



RBC BlueBay  
Asset Management



## 「ノー・ランディング」から「ハード・ランディング」へ？

先週は、スナク英首相にとって良い週となりましたが、英国のマクロ経済見通しは暗いままです。

2023年3月3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

- 力強い経済指標を受け、1月に市場で広がっていた楽観的な見方は後退しています。
- 金融政策は当初想定されたよりも、効果にタイムラグが見られています。
- 需要を減速させるためには、政策金利がより大幅に引き上げられなければならないリスクが高まっているように思われます。
- 今回の景気サイクルにおける最終目的地として、「ソフト・ランディング（軟着陸）」もしくは、政策の更なる引き締めがもたらす「ハード・ランディング（硬着陸）」を想定しています。

先週も、政策金利見通しの上方への調整が続き、とりわけ欧州がその流れを牽引しました。金利市場では、今後数ヶ月間で欧州中央銀行（ECB）が150bpsの追加利上げを実施し、政策金利は4%をやや下回る水準まで織り込まれています。

経済指標は引き続き改善の兆しを示しているほか、直近のユーロ圏の消費者物価指数（CPI）が市場予想を上回るなど、インフレの低下基調に一服感が見られています。これにより、ECBは3月の会合でもタカ派姿勢を維持すると見られ、ラガルド総裁が近い将来の利上げペースの鈍化を示唆する状況には、今のところはないとみられます。

また米国でも、米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ抑制に向けたコミットメントを示すと予想しています。このため米欧の両市場で、政策金利が想定される中立金利（いわゆるRスター）の水準を大きく上回ることが予想され、その結果、利上げサイクルはピークに近いとの期待感につながっても不思議ではないと思います。

しかし、力強い経済指標を受け、市場参加者の間では、通常想定されるような経済活動の鈍化、といった形での金融政策の効果が見られていないことへの懸念が高まりつつあるようです。

政策担当者との会話の中で、こうした傾向を評価する際に、マイナス実質金利（名目金利がインフレ率を下回る状態）の継続によって、幾つかのモデルが示唆するよりも、実際には金融環境が緩和的な状況に留まっているのかどうかといった議論がありました。

一方、これまでも述べた通り、米国（及び欧州の多く）の住宅ローン保持者は、金利が歴史的に低い水準であった際に、今後30年間の金利リスクをヘッジしました。そのような点を踏まえると、家計の借入が固定金利ベースで、貯蓄からの収入が金利と共に上昇するならば、実際には一部の家計は利上げによる恩恵を受けることになるとも言えます。

また、（中央銀行やプライベート市場といった）資産保有者が時価評価で損失を計上する必要性に駆られていない場合では、タカ派色を強めた金融政策の効果は薄れるかもしれません。これらの要因が、金融環境の引き締まりを遅らせる可能性はあるでしょう。

また、同じく先週見受けられた話題として、名目金利が極めて低い水準にある場合、政策金利がその効果を失っているのではないかとの問いかけもありました。過去、景気減速の最中に中央銀行が政策金利を2%から0%に、もしくはそれ未満に引き下げた際、政策は「暖簾に腕押し」のような状態であると述べてきました。

同じように、政策金利の引き上げが始まる際、何らかの効果をもたらし始めるまでに、政策金利は例えば2%などの閾値を超えて引き上げられる必要があるのではないかと考えられます。仮にそうであった場合、米国の利上げサイクルは実質的には6ヶ月前に始まったばかりであり、欧州ではまさに今それが始まるようとしている状況であるとも捉えられます。

このような議論のメリットがあるのかどうかはさておき、金融政策が当初想定されたよりも長いタイムラグを伴っているとの見方には多くの政策担当者が同意しているとみられ、足元では今後3～6ヶ月のうちに経済がリセッション入りする可能性は低いとみられています。

ただし、幾らか遅れを伴ったとしても、政策によって成長とインフレが減速するとの見方は、政策担当者の間では引き続き幅を利かせているようで、今年の夏の初めに政策金利がピークをつけるとの見方が大勢です。しかし、需要を減速させるためには、政策金利がより大幅に引き上げられなければならないリスクが高まっているように思われます。

その点に関して言えば、金融環境を示す指標は小幅な引き締めを示しているのみで、過去30年間の平均から大きく離れていません。経済指標に関して依然多くの不確実性が存在することや、中国からの需要の復活は、グローバル経済にとって成長とインフレの上振れリスクになり兼ねません。

こうした議論はさておき、利上げが本格的な効果をもたらすためには、あともう少しの時間が必要であるとの見方が一般的であると思います。相当な引き締めを既に行ってきたことを踏まえて、一部には、金融政策が過度な反応となる可能性を懸念している声もあるようです。そのような見方の関係者の間では、ここ最近の経済指標のサプライズは、過去まれに見る暖冬の影響もあると考えているようです。

その点を踏まえ、米連邦公開市場委員会（FOMC）はこの先、経済指標の何らかのサプライズによって道筋変更を迫らない限り、利上げ幅を25bpsに留めると予想しています。したがって、足元で市場に織り込まれている、5.5%近辺の政策金利のピーク、そして来年の春先まで政策金利が5%を上回る水準に据え置かれるとの見方は概ね理にかなっているとみています。

