



RBC BlueBay
Asset Management

混乱の原因は一旦おとなしくなるか

激動の数週間を経て、市場は息継ぎの時間を得られたと安心しているように見えます。

2023年4月6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

- 市場は数週間に亘るボラティリティの高まりから落ち着きを取り戻しています。
- 金融環境は今後、より引き締まると予想しています。
- 経済は一定の勢いを維持しているものの、この先はこの勢いは徐々に減速すると予想しています。
- 欧州では、インフレが長引く可能性があることから、欧州中央銀行 (ECB) の利下げ転換時期は後ろ倒しとなりそうです。
- 長引くインフレや貿易問題が燻中、英国のマクロ経済見通しは困難であると言えそうです。

銀行セクターの混乱によるボラティリティの高まりが引き続き落ち着きを取り戻す中、先週も金融市場は概ね安定して推移しました。「3月はライオンのようにやってきて、子羊のように去っていく」ということわざがありますが、2023年に関して言えば、直近の価格動向を表すものとして極めて適切な表現であったと言えそうです。

これまでも述べてきた通り、シリコンバレー銀行 (SVB)、そしてクレディ・スイス (CS) の相次ぐ崩壊を引き起こした問題はそれぞれに固有の要因であり、2008年とは異なり、グローバル銀行セクター全体への広範な波及を懸念する理由はないであろうと考えています。しかし、貸し出し基準は引き続き厳格化し、結果として金融環境はより引き締まると予想されます。このことが、日が進むに

つれて経済活動にブレーキを掛ける要因になるとみて、今年後半頃に米欧の両市場での比較的浅いセッション入りを予想しています。

今週発表された経済指標は経済活動の減速を示唆する内容でしたが、今のところ短期的には、経済は一定の勢いを維持しているように見えます。1月及び2月の力強い経済指標ののち、3月には指標がやや弱含む可能性を指摘してきましたが、直近のISM景況指数にその一端が表れていたように思います。2023年は年明けから例外的に穏やかな気候が続き、経済活動を押し上げましたが、3月は対照的により荒れ模様の気候となっています。

政策金利がピークに達してほどなく利下げサイクルに突入する、という市場の見方を後押しするような、幾つかの弱い指標が確認される可能性もあるでしょう。しかし我々は、物価の減速までには時間が掛かる可能性があり、米連邦公開市場委員会（FOMC）は、少なくともインフレ率が3%を下回って低下しない限りは、より緩和的なスタンスへ移行することをためらうとみています。

先週発表された個人消費支出（PCE）コア価格指数は、価格圧力が低下し始めたことを示唆するものとして好感されました。しかし、前年同月比では依然として4.6%とFRBの目標の2倍超になっており、物価の安定を取り戻す過程での動きを、大袈裟に考えるには早いと言えるでしょう。一方で今週、石油輸出国機構（OPEC）が原油価格を支えるために減産を発表したことは、インフレの上昇リスクが容易に再出現しかねないことを改めて思い起こさせる出来事でした。

その他では、失業率が歴史的な低水準にあり、労働市場が構造的にひっ迫している中で、賃金インフレは引き続き脅威であることから、労働市場が果たす役割が非常に大きいとみています。その意味で、今週末に発表される米雇用統計は、いつも通り市場参加者の注目の的となるでしょう。しかし、欧州市場ではイースター休暇が近づいていることから、目先の主要な経済指標の中では、雇用統計よりもインフレ指標の方が注目を集めるかもしれません。

今週は、欧州市場全般が比較的静かな一週間となりました。とは言いながらも、ここ最近行った政策担当者との面談では、ユーロ圏のコア物価が現時点では依然として上昇を続けている点に焦点が当たりました。したがって、欧州中央銀行（ECB）の利上げサイクル終了に関しての議論は時期尚早であり、ましてや利下げの時期に関する議論の開始など尚更でしょう。

インフレ率が当面4%を上回る水準で高止まりする可能性が認識されており、仮にそうなった場合、ECBによる最初の利下げはこの先12か月間は想定しづらい状況となるでしょう。それまでに、政策金利は3.75%近辺でピークを付けると予想しています。つまり、現時点においてECBはFOMCと比較して更に追加利上げを実施する必要があることを示唆しています。銀行リスクに関しては、ユーロ圏では米国ほど長引く問題になるとは考えにくいことから、相対的にユーロがアウトパフォームする余地があるとみています。

為替相場では、ユーロがこの夏に掛けて1ユーロ1.15米ドルに向けて上昇する可能性があるかとみています。先月、マクロ市場において多くのポジションが解消されたことで、為替相場においては比較的投資家のポジションが軽くなっている可能性もあるとみています。日本円に関しても同じことが言え、日銀の政策変更を予想して、引き続き我々が最も選好する通貨の一つとなっています。ここでは、今月末に予定されている日銀の会合を契機に、政策変更を予想する投資家が日本金利や日本円のポジションを再構築する可能性があるかとみています。

英国では、4月を迎えたことで消費者物価は更に上昇しています。前年比ベースでの小売物価指数（RPI）を参照する契約料金が多いためです。3月の時点で英国のRPIは前年比13.8%という驚くべき水準となっていますが、その結果、携帯電話やブロードバンド、地方税、公共料金などの価格も大きく跳ね上がりました。

