



投資環境見通し（2022年 夏季）

RBC GAM ダン・チョーナスCIOによる投資環境見通し



ダン・チョーナス
チーフインベストメントオフィサー
RBC Global Asset Management

今後の利上げは資本市場にどのような影響を与えるのでしょうか。RBCグローバル・アセット・マネジメントのチーフ・インベストメント・オフィサーであるダン・チョーナスが、高止まりするインフレに対して中央銀行が対応する中、市場環境に対する見通しを語ります。

景気減速の原因は何か？

私たちはこれまで何四半期にも亘って、GDP見通しをコンセンサスより少し低く予測してきました。それは正しい見方であったと証されていますが、景気減速はさらに強まりつつあります。経済が直面している様々な脅威が存在し、そしてさらにひどい状況、すなわちハードランディングへの道筋を否定することはできないと考えています。このシナリオは我々の予測とは異なるものですが、どの程度まで経済が落ち込む可能性があるかを考える必要はあると思います。

許容できないほど高いインフレ率が、経済見通しに対して決定的な役割を果たしています。しかし、経済にはそれ以外の圧力もあります。世界各地で中央銀行による積極的な引き締めが行われていますが、これはまだ始まったばかりで、終了までにはまだ長い道のりがあると考えています。この金融引き締めは今後も、来年から一年半後にかけて徐々に強化され、景気を抑制することになるでしょう。

ロシアのウクライナ侵攻を背景にした資源価格ショックもありました。このショックは、直接影響を受ける資源だけでなく、消費者物価全体に影響を及ぼす要因となっています。

サプライチェーンに関する課題は、経済活動が再開して以降、以前より少し緩和されていますが、依然として存在したままです。もちろん、サプライチェーンの課題を本当に生み出しているのは、経済活動の断続的な再開と停止、それに伴う混乱であり、中国はその大きな原因となっています。中国のゼロコロナ政策については、ここ数日、いくつか良いニュースも出てきましたが、それでも中国経済、及び世界経済の完全な再開とサプライチェーン問題の解消には、依然として厳しい制約があることは確かです。

これらのことを総合的に考えると、先行きにはますます不透明感が漂い、これまで長期に亘って対処してきたケースよりも、より悪い結果へと続く道筋にあると考えています。私たちの予測では、2022年の先進国の成長率は2.5%程度になると見えています。しかし、こうした問題、特に金融環境の引き締めと金利上昇により、2023年はさらに落ち込み、おそらく先進国では1.3~1.5%程度の低成長になると考えています。これはここ10年来で最も低い成長率であり、経済は困難な状況に直面していると言えます。

経済が直面している課題とは？

エコノミストや投資家の中で、インフレ、特に米国の8%近くのインフレと、他国でも同水準のインフレが生じていることが、中央銀行や経済にとっての最も重要な課題であると認識されていることにほとんど疑問の余地は無いでしょう。

過去40年間、中央銀行は長期的な経済成長をもたらす水準にインフレ率を維持してきたことで信頼を築いてきました。それが今、危機に瀕しています。インフレを押し上げる要因には様々なものがあります。私たちは、それらを克服できると信じていますが、現時点では脅威となっています。大規模な対応が行われていますが、それは、インフレがコントロールできるようになるまで継続されるでしょう。そして、その代償として、当初予想していたよりも規模の大きな減速を余儀なくされるかもしれません。

サプライチェーンの混乱は続いています。ロシアによるウクライナへの侵攻があり、商品価格が急騰しています。経済活動が再開し、消費者がロックダウンの状況から通常の生活に戻るだけで、その消費行動の変化が、経済に異変をもたらしました。例えば、中古車価格は一時期、前年比54%となるまで上昇しました。

今は幸いなことに、こうした要因の一部に緩和の兆しが見え始めています。FRBは先手を打つチャンスを逃したかもしれません。しかし、前四半期に利上げを開始し、通常25bpの利上げに対して50bpの積極的な利上げを行うことで、FRBは、自分たちが考える中立金利に近いところまで利上げを継続するつもりであることを明らかにしています。こうしたことが、投資家や消費者の心理に影響を及ぼしています。もちろん、FRBは、そうした影響も意図しています。

その結果は目に見えて現れています。例えば、先ほど申し上げた中古車の価格は、もはや54%の上昇ではなく、前年比で10%程度の上昇となっています。ただ、それでも最高値から6%しか下がっていません。木材の価格は暴落し、ピーク時から66%下落しました。しかし、まだ総じて資源価格は上昇しており、今後数カ月、あるいは2023年にかけて、さらに多くの対策が必要な状況です。

中央銀行は、高インフレ環境にどのように対応していくのか？

中央銀行はインフレの脅威に対して積極的な対応をしています。インフレあるいは反インフレへの対応で40年間かけて中央銀行は信頼を築いてきましたが、それが今、危機にさらされていることは間違いありません。そして、低く安定したインフレは、世界経済の長期的な安定成長と生活水準の向上に不可欠です。

そうしたことを踏まえると、FRBが始めた積極的な行動は、今年から2023年にかけて継続されると思います。イングランド銀行、カナダ中央銀行といった他国の中央銀行も同様の行動を採るでしょう。そして率直に言って、この戦いは勝つまで続くと考えています。

