



RBC BlueBay
Asset Management

米国のロケットが月に向かう中、欧州ではインフレがロケット旅行を続ける

2022年9月2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)



市場が今後の金融政策について、よりタカ派な道りを織り込むなかで、グローバル国債の利回りは先週も上昇が見られました。米国では、短期金利市場は2023年3月末に政策金利が4%近辺でピークを迎えることを織り込んでいます。直近のPCEコアデフレーター（米連邦準備制度理事会（FRB）が重視している指標）は、今年初めの5.3%をピークとして、7月は4.6%まで低下しました。

ベース効果によって前年比は押し下げられることから、2022年末までに同指標は3.5%に向けて低下するとみています。強い米ドル、原油価格の下落、年初からの財政及び金融引き締めを受けた需要の減退といった要素全てが価格圧力の抑制への助けとなっています。しかし、FRBは二次的なインフレへの影響については強い警戒感を維持する可能性が高く、特に比較的引き締まった労働環境の中で賃金上昇が加速しているという証拠には警戒しているでしょう。

こうしたことから、見通しは引き続き不透明で、FRBは経済指標次第という姿勢を維持すると考えられます。どの水準でいつ、米政策金利がピークを迎え、そしてFRBがより中立的なスタンスを取ることが出来るようになるのかを判断する上で、インフレの道筋が中心的な役割を果たします。

こうしたことを踏まえても、米国債利回りはフェアバリューに近い水準にあると考え、米金利のショート・ポジションについて利益を実現するタイミングとしました。レンジ内での動きに留まる状況が強い中にあるのは、米10年債利回りが3%を下回った場合にはショート・ポジションを取り、3.5%を上回った場合にはロング・ポジションを取ることを検討するかもしれません。

一方、欧州については、よりネガティブな見通しを維持しています。天然ガス価格の上昇がインフレ見通しの上方修正につながっています。このパターンが続く場合、ユーロ圏の中央銀行は期待インフレが抑えられなくなっていることへの懸念を募らせると見えています。

欧州中央銀行（ECB）のシュナーベル専務理事はジャクソン・ホールでタカ派なスピーチをし、先手を打つためには、金融政策を積極的に引き締める必要があることに言及しました。さらに、経済に明るい参加者たち（価格形成に偏りをもたらします）は、今後のインフレ見通しについての予想を引き上げていることにも触れました。これは価格の安定と中期的な経済繁栄を最大化するために、中央銀行が対抗をしなければならないものである、と述べました。

通貨の下落と追加的な財政緩和は、インフレのオーバーシュートを永続させるリスクを高めます。しかし、ユーロ圏経済がリセッションに向かう中、ECBのハト派は、スタッフ予測のモデルでは、需給ギャップの上昇とインフレのベース効果の反転によって、2年先の予想ではインフレはターゲットとする2%を下回る水準になっている可能性が高いことを示していることに触れるかもしれません。こうしたモデルは信頼性が高いものではないかもしれませんが、スプレッドへの圧力とすでに引き締まった金融環境を踏まえ、9月会合での75bpsの利上げについては反対したいと考えるメンバーが相応にいるようです。

ここ数週間、イングランド銀行（BOE）からはほとんど何も聞こえてきません。インフレへの懸念によって、市場は今後半年間で200bps以上の利上げが実施されることを織り込んでいますが、経済がリセッション入りするなか、住宅ローン金利が二倍となり、住宅価格が急落していることは金融政策委員会（MPC）の考えに大きく影響するでしょう。本質的には、より厳しく短いリセッションを今味わうか、より長期に亘るインフレのオーバーシュートを容認し、長きに亘ってこの痛みを散らすほうが良いか、という問題があります。シュナーベルECB理事のようなブンデスバンク派は明らかに前者でしょうが、イングランド銀行が後者になっても何ら不思議ではありません。

これまでのところ、バイーラBOE総裁とその同僚はエネルギー価格ショックを見て見ぬ振りをするくらいがあり、時間と共に経済指標からこれが洗い流されることを期待しています。しかし、さらに自由放任主義的なアプローチによって、インフレ率は中期的に5%超の水準に落ち着く前に、短期的に20%に向かう可能性がある当社は見えています。これは、最終的に金利上昇がより長期化し、イールドカーブが更にスティーブ化することにつながると考えられます。さらに、予定されている付加価値税（VAT）減税による財政緩和がこうした結果をもたらす可能性も高いでしょう。

しかし、英国経済が直面する困難の程度を過小評価すべきではありません。政治的な観点からは、2つの災難のうちでまだマシな方を選んでいただけかもしれませんが、当社の予想に基づけば、可処分所得が2,000億ポンド超の打撃を受けた直後に、GDP比で財政赤字を15%に押し上げるような財政緩和が実施されたとしても、これまでに経験したことがないような景気後退が回避されることはなさそうです。

英国金利の上昇予想によって、英ポンドが下支えられることはなく、英ポンドと英国資産の見通しは厳しいものに写ります。英国が国際収支上の危機に陥るシナリオも想定出来ます。こうした極端な状況で、仮に英国が国際通貨基金（IMF）に支援を求めることになった場合、EUがこれを取り仕切ることになるだろうということは皮肉なことです。

その他の通貨では、日米の金融政策の道筋の差が拡大するなかで、日本円の下落が進みました。日本円の下落は日本のインフレを押し上げており、日銀はイールドカーブ・コントロール（YCC）の見直しを迫られるとの見通しを維持しています。

金利が上昇するなかで、リスク資産は圧力下に置かれました。業績発表は堅固であるものの、長期債の利回りから得られる割引率上昇に株価は影響されやすくなっています。クレジット・スプレッドも拡大し、9月に増加する新規発行はかなりの妥協を求められ、これがセカンダリー市場の価格調整につながるとの懸念が募っています。6月下旬から8月中旬にかけて大幅な反発が見られましたが、市場ではこの二週間でのその上昇分の半分を失っています。

欧州では、価格動向はより弱気となっており、クレジット市場及び株式インデックスは今年の最安値に迫っています。多くの点から、欧州のリスク資産にはリセッションが織り込まれており、センチメントが突然反転したときには、弱気市場にカウンター・シクリカルな反発が起こるかもしれません。

マクロ見通しは不透明で、ロシア・ウクライナ紛争、ガス供給やガス価格の上限合意などについてより前向きなニュースが見られた場合には、センチメントは急旋回するでしょう。こうした観点から、スプレッドがiTraxx XOVERについては600bps、Mainについては120bpsを超えた段階でCDSインデックスを通じたヘッジを減らす一方で、現物債についても売却を進めました。

今後の見通し

今後は、マクロ環境について不透明感とボラティリティが継続するテーマになると考えています。米国のインフレがどれだけ早く低下するかは定かではなく、欧州のインフレがどの段階で、いつピークアウトするかは不透明です。このことは経済指標次第というモードが続くことを意味しており、少し後ろに立って、機動的にリスクを積み増す方法として、ミスプライスや非対称的な投資機会を探っていく方針です。

市場は両方向にオーバーシュートしやすくなる状況が続くとみられ、このボラティリティを、自社リサーチと分析に基づく投資スキルを体現化することに活用したいと考えています。しかし、今のところは欧州のインフレに焦点が当てられており、NASAのアルテミス・ロケットとどちらが早く月にたどり着けるか競争しているかのような速さでインフレが進んでいます。上昇したものはいずれ下降するでしょうが、波乱に満ちた、荒れた飛行の最中にあるようです。

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