



RBC BlueBay
Asset Management



クール、カーム・アンド・コレクテッド（冷静沈着）

私たちが問いているのは、「いつまで続くのか」ということです。

2023年4月14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

- 年末に掛けて、米欧の両市場で比較的マイルドなりセッションを想定しています。
- 米国では、経済指標が強弱入り混じる内容ではあるものの、FRBは価格の安定に向けて努力を続けるとみています。
- 欧州債市場は、ここ最近のボラティリティ上昇から落ち着きが見られており、追加利上げが実施される可能性が高いとみています。
- 英国は、インフレが根深いものになっており、引き続きマクロ経済見通しは厳しいと言えそうです。
- ボラティリティは落ち着きを見せているものの、投資適格（IG）社債のスプレッドは、2月末の水準から依然としてやや大きく拡大した水準にあります。

先週は、イースター休暇を挟み、やや静かな市場環境となりました。前週末に発表された堅調な米雇用統計を受けて、主要国債利回りのここ最近の低下基調は反転しました。また、銀行セクターに対する懸念が引き続き後退する中、リスク資産の動きにも一定の安定が見られました。ワシントンDCでは先週、国際通貨基金（IMF）会合のために各国の中央銀行高官が集まるなど、政策面で重大な岐路に立つ局面で政策担当者が一堂に会することとなりました。

さらに、米連邦準備制度理事会（FRB）は先週、3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）議事録を公表し、その中ではメンバーが昨今の銀行セクターにおける混乱がより厳格な融資基準に

つながり、金融環境を引き締めることに対する懸念を示していたことがわかりました。このことは、この先数四半期の経済活動にとってブレーキになるとみており、年末に掛けて、米欧の両市場で比較的マイルドなりセッションを想定しています。

米国では、ここ最近の経済指標が強弱入り混じる内容ではあるものの、経済活動は引き続き安定しています。不確実性は高止まりしていますが、米国経済を取り巻く様々な要因を踏まえればそれほど不思議ではありません。

先週発表された米消費者物価指数（CPI）は、総合CPIが5%と、2021年5月以来の低水準となるなど、価格圧力が落ち着き始めたという安心感を幾らかもたらす内容でした。全体にインパクトのある数字ではありませんでしたが、想定通り進めば、比較的穏やかなインフレ指標が続くことで短中期的にボラティリティが抑制されるとみています。

しかし、価格の安定を取り戻す上での進展を過信するのは時期尚早であると考えています。インフレ指標の個々の構成項目は引き続き方向感を欠いており、コモディティ価格も過去1ヶ月間で再び上昇に転じています。その点において、労働市場はこの先も重要な役割を果たすとみています。労働市場が構造的に逼迫した状態が続く限りは、賃金インフレが引き続き脅威であるためです。

政策対応という点で見れば、コア・インフレ率の落ち着きは、依然としてFRBが次回会合で政策金利を据え置く判断を下すために十分ではないとみており、FRBは5月の会合で25bpsの利上げを行った後に、据え置きボタンを押すとの見方を維持しています。

また、インフレ率と成長の減速は、足元で市場に織り込まれている今年9月からの利下げ（年内に2回の25bps利下げ）を正当化するために十分ではないともみています。これらの点を踏まえれば、短期米国債の利回りについては依然として上昇余地があるとみています。

欧州ソブリン債市場は引き続き一定の落ち着きとともに推移していますが、ここ最近の歴史を踏まえれば、このような期間がそれほど長続きすることはないでしょう。欧州周辺国国債のスプレッドは、成長見通しの上方修正や安定的な政治情勢、債務ダイナミクスの落ち着き、欧州中央銀行（ECB）による伝達保護措置（TPI）のサポートなどを背景に縮小基調にあります。

しかし、より「ノーマルな」世界へと移行する中、これらの要因へのプレッシャーも予想され、周辺国債の価格評価は、根底にある信用リスクを反映した、より一般的な水準へと回帰する可能性があると考えています。コロナ禍の休止期間の後に改めて適用される新たなEUの財政ルールに関して、ドイツ政府が前週に出した「たたき台」は、現状協議されているよりも厳しい提案でした。このような展開は、再び「儉約国」とその他欧州国との対立の素地につながる可能性があると考えています。