また、各地のスーパーマーケットは依然として供給問題を抱え、食料品価格のインフレも継続しています。ここ数か月間では、スーパーで空っぽの棚や商品の品切れがよく見られる光景になりつつあります。唯一、価格が上昇していない分野と言えば、住宅価格でしょう。住宅ローンの支払いがかさむ中で住宅購入が賄えなくなり、住宅市場では下落モメンタムが生じ始めているように見受けられます。

一方、現時点において家賃は高騰を続けており、手に入る物件の供給が乏しいことを示唆しています。この先を見ても、英国のマクロ経済見通しは極めて困難であると言えます。これまでのところ、暖冬の影響や、中国経済再開などに伴うグローバルなセンチメントの改善によって、英国経済はリセッション入りを回避してきました。しかし、この先はそれらの恩恵も薄れ、英国が他の主要経済を大幅にアンダーパフォームする可能性があるかとみています。直近でも再び港湾での混乱において確認されたように、ブレグジットは引き続き貿易に重石となっています。

英国政府は環太平洋経済連携協定（TPP）加盟を意気揚々と発表するかもしれませんが、現実には、地理的な要因からもEUこそが、そして今後もEUが英国の最大の貿易相手です。過去数年間で英国に対する対外直接投資は大幅に減少し、金融などのセクターにおける高収入な仕事は、大陸欧州の他の中心地に奪われました。

イングランド銀行（英中央銀行、BoE）はインフレの責任が自らにないことを主張し、実際に現状においてBoEが出来ることはそれほどないと言えるでしょう。もしバイリー総裁がよりタカ派姿勢を取れば、下降しつつある住宅市場は崩壊へと追いやられるかもしれません。一方、もし実質金利が十分なマイナス圏に留まれば、インフレ期待は引き続き上方修正されていくでしょう。労働組合が勢いを増す中、賃金要求も高まり続けるでしょう。

従って、英国経済及び英国政府はこの先、インフレのオーバーシュートの長期化を受け入れながら、「何とか切り抜ける」という状況になる可能性が最も高いと考えられ、次期総選挙において労働党が政権を奪取し、これらの問題を受け継ぐことがほぼ確実であるように思います。ただしスターマー氏率いる労働党が政権に就いたとしても、出来ることは限られていると認識することになるかもしれません。そんな中、英ポンド相場はいかなる財政規律の乱れの兆しであっても下落で反応する方向にあることを示しており、中長期的な見通しに基づけば、他通貨に対して下落基調となる可能性が高いとみています。

エマージング市場（EM）では、原油価格の上昇圧力が、食品及びエネルギーの輸入国と比較してこれらの輸出国に良好な環境をもたらしています。したがって、この先は相対的なパフォーマンス格差の拡大が予想されます。多くのEMクレジット債のスプレッド水準には割安感があり、やや軟調な米ドルやEMでのインフレ率の低下は引き続きEM現地資産の追い風となるでしょう。

同時に、フロンティア諸国の間では債務再編リスクが高まる傾向が伺えます。その他のクレジット債市場では、米国と比較して、欧州の投資適格社債に投資妙味があるとの見方を維持しています。欧州社債のスプレッドは過去、米国社債のスプレッドを下回る傾向にありました。米国債券市場よりも欧州債券の名目利回りが低いことによる、利回り比（イールド・レシオ）の考え方がその一因として挙げられてきました。

ここ数年間は、ECBによる買入策によって欧州投資適格社債のスプレッドは人為的に割高となってきました。ただし足元では、信用格付が同等で、欧州指数の方がデレーションが短いにも関わらず、相対的に欧州のスプレッドの方がワイドとなっています。過去、欧州社債のスプレッドが米国社債よりもワイドであった局面では、通貨同盟におけるソブリン危機がその大半を説明していましたが、足元ではそのような傾向は見られません。

むしろ、欧州指数の相対的な割安感の背景として、指数に占める銀行シニア債の比率の高さが挙げられるかもしれません。ただし我々は、欧州の銀行が良好な経営環境下にある中で、同セクターには投資妙味があると考えています。ここ最近で面談した欧州の銀行幹部は、預金の流出ではなく流入を挙げるとともに、純利息マージンの継続的な改善も指摘していました。

今後の見通し

激動の数週間を経て、市場は息継ぎの時間を得られたと安心しているように見えます。しかし、落ち着いた状況はそう長くは続かないかもしれません。一般的に言えば、雇用統計よりも来週発表される米CPIが市場予想と大きく異なった場合に、市場のボラティリティが上昇するリスクがあるとみえています。市場予想を下回れば、FRBがその仕事を終えたとの市場の見方を後押しし、リスク資産にはポジティブに働くかもしれません。一方で、市場予想を上回れば、市場に更なるストレスをもたらすかもしれません。とは言いながらも結局は、今のところ不安定さが落ち着くことを望んでいる人は多いでしょう。（今週出頭した）トランプ前大統領に関しても同じことが言えればよいのですが。

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