



# 投資環境見通し（2022年夏季）

## 金利及び通貨



ダグマラ・フィアルコフスキー  
グローバル債券・通貨ヘッド  
RBC Global Asset Management Inc.



ダニエル・ミッチェル  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー  
RBC Global Asset Management Inc.

### この利上げサイクルはいつまで続きますか

ダグマラ・フィアルコフスキー；利上げサイクルに突入しましたが、問題はこのサイクルの中であと何回の利上げが残されているか、でしょう。少なくとも米連邦準備制度理事会（FRB）はいわゆる中立金利まで利上げを実施するでしょうが、中央銀行はより引き締まった水準まで利上げを行うことが多いのです。サイクルにおけるピーク時の金利はターミナル・レートと呼ばれていますが、中立金利よりもターミナル・レートは高い水準となってしまうということですが、そのことが分かるのは後になってからです。FRBがターミナル・レートまで到達すると、経済から流動性を引き上げ過ぎてしまっていたり、リセッションに向けて経済が鈍化し始めたりしていると思います。そうなると中央銀行は複数の利下げを行って、来た道を少し戻らなければなりません。

2019年には最後の利上げから7ヶ月後に、FRBは25bpsの利下げを継続して3回実施しました。重要な点は、中立金利は推定値ではないことです。FRBは政策会合後に他の予想と共に、この推定値を発表しますが、私はこの数字を最初に確認します。これまでほぼ3年に亘って2.5%という数字が示されていましたが、最近2.375%に引き下げられました。

一方でカナダ中銀は、中立金利を2~3%というレンジにしていますが、恐らくは3%に近いでしょう。ターミナルと中立のFF金利は、債券が売られ過ぎていたかどうかを判断する上で重要な指標となります。10年債利回りが、自分たちの予想する中立金利に近い水準となった場合には、少なくともショート・ポジションを手仕舞う時であると考えています。ターミナル・レートの水準に至るまでに、ロングにしなければなりません。

利上げサイクルの終わりには、中立金利を超える10年債利回りの水準は長く続かず、過去を振り返ると、債券の投資機会となっています。今後一年間でFF金利は3.5%を超えることが予想されています。そして、市場ではその年内に利下げが実施されることを織り込んでいます。FF金利のピークの予想値がすでに織り込まれているかどうかについては、簡便的に2年債利回りの水準を見ている。2年債利回りが上昇を続ける限りは、まだピークではないと考えられます。直近の予想を上回るCPIを受けて、2年債利回りは3%を超えましたが、これは中立金利にかなり近い水準であろうと考えています。

### 米ドル高はピークをつけたでしょうか

ダニエル・ミッチェル；米ドル高がピークを付けたかどうか議論されています。2021年と比較して、通貨の動きがやや大きくなったことで、そうした議論が生まれている点に興味深いと思います。今年の大半年の時期において米ドルは上昇しており、特に日本や欧州と比較してFRBが積極的な利上げを実施するという見通しの下で、金利が上昇していることによる恩恵を受けています。

しかし、5月中旬には、複合的な要因によって米ドルは下落し、この下落が続くかが議論されました。その一つ目の要因として、来年にかけて市場がより高い確率でのリセッション・リスクを織り込み始めたことや、それによって通貨の下支えとなってきた利上げペースを緩やかにするのではないかと、という見通しが強まったことが挙げられます。

二つ目に、ユーロが投資家の目には魅力的に映りはじめました。ECBが早ければ夏にも利上げを実施する可能性を示したことで、2017年以降の最低水準からの反発が見られました。

三つ目に、中国での状況です。上海でのロックダウンが解除されました。そのことによって、中国に関する悲観論が和らぎ、米国資産を保有する投資家の選好度合いが低下したと考えられます。

6月上旬には米ドルは再び反発し、かなり堅調に推移しています。このことから、この議論についてはまだ結果が出ていないことが分かります。しかし、米国とその他の国との利回り差が過剰すぎる水準に差し掛かってきていると考えています。そして、米ドルが過度に割高となっていることで、ここから先弱含みが見られると予想する水準まで上昇したと考えています。

そのため、今後2~3年で米ドルは大きく下落することが考えられますが、いま行われている短期的な議論が終わるまでは、為替市場は非常に変動の大きなボラティリティの高い状況が続くとみえています。

個別通貨では、カナダ・ドルを好しています。カナダ経済は堅調で、金利は米国以上に高い水準にあります。海外投資家からのカナダ資産に対する強い需要もみられ、そして何よりも商品価格上昇による恩恵を受けやすい通貨です。

こうしたことから、カナダ・ドルは1.19米ドルまでさらに6%程度上昇するとみえています（当コメント時点）。この水準はその他のエマージング通貨や先進国通貨をアウトパフォームするには十分な水準でしょう。

## ディスクレーム

---

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できるとされる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のもので、ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。(UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management