財政から離れ、金融政策担当者のここ最近の発言に注目すると、ユーロ圏のインフレ率は当面4%を上回る水準で高止まりする可能性があると考えています。ユーロ圏では更なる引き締めが予想され、政策金利は3.75%近辺でピークをつけると予想しています。つまり、現時点においてECBはFOMCよりも追加利上げを実施する必要があることを示唆しており、銀行リスクに関しても、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、相対的にユーロが米ドルをアウトパフォームする余地があるとみています。

英国では、先週発表された成長指標が予想を上振れしたものの、引き続きマクロ経済見通しは厳しいと言えます。ここ最近の勢いは薄れ、この先数四半期に亘って他の主要国経済をより大きくアンダーパフォームする可能性があると考えています。インフレ、金融安定、成長という3者間でのイングランド銀行（英中央銀行、BoE）の綱渡りは、この先更に難易度を増すとみています。

現時点では、金融安定と成長を優先し、その裏でインフレがあと少し上昇しても仕方ないと考えているように見受けられます。金利上昇が住宅ローンの支払い増につながる（負の）影響を十分に認識しているためと思われます。最終的に、英国においてインフレはより根深いものになると予想しています。ストライキの継続や労働力の減少がこれに拍車を掛け、政治家にとっても出来ることが限られている状況であるためです。

そんな中、英国債市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が示されており、英ポンドに関しても、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。

日本では、先週日銀の新総裁に就任した植田氏が、ややハト派と受け止められる内容の会見を行いました。しかし、同氏のコメントは概ねバランスの取れた内容であったと受け止めており、政策正常化の道における次なるステップが差し迫っているとのブルーベイの見方を変えるものではありませんでした。4月の会合はやや早すぎるかもしれませんが、6月までには、日銀が次のステップに進む準備が整うとの見方を維持しており、日本金利の中長期的なショート・ポジションに対しても確信を維持しています。

米利上げサイクルが終盤に近いとの見方や、それに伴う主要金利のボラティリティの低下は、ここ最近エマージング市場（EM）現地資産にとって追い風となっています。EM通貨高（米ドル安）及びEM現地金利低下の双方が、EM現地通貨建て債を押し上げています。

とりわけ、高ベータの中南米市場（ブラジルやコロンビア）が抜きん出て良好なパフォーマンスとなっています。短期的にはこのような動きが続くと見ており、一般的にEM現地金利をロングし、通貨でも米ドルをショートする方向でのポジションを維持しています。

社債市場は引き続き3月のボラティリティ上昇以降は落ち着きを見せており、先週もスプレッドがやや縮小しました。ただし、投資適格（IG）社債のスプレッドは、2月末の水準から依然としてやや大きく拡大した水準にあり、これは主に、金融銘柄のアンダーパフォームによるものです。

グローバルIG銀行社債のスプレッドは、その他セクターの長年に亘るスプレッド水準と比較して最もワイドな水準にあります。また、直近のシリコンバレー銀行（SVB）やクレディ・スイス（CS）破綻劇や、その結果としてよりシニア債の発行が増える可能性があることを踏まえれば、短期的にはそのような水準に留まるかもしれず、一定の割安感があるとみています。目先の業績発表シーズンでは、過去数年間で銀行の収益性が飛躍的に改善していることが示され、銀行の置かれた立ち位置が改善しているとの見方を後押しする可能性があるでしょう。

また、金融セクター以外の企業についても、現時点で業績は懸念視される内容ではないとみています。新規発行も概ね消化可能な額であると予想しており、結果として社債市場には全体としてややポジティブな見方を維持しています。ただし、CDS市場においては、ヘッジ・ポジションの構築や、スプレッドが過度に縮小したシクリカル関連銘柄の投資機会を探る上で引き続き注目していきます。

今後の見通し

今後の見通しとして、比較的穏やかなインフレ指標は短期的に市場のボラティリティを抑制する要因になるかもしれませんが、落ち着いた環境は長続きしないとみえています。実際に、強弱入り混じり、浮き沈み激しい経済指標が見られる今日の市場環境での運用には用心が必要です。

加えて、銀行セクターの混乱によって、最終的にもたらされるであろう信用環境の引き締めを巡る不透明感も考慮する必要があり、今は方向感を持ったマクロ見通しに強い確信度を持つことが難しくなっています。

そのように、金融市場にとっても混乱の時期ではありますが、先週、自らの祖先の国であり、「ルーツ」であるアイルランドを訪れて、言い間違いをしていたバイデン米大統領ほど、混乱することはないように思えます。禁酒者とされるバイデン氏には、アイルランドのお酒が必要かも知れません！

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