



RBC BlueBay
Asset Management

エクスペリアームス！

先週、英国政治ではサプライズがありました。

2023年2月17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)



コメント要約

- リセッション？ 経済指標は、経済がモメンタムを失っているというよりも、むしろ強めていることを示唆しているかのようです。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）は2%の物価ターゲットを確実にするために、政策金利は長きに亘って高位に維持される必要があるでしょう。
- 経済指標や業績見通しが下支えとなるなか、グローバル株式市場も概ね上昇基調を維持しています。
- 重要な経済指標の発表やイベントが少なくなる期間では、リスク資産は何らかの悪材料に脆弱であるとみています。

先週の金融市場でも、底堅い経済指標が米政策金利見通しの調整を促す中、国債利回りが上昇基調となりました。米国の1月のコア消費者物価指数（CPI）は前年同月比5.6%にやや鈍化しました。しかし、基調的な物価トレンドは依然として米連邦準備制度理事会（FRB）のターゲットを上回っており、今後数ヶ月間でさらなる鈍化が予想されるとは言え、物価の安定を確実にするために、政策金利は長きに亘って高位に維持される必要があるとの見方が日増しに強まっています。

一方、先日の力強い雇用統計に続き、先週発表された米小売売上高も強い内容であったことは、過去11ヶ月間の金融引き締めにも関わらず、経済がモメンタムを失っているというよりも、むしろ強めていることを示唆しているかのようです。このようなやや異常とも言える経済状況の背景として、暖冬の影響や中国経済の再開、逼迫した労働市場、ここ最近の金融環境の緩和などの複合要因が考えられます。しかし、昨年政策金利が450bps引き上げられ、金融政策がタイムラグを伴って効果をもたらすことを踏まえると、活動のペースはこの先数ヶ月間で減速すると想定することが妥当であるように思います。

とは言いながらも、政策金利がコア・インフレ率の水準を依然として1%程度下回っていることを踏まえると、実質金利は依然マイナス圏にあることも認識する必要があります。また、米住宅ローン市場が固定金利中心という特徴のため、住宅ローンの既存契約者が金利上昇による影響をそれほど受けていないことも考慮すべきかもしれません。

さらに一部コメンテーターが指摘しているように、多くの金融資産が中央銀行のバランスシート、もしくはプライベート市場の投資家によって保有され、プライベート市場の資産が時価評価されていないことで損失から遮断され、金利上昇による痛みを（まだ）感じられていないとも考えられます。

結果として、米政策金利の到達点は市場に織り込まれているよりも高い水準となる必要がある、と主張する市場参加者も見受けられます。その意味で、1月に見られた経済の「ソフト・ランディング」への期待感が今や「ノー・ランディング」の見方へと通じる中、基本シナリオとはしていませんが、政策金利が6%となる可能性も十分にあり得るシナリオとなってきたように思えます。

さらに、市場がFRBの見方に沿って調整を行う中、2023年中に実施されるとして織り込まれていた早期利下げの可能性は2024年に後退しています。結果として、年初時点で4.5%の政策金利を織り込んでいた12月限月の3ヶ月SOFR（担保付翌日物調達金利）は足元で5%の政策金利を織り込み、イールド・カーブは方向を持ってトレードされて、利回りが上昇するに従って逆イールドを強めています。

ここ最近の価格動向を踏まえ、2023年のFRBの動きの織り込み具合という意味では、概ねフェア・バリュエーションに近づいているとみています。しかし、2024年末までに、利上げのピークから最大150bpsの利下げが織り込まれていることを踏まえると、それだけの金融緩和が実施される余地があるのかはまだ疑問です。直感的に言えば、最終的にはインフレ率が2%に回帰し、政策金利は過去10年間で見られたような水準に戻るとの根強い見方が市場に存在するように思います。

しかし、そのような一般的な見方には議論の余地があるとみています。過去20年間に亘ってディスインフレをもたらしてきた構造的な要因がパンデミックによって変化したことにより、インフレ率がより長きに亘って、より高い水準に留まる可能性があるためです。仮にそうなった場合、将来のキャッシュフローに対して大幅に高い長期割引率を適用することとなり、リスク資産の価格評価が保たれるのかをどうか問いかける必要がありますが、それは時間が経てばわかることでしょう。

一方で、より明確と思うのは、インフレ懸念が過ぎ去り、金融政策がもはや懸念材料ではないと判断した、今年初めの時点での投資家の「確信」は、ここ最近の経済指標のために、不安の高まりに一部置き換わりつつあるということでしょう。

先週は、米国債の動きにつられて欧州でも国債利回りが上昇し、10年国債利回りは年初時点の水準に近づいています。成長見通しが継続的に上方修正される中、欧州中央銀行（ECB）は現時点でタカ派姿勢を維持するとみられ、金利デフレーションについてはショート・バイアスを維持しています。これまでのところ、利回りの上昇は、財政の持続性に対する懸念を背景とした欧州周辺国のスプレッド拡大にはつながっていません。

しかし、イタリア10年国債利回りが5%に近づけば、新たな懸念材料になるとみて警戒しています。多くの投資家が昨年後半にイタリア国債に対するショート・スタンスを取っていたと見られますが、これらのポジションは1月の利回り低下とスプレッド縮小によって解消を余儀なくされたと見られます。しかし、過去の経験を踏まえると、金融サイクルが大幅な引き締めをもたらした際は、必然的に根底にある脆弱さが露呈するきっかけとなり得ます。

