



上がったものは、必ず落ちる

経済が向かう先はソフト・ランディングか、ハード・ランディングか、もしくはノー・ランディングの可能性もあるのでしょうか？

2023年2月10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)



先週の金融市場でも、その前週末に発表された米国の雇用統計が極めて力強い内容であったことを受け、国債利回りが上昇しました。雇用統計の数字は移ろいやすく、今年1月の比較的暖かい気候も影響した可能性もあります。しかし、過去の統計が上方修正され、雇用者数が大幅に増加したことを踏まえると、一部の業種では雇用削減の動きが報道されてはいるものの、米労働市場から見て取れる広範な見通しは底堅さを維持しているようです。

先日、米国を訪問しましたが、街中では実際に求人広告が依然多く見られました。最近の調査では、新型コロナ危機において比較的「勝ち組」となった企業の間では、パンデミック前と比較して約100万人従業員がだぶついた状態にある一方で、「負け組」企業の間では、依然としてパンデミック前と比べて400万人近く人手不足の状態にあるとも言われています。

結果として、ハイテク企業の従業員がメキシコ料理のレストラン・チェーンに転職するといったケースも見られそうですが、いずれにせよ、現時点での米労働市場に関して言えば、減速の兆しはほとんど見られないと言えるでしょう。

一方で、米国経済における金利感応度の高い一部の業種については、大幅な減速傾向が見られます。ただし、例えば住宅市場を例にとると、ここ数年間で過剰な建設がほとんど見られていなかったことから在庫は軽く、経済活動全体にとって大きな足かせになる状況は想定しづらいとみています。

さらに、米連邦準備制度理事会（FRB）が経済状況全体を精査している中で、ここ最近のFRBの言動から大きく逸れるような政策を促す要因はほとんどないと思います。それを踏まえれば、政策金利がピークを付けて以降にFRBがすぐに利下げに転じることを織り込んでいる市場の予想は、FRBの見通しにより近づいていく格好で調整される余地があるとみています。

1月の金融市場を振り返ると、資産価格にとって追い風となる景気のソフト・ランディングを求め、市場は「ゴルドロック」心理とともに動いているように見えました。そのような展開も可能性としてはありそうですが、その他のシナリオも十分に予想されると考えています。

その意味で、数週間前に見られた景気のソフト・ランディングへの期待は、今月に入って、成長がまだ現時点では減速していないことによる「ノー・ランディング（ランディング自体がない）」の懸念、つまり更にタカ派な金融政策軌道への警戒感によって取って代わられたようにも思えます。とは言いながらも、この議論においては経済指標が鍵を握ることとなり、その意味で、次なる市場の注目は重要視されている米国の消費者物価指数（CPI）に移っていくとみられます。

先月発表されたインフレ指標が比較的穏やかであったことを踏まえ、今後数か月間では同指標がやや強いものである可能性もあるとみています。つまり、前年比で見ると低下するものの、一部が期待するほどのペースでは低下しない可能性があるということです。ただし、個別の指標を巡ってはかなり高い変動が予想され、FRBと市場の両方がデータ次第のモードに入っている中、何らかのサプライズは市場をいずれの方向にも動かす力を持っていると考えています。

米国短期債の利回りは年初時点よりも高い水準にあり、米国債市場でかなり進んだ逆イールド化は、金融引き締めの結果として、経済活動が減速していることが明確になって初めて正当化されるものであるとも考えています。したがって、米国金利に関しては引き続きショート・バイスを維持しています。しかし、米10年国債利回りが昨年12月の水準まで更に上昇した場合には、利益を実現し、ポジションを解消することも検討します。

ここ最近では、欧州市場も米国とほぼ足並みを揃えた動きとなっています。欧州中央銀行（ECB）は先日の会合でタカ派姿勢を維持し、金利は依然上昇するリスクの方が高そうです。さらに、引き続き巨額の新規発行が想定されることも債券利回りにとっては重石になるとみられ、ここでも金利デフレのショート・バイスを選好してきました。