とは言いながらも、今回の景気サイクルにおける最終目的地は、「ノー・ランディング（無着陸）」にはならないとの見方を維持しています。「ソフト・ランディング（軟着陸）」もしくは、政策の更なる引き締めがリセッション及び「ハード・ランディング（硬着陸）」につながる状況を想定しています。

それを考慮すれば、リスク資産は利上げや高インフレ、経済成長の減速に脆弱である可能性がありますとみています。企業業績が拡大を続け、インフレが目標水準に戻れば債券利回りがいずれは低下するであろうとの見方も相まって、株価収益率（マルチプル）は高止まりしています。

しかし、そのような道筋を辿るためには、「完璧なディスインフレーション（immaculate disinflation）」という極めて細い道を掻い潜らねばならず、経済がどこかで転落する可能性の方が高いと思えることから、慎重な姿勢を維持することが賢明であると考えています。

そんな中、日本では日銀が引き続きイールドカーブ・コントロール（YCC）へのコミットメントを示しています。先日は、買入を行っている国債の最低品賃料を引き上げるなど、レポ市場を引き締める措置を取り、投機的な動きを牽制しました。

しかし、外部の行動というよりもむしろ、日本経済の状況の変化自体が、今後の日銀の政策変更を促す要因になるとの見方を維持しています。現実を見れば、日本の生鮮食品を除いたコア・インフレ率は既に4%を上回っており、インフレ問題が拡大しています。このことが、春闘における大幅な賃上げにつながる可能性があるとしており、当初価格引き上げに消極的であった企業が、今や積極的に価格転嫁を進めているようにも見受けられます。

超緩和的な金融政策はインフレ圧力につながっており、日銀がより速いペースでの証券の買入とバランスシートの拡大を余儀なくされていることで、出口を模索している政策がより緩和的になっているという事実も皮肉に思えます。

これに関連して言えば、オーストラリア準備銀行（RBA）が、YCC（RBAではイールド・ターゲット（YT）政策と呼んでいた）撤廃前に3年国債のレポ市場を引き締めたことも興味深く思い起こされ、（日銀による）直近の動きも同じ道への前兆である可能性もありそうです。現時点では、3月の次回会合で日銀が長期金利の許容変動幅上限を0.75%に引き上げることもであると予想しています。

先週は、株価が下落基調となりました。この動きは、短期金利がまず売られたのち、長期金利が売られ、その後リスク資産が売られるという予想されたパターンに沿ったものとなりました。一方で、クレジット債は比較的底堅い動きとなっています。最終的な景気減速の嵐雲はまだ遠くにあり、多くにとって魅力的である絶対的な利回り水準を背景に、社債及びソブリン債に対する旺盛な需要が継続しているように見受けられます。

その他、為替市場では、ここ最近の米ドル高基調がモメンタムを失っているようです。利上げにおいて、FRBが他の中央銀行と比較してそれほど余地を残していないことは事実でしょう。2月は米ドルに対してややロングのポジションを取っていましたが、足元ではインドやイスラエル、日本の通貨へのエクスポージャーを高めることで、反対方向のポジションに移行しています。

## 今後の見通し

この先は、50万人超の雇用増によって2月にサプライズをもたらした米雇用統計の発表が予定されており、市場の注目を集めるとみられます。その後、市場の注目は米CPIに移ると見られ、これら2つの指標は、市場参加者及び政策担当者にとって極めて重要なものになるでしょう。

現時点では、2月分のこれらの指標は前月とほぼ同様の内容になると予想されています。仮にそうであった場合、利回りが上昇を続けるのであれば、「ノー・ランディング」期待は再びすぐに「ハード・ランディング」懸念に取って代わられることになるかもしれません。

そんな中、先週は珍しく明るい話題として、スナク英首相とフォンデアライエン欧州委員長が英領北アイルランドの物流規則を巡り合意したという報道がありました。今後数ヶ月のEUと英国の関係改善の雰囲気を決定づけたと言えるかもしれません。EUは、この先5~7年間の、英労働党政権下における「再加盟」を巡る国民投票の可能性も視野に入れ、建設的に行動する可能性があるでしょう。

英国の軍事的な役割（武器類のみならず、情報機関としても）は、欧州全域にとって英国をより近くに囲い込む利点であるということが再認識され始め、英国側でも、例えば英国民が再び欧州各地の空港で「eゲート」を利用することが出来るメリットを感じるまでに、時間は掛からないとみえています。とは言いながらも、英国のマクロ経済見通しは暗いまです。インフレの高止まりは政策金利の更なる上昇を意味しますが、それは一方で住宅市場の崩壊を加速させるリスクをはらみま

すが、英国は引き続き板挟みの状態に留まるとみており、英国資産や英ポンドに対してはネガティブな見方を維持しています。そんな中でも、少なくともリシ（スナク氏）はまた少しずつお友達を増やしているようですが。。。

## ディスクレーム

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%
					成報報酬 (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