストリーミング大手にとって、今回の株価下落は急成長を遂げた後によくある話というだけのことかもしれません。ただし同社株価が昨年11月の高値から今や68%も下落していることを踏まえると、投資家たちはまるで「シツツ・クリーク（突然破産した富豪が小さな田舎町で暮らすことになるという、Netflix配信の人気コメディ）」に置き去りにされたかのような感覚を味わっているかもしれません。

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



Global Asset Management
BlueBay Asset Management