また先週は、北欧諸国にとっても重要な一週間となり、スウェーデンのリクスバンク（中央銀行）及びアイスランド中央銀行がともに金融政策決定会合でタカ派な結果をもたらしました。インフレ率の高止まりにあえぐ中、両国の通貨はともに過去数か月間で下落基調にあり、両中央銀行にとって市場の信頼回復が急務となっていました。依然として課題は山積しており、とりわけスウェーデンでは住宅市場、アイスランドでは賃金上昇圧力が最大の課題となっていますが、先週の両国の中央銀行の力強い行動は、現時点での更なる北欧通貨の下落に歯止めをかける要因になったとみています。

日本では、日銀の次期総裁に両宮現副総裁が指名される見込みであるとの報道によって、インフレにタカ派寄りの候補者と比較して、現状の政策が維持されるとの観測が広がりました。これにより、金融政策の更なる修正の可能性は4月以降に後ろ倒しになったとの見方もあるでしょう。しかし、12月の現金給与総額が前年比4.8%増に急加速したとのデータは、新総裁の人物像や市場からの外圧よりもむしろ、日本の経済状況そのものが日銀への行動を促すものであるということを、改めて思い起こさせるものであったと言えるでしょう。

出所は明らかではないものの、一部の大手企業では今年従業員に前年比2桁の賃上げを提供出来るとのレポートもあり、今年の春闘では、現時点で関係者が想定しているよりも最終的に大きな賃上げがもたらされる可能性があるかと分析しています。

広範に言えば、いかに超緩和的な金融政策がインフレ圧力を高めるか、という点に関して市場に多くの慢心が存在していると考えており、この先数か月間で日本国債利回りは押し上げられるとみています。

中国における経済活動の急速な正常化も、この先数週間の前向きな成長見通しを支える要因となっています。中国の消費者が、これまでに蓄積した貯蓄を即座に消費に回すかどうか、またそれが、他の地域で見られたように何らかのインフレ圧力をもたらすかどうか、という点は興味深く見守っていきます。

依然として経済に構造的なマイナス要因が存在する中では、年が進むにつれてその効果が薄れていくと見られるものの、中国政府によるここ最近の刺激策も足元での経済活動の力強い回復につながっています。

先週は、国債利回りの上昇を背景に、社債市場が株式市場とともにやや調整しました。ポートフォリオでは、1月末に方向性を持ったクレジット・スプレッドのエクスポージャーを解消しました。スプレッドが縮小する中では利益を実現することを選好し、CDS指数を利用してヘッジ・ポジションを積み増しました。

先週、より大きな価格調整が見られたのは為替相場でした。力強い内容の経済指標を受けて、米国経済の基調的な力強さや、短期金利の方向性が再評価され、米ドルが直近安値から反発しました。

現時点では、米ドルに対して強い方向性を持った見通しは持っておらず、通貨取引においては、より相対価値を重視する方針です。英ポンドに対しては弱気な見方を維持している一方、スウェーデン・クローナやノルウェー・クローネに関しては、相対価値の観点から極めて割安であると判断しており、前向きな見方を維持しています。

ハンガリー・フォリントのロング・ポジションについては利益を実現しましたが、スイス・フランに対する日本円のロング・ポジションは維持しています。その他、EM通貨でのポジションは限定的としていますが、フィリピン・ペソについてはショート・ポジションを取っています。

今後の見通し

目先は、経済指標に投資家の注目が集まるとみえています。これに関してじっくり考えてみると、市場参加者がいかに群集心理とともに行動しやすかにかき改めて気付かされます。ソフト・ランディングを叫ぶ声が聞かれたかと思えば、ノー・ランディングだという声があり、またその直後にはハード・ランディングを叫ぶ声に取って代わるようなことも想定されます。

現状を精査するとあらゆる可能性が残されているとみており、過度に感情的にならずに、何らかの結果が極端に高い可能性で織り込まれた場合には、逆張りの投資機会を探る姿勢を保つことが賢明であると考えています。

ここ最近で会話した政策担当者にとっても、今後の経済指標の軌道は同じように不透明なようで、現時点ではフォワード・ガイダンスにそれほどのメリットがないということになりそうです。従って、運用に関しては柔軟なスタンスを採用し、手に入る情報に都度対応する準備をしておくことが重要であると考えています。

そんな中、先週連日メディアを賑わせた米軍による中国の気球撃墜の話題は、物事が突然ドスンと音を立てて地面に落ちてくることもある、ということの思い起こさせてくれるものでした。上がったものは、必ず下に落ちてくるという教訓もあります。

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