通常は1回に25ベースポイント程度の利上げを行います。今回、FRBとカナダ中央銀行は50bpの利上げを行いました。少なくともFRBは、近いうちにさらに数回の利上げを行い、中立とされる金利水準に近づけようとするでしょう。その時点で、金利は中立的なものであり、成長を抑制するものでも、促すものでもないのです。しかし、受け入れがたいほどの高インフレの最中に、緩和的な金利政策や景気刺激的な金融政策のままでいることは、ほとんど無責任であるように思われます。

利上げと並行して、量的引き締めが予想されます。これは、新型コロナウイルスの感染が拡大した状況と、その回復期にFRBや他の中央銀行が金利を下げるために実施した債券購入プログラムの逆の動きと言えます。

2022年末から2023年にかけて金融環境を引き締めるさまざまな事象が重なり、それがさらに強まる可能性もあります。

私たちの予測では、米国の短期金利は2.75%程度になると見ています。これはコンセンサスである3%に非常に近く、またこの3%は多くの人々が中立と考え、FRB自身も中立な範囲であると考えている水準でしょう。従って、少なくとも1年間は金融環境の引き締めが待ち受けていることは確かです。

債券資産に対する見通しは？

長い間、私たちは超低金利の持続可能性について強く懸念してきました。実質金利、つまりインフレ後の金利は歴史的な低水準に沈んでいたのです。歴史的というのは、100年、150年以上の歴史という意味です。新型コロナウイルスの感染が収まり、人々が貯蓄よりも消費に向くようになれば、この状況はどう見ても維持できなくなります。

インフレ率の上昇は、実際にはこうした活動を抑制し、あるいは抑制する以上の効果をもたらしています。しかし、前四半期に始まったFRBの引き締め政策は、将来のインフレ水準に対する懸念と相まって、現代で最悪とも思える債券の弱気相場をもたらす結果となりました。この数ヶ月の間に、基準金利である米国10年債の利回りは1.5%から3%に上昇しました。つまり、短期間に金利が2倍になったわけです。

しかし興味深いことに私たちのモデルでは、この3%の金利は長年懸念してきたバリュエーションリスクの多くを取り除いてくれることになっています。また、過去のサイクルでは、短期金利の上昇が止まる頃に利回りがピークを迎え、上昇が止める傾向がありましたが、それが3%と水準であったことも興味深いことです。もしFRBの中立金利が3%に近いとすれば、債券利回りのピークにかなり近づいている可能性があります。

1年後の利回りは3%程度を想定していますから、今からそこまでのトータルリターンは3%程度ということになります。1年で3%程度のリターンを最終的に得られ想定ですが、私たちがこの金融引き締めに対応するまでに、実際には利回りがかなり不安定に揺れ動くかもしれません。

株式資産に対する見通しは？

昨年、米国市場とナスダックは急騰し、最高値を更新しましたが、その後、株式市場は波乱に満ちた半年となりました。多くの市場が実際に20%以上の下落を記録して、弱気相場を迎えています。例えば、バリュエーションが高かったナスダックは35%下落するなど、大きな打撃を受けました。また、S&P500は終値では20%を下回りませんでした。日中取引時間中には20%強の下落を記録しました。これは弱気相場と呼べるものではないのでしょうか。カナダは、経済活動における資源の比重が高く、マイナス要因から利益を得ているため、他国と比較して最も良い状況にあります。

これまでの株価調整が、企業の収益や業績予想とは無関係であったことは非常に興味深いことです。金利が上昇すると、バリュエーションに低下圧力ががかかります。経済に対する悲観的な見方が広がる中で、バリュエーションは非常に高い状態にありました。そこでまず、あまりにも長く、そして好調な状況を期待していたバリュエーションは、現在の金利とインフレの状況を前提にして問題ないレベルまで低下する必要があります。その結果、S&P500の倍率は6~7ポイント下がりました。結果として、マルチプルは、それほど高くない他国のバリュエーションに近づきました。

そしてインフレと金利の急上昇によって、持続可能と考えられる水準にまで、さらに2ポイントマルチプルは下落しました。こうした要因から、これまでの株価調整は説明できます。実際に世界中のアナリストは、未だに企業収益が1桁台後半から2桁台前半の伸びを示すと見ています。経済が減速しつつも、企業利益が過去最高となっている状況ということですが、実際には企業収益は何らかの脅威にさらされてきていると考えざるを得ません。

私たちの予測するメインシナリオではありませんが、本格的な景気後退に突入した場合は、企業の収益も25%程度落ち込む可能性があります。必ずしも、そのような数値が自分の投資に結びつくと考えられる理由はありません。しかし、これは、経済が不安定になったときに、どのようなことが起こるかという感覚を与えてくれます。

もしそうなれば、株価はさらに下落することが予想されます。一方、インフレがピークアウトする兆候があり、実際にそのような証拠がある場合、そして、来年にかけてほぼ確実に訪れる利上げと量的引き締めを市場が完全に織り込んでいるとすれば、バリュエーションはこれ以上低下することはないでしょう。株価は安定し、来年以降、一桁台のリターンが期待できるはずですが、しかし、過去10~15年の環境と比べると、現在の株式市場にはより幅広いシナリオが考えられることは確かです。そういった観点から、現在は高いリスクを取るには良いタイミングとは思えないのです。

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、信頼できると思わ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す。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