



米国はソフト・ランディングを達成できる可能性がある一方で、欧州経済はグローバル金融危機時ほどに悪化する可能性

2022年8月26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)



先週は、米連邦準備制度理事会（FRB）によるジャクソンホールにおける年次経済シンポジウムが、投資家の主な焦点となりました。金融環境の緩和によって、米連邦公開市場委員会（FOMC）は居心地の悪さが増していると考えていることを指摘した先月末から利回りは大幅に上昇しています。すでに、FRBは経済指標次第であるということを伝えており、9月の政策会合においての利上げが75bpsになるのか50bpsになるのかという決定は、今後数週間の内に発表されるインフレや雇用に関する経済指標に基づいてされるでしょう。利上げの道筋は、今後インフレ圧力がどれくらい早く和らぐかに左右されると考えています。

発表されたPCEコア・インフレ指数については市場予想をやや下回る水準となり、年末までに同指標が4%以下になるまでインフレは落ち着くと見えますが、そうなった時には政策金利は来年1-3月期に3.75%でピークを迎えると考えてのが妥当でしょう。これが現実のものとなれば、米経済はソフト・ランディングを達成することが可能かもしれませんが、結果を巡る不透明感がすぐに晴れる可能性は低いと見えています。そのため、市場では不安定な動きが続くことが考えられ、価格の動きを招くような要因がほぼない日においても、日中のボラティリティが極度に高い状態にあります。こうした背景に対して、米金利のショート・ポジションについては金利上昇と共に利益の実現を進めました。しかし、利回りは上昇バイアスにあると考えており、米10年債利回りの足元のフェア・バリューは3.25%前後であると考えています。

一方、欧州経済を襲う悪いニュースが、事欠くことはありませんでした。ガス供給の削減によって、天然ガス価格の上昇圧力は続いており、生活費高騰への対応について政策当局への要求は強まっています。フランスの1年後の電力価格は、過去最高値となる1メガワット時870ユーロに達し、2020年から2021年にかけての平均価格41ユーロの約20倍の水準となっています。エネルギー価格の高騰によってインフレ見通しも高まっています。総合インフレに2桁の上昇が見られた場合、実質所得は10%下落すると考えられます。概算では、この実質所得の下落幅においては、消費見通しに基づくGDPは約4%下落します。こうしたことから、迫り来るリセッションは、2008年のグローバル金融危機時のように厳しい経済状況にまで容易に落ち込む可能性があります。

政府のバランスシートを使ってエネルギー価格に上限を設けることで、この影響を緩和しようとする、財政赤字は4%増となり、ガス価格が2021年の水準に下落することがなければ、欧州圏の財政赤字は8から10%という水準にまで押し上げられます。これはウクライナでの紛争停止とロシアへの経済制裁の終了の行方次第ですが、どのような結果となるかを見通すことはまだ非常に難しいです。一方、パイプラインへの供給が全て停止された場合、冬の後半にかけて各国は電力の配給制度を取らなければなり、そうした場合、一層厳しい経済状況となるダウンサイド・リスクを抱えています。

明らかに、2008年のリセッションと違うのは、当時は金融緩和によって経済成長を下支えすることが出来ましたが、今回はインフレに対抗するために利上げを行わなければいけない点です。そのため、総需要を支えるためには財政政策だけが唯一の手段となりますが、財政赤字が二桁の水準に向かう中、政府が使用できる財政上の余力がどこだけあるのかには疑問が残ります。政府の資金調達コストは上昇するでしょうが、この10年間で債務償還年限を引き延ばしてきたことは抑止力として働くでしょう。GDPに対する債務比率にて測られる債務の安定性は、インフレの高まりを背景とした名目GDPの上昇によって助けられます。しかし、イタリアやフランスのような国においては、こうした恩恵を考慮しても、2022年及び2023年の債務比率が上昇する可能性が高いでしょう。

欧州でのマクロ背景を踏まえると利回りは上昇すると考えられることから、米金利のショート・ポジションの利益実現を進めると共に、ユーロ及び英国金利のショート・ポジションを積み増しました。欧州圏のリスク資産に対しては慎重な見方を続けており、想定しているような暗いニュースが続いた場合、スプレッドは今年の最もワイドな水準に再び拡大する可能性があっても不思議ではないと考えています。こうした動きを防いでいる一つの要因は、多くの投資家が欧州資産に対してすでに非常に弱気なポジションを取っているという点です。しかし、9月に新規発行が増加することを踏まえると、需要を惹きつけるために新発債はかなりのプレミアムを持って発行され、そのことがより広範なスプレッドの調整につながることを懸念しています。

もちろん、プーチン大統領が軍隊を引き上げ和平交渉を進める意向があるニュースが聞かれれば、この見通し全てが急旋回するかもしれません。しかし、そうでない限りは全体として慎重な見通しを持つことが賢明であり、欧州資産と比較して米国資産により魅力的な投資機会を見いだしています。通貨市場では、ユーロ/ドルはパリティ割れしました。ファンダメンタルズの差を考えると、米ドルの上昇トレンドが続く可能性があると見ています。しかし、巨額の経常赤字と、かなり割高な米ドルの購買力平価（PPP）から、米ドルのロング・ポジションを積み増すことは控えています。その他、英ポンド（及び英国資産）については弱気な見通しを維持しており、CPIが最高水準を付けるという予想が落ち着きを見せることはまだなさそうです。ポーランド・ズロチ及びチェコ・コルナに対しても、マクロ面の差が通貨の下落に今後つながると考え、ネガティブなスタンスを維持しています。

今後の見通し

来週は、9月、そして「バック・トゥ・スクール」を迎えるまでの最後の夏の一週間となります。8月上旬に金利の低下は行き過ぎであると考え、ショート・ポジションを取りましたが、その後金利の上昇が見られるなかで利益の実現を進め、リスクを引き下げました。また、リスク資産に対するリスクも引き下げ、ロング・ポジションを減らし、ディレクショナルなエクスポージャーを削減しました。その結果、月末が近づく中で、リスク水準は大幅に削減されており、短期的な見通しの不透明感を踏まえればこれは適切なポジションであると考えています。

現段階で、「バック・トゥ・スクール」トレードが見られるかどうか定かではないと考えています。それよりもこれまでのスタンスを維持し、上昇局面では利益の実現を進め、下落局面ではリスクを積み増す方針です。ボラティリティがすぐに落ち着く可能性は低く、このことは投資機会につながると考えています。こうしたことから、忍耐強さを持ち、より明確で非対称な投資機会を探るアプローチを選好しています。欧州と米国で見られるマクロ面の差は、歴史的に見れば珍しいことで、2022年は年末にかけてもこれまでのようなでこぼこ道が続くものと見られます。

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