そのような見方から、イタリア国債に関しては、借入コストが2%であった世界では完全に持続可能であったと言えますが、借入コストが倍以上となった場合にはその限りではないと言えるでしょう。その場合、対GDP比で見た政府債務を安定させるため、大幅なプライマリー・バランスの黒字が必要となり、困難な財政緊縮が求められる可能性が高いとみられます。

その他、英国では、CPIにやや落ち着きがみられたことから、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が次回3月の会合で政策金利を4%に据え置くことが出来る可能性への期待感が高まりました。英国の政策担当者は、英住宅市場を弱体化させることになりに慎重になっており、政策金利の更なる引き上げに消極的とみられます。英国では住宅ローンが変動金利主体であることから、米国やユーロ圏の国とは異なり、英国経済は利上げに対する感応度が高く、2桁のインフレ率を目標水準に戻そうとするBoEは難しい舵取りを強いられています。

その意味で、英金融政策はおそらくBoEが望むよりもかなり緩和的な水準に留められると予想しており、その他の地域と比較して、インフレ見通しがより長きに亘って高止まりすることになるとみています。結果として、英ポンドは中期的に下落基調を辿るとみており、同通貨のショート・ポジションを維持します。

社債市場では、アムジェンによる240億米ドルの巨額の新規発行が市場参加者の注目を集めました。同起債には底堅い需要が見られ、全般的に言えば、ここ数週間の金利見通しの大幅な調整にも関わらず、社債スプレッドは1月に見られた縮小基調を概ね維持しているように見受けられます。

また、成長や業績見通しの改善が、高い政策金利に対する警戒感を凌駕する中、株式市場も概ね上昇基調を維持しています。最終的には、インフレ率が2%に回帰し、政策金利がそれをやや上回る水準に戻ると市場参加者が完全に信じている限り、リスク資産にとっては支援材料になるとみられます。

しかし、株価収益率が28倍となっていることを踏まえると、ナスダック総合指数のような指数にさらなる上昇余地があるとすれば、急速な収益の成長と、債券利回りの低下が同時にもたらされる必要があるでしょう。そのいずれかが実現しなかった場合、株式にとってのリスクは下落方向に傾いていると考えています。

そんな中、米政策金利見通しの上昇は、過去4ヶ月間で10%近く下落していた米ドルの反発を促しました。米ドルは1月の下落分をほぼ取り戻し、2022年末の水準近辺で取引されています。現時点では米ドルに対して強い方向性のある見方は持っていませんが、ここ最近の下落を踏まえて日本円のロング・ポジションを積み増す一方、英ポンドのショート・ポジションに対しても高い確信度を維持しています。

エマージング市場では、ここ1ヶ月で金利が上昇したポーランドの現地金利のショート・ポジションの利益を実現した以外では、先週はそれほど目立ったポジション調整は行いませんでした。

今後の見通し

今後の見通しとして、この先1、2週間は重要な経済指標の発表は比較的少なく、経済指標や中央銀行の政策で新たな材料がなければ、ここ最近の市場の動きが落ち着いてくるかもしれません。大まかに言えば、1月の利回り低下によって、多くの投資家が金利のショート・ポジションの損切りを余儀なくされたとみえています。

結果として、市場ではネット・ポジションがそれほどショートにはなっていないと見られ、経済活動に引き続き反発の兆しが見られれば、2月後半にも利回りは上昇に向かう余地はあるように思えます。

その点に関して言えば、米国の経済サプライズ指数は足元で急反発しており、過去8ヶ月間で最も高い水準にあります。つまり、経済指標の予想にさらなる上方修正もあり得ることを示唆しています。一方で、スプレッドがさらに大幅に縮小するとの見方には懐疑的で、リスク資産は何らかの悪材料による下落リスクに脆弱であるとみえています。

ロシアによるウクライナ侵攻から今週で1年となります。侵攻をさらに強めるロシアの動きは、過去数週間でのロシア側のさらなる損失につながっています。現場の光景は100年前の戦線を連想させ、多くの命が失われていることに悲しみを覚えます。これまでに溜まったフラストレーションによってプーチン氏がさらに暴走する可能性はありますが、最終的にロシアが成功することはないとみえています。西側諸国は、ロシアの勝利を決して許さないということで結論付けたとみられますが、戦争の早期終結ははまだ近い将来には見通せない状況となっています。

そんな中、英国政治では先週、ニコラ・スタージョン氏が英スコットランドの自治政府首相を辞任するとの話題が、英国とスコットランドの紙面を賑わせました。スコットランドでは労働党が再び勢いを増しており、次回総選挙では議席を大幅に伸ばすと予想されています。一方で、独立に向けた機運はここへきて失速しているとみられ、スコットランド国民党（SNP）及びスタージョン氏は行き場を失いました。もう少し気楽な話題として、SNPは新たな党首として、サモンド（「サーモン」ド）前党首、スタージョン（チョウザメの意味を持つ）氏と同様に、魚に関連した名前を持つ人を見つけられるのか、というものもあります。ヘリング（ニシン）やキッパー（燻製にしたニシン）などが名前に付く人がいれば、その出番を待ち構えているのかも知れません。

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