



RBC BlueBay  
Asset Management



## 銀行レッスン初級編

カナダ流の抗議デモとともに、カナダは先進国の中でも先を行っているようです。

2023年4月28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

- 米国では、概ね堅固な企業業績が確認されているものの、特定の銀行は引き続き問題を抱えています。
- 特定の銀行に見られる問題はより広範でシステミックな性質のものではないと考えているものの、今後規制の強化や融資基準の厳格化を予想しています。
- カナダはソフト・ランディングとなる好位置に付けている先進国とみています。
- 英国では、住宅ローン金利が切り上げられ、生活費の危機は今後も続く予想されます。
- 日本では、日本国内でインフレ圧力が継続的に高まる中、政策変更が行われるとの見方を維持しています。
- この先を見据えると、不確実性は高まっているものの、米連邦公開市場委員会 (FOMC) は来週に利上げを実施し、今回の利上げをもって一旦停止すると予想しています。

先週は、米国の地銀に関連した新たな懸念を背景にリスク資産が弱含み、特に金融セクターが軟調となりました。一方、決算発表シーズンが始まり、これまでのところ概ね堅固な企業業績が確認されています。ファースト・リパブリック・バンクに関しては、約1,000億米ドルもの預金流出により、同行の存続性に対する懸念が再燃しました。

200億米ドル規模とも言われている含み損を踏まえると、即座に損失を実現する必要が生じる、他の銀行による同行への介入と買収は依然として困難な状況です。将来発生する可能性のある訴訟関連のコスト等を踏まえれば、損失は更に拡大する可能性もあります。

しかし、仮にファースト・リパブリック・バンクが閉鎖され、損失が連邦預金保険公社（FDIC）を通じて実現することになれば、他の銀行への損失が500億米ドル近くに及ぶ可能性があります。したがって、今回の問題をどのように解決するかにつき、遅くとも今週末には何らかの結論が出ると見られており、状況を見守っています。

根本的には、ファースト・リパブリック・バンクが直面する課題の中心にあるのは、資産と負債の満期のミスマッチであると言えます、これは80年代の米国貯蓄貸付組合（S&L）危機とも共通する側面があります。シリコンバレー銀行（SVB）を分析した際、同行が預金の平均残存期間に関して、12年程度と過度に楽観的な予測を立てていたことが明らかになりました。その予測に基づき、SVBは年限のミスマッチを心配することなく長期債に投資を行っていました。このような預金の残存期間の予測は、他の大手銀行の予測よりも4倍から5倍近く高い水準です。このような予測が許容されていたという事実が、中小規模の銀行に対する監督基準が比較的緩くなっていたことを物語っていると同時に、そのような予測を疑問視するべきリスク管理機能が完全に作動していなかったことを示唆しています。

実際に、ここ最近の出来事を踏まえた教訓があるとすれば、それは預金の動きの速さであると言えるでしょう。情報がソーシャル・メディア上で即座に拡散するデジタル社会において、これまでは数日から数週間といった期間で発生していたような銀行の取り付け騒ぎが、ほんの数時間の内に発生しうる状況を目の当たりにしました。

とは言いながらも、全般的に言えば銀行は概ね健全な状態にあり、厚い利ざやに加え、比較的良好的な融資の質も銀行を支えています。そのような視点から、少数の銀行が抱える諸問題については解決されるべきであるものの、ここ最近の進展が、2008年の金融危機時に目にしたような、より広範でシステミックな性質のものであるとの見方には同意しません。

ただし、方向性としては、中小の地銀に対する規制の強化や融資基準の厳格化が予想され、結果として広範な金融環境の引き締めにつながることが明確であるように思われます。またその結果、経済活動は減速するとみられ、引き続き今年末に掛けての浅いリセッションを予想しています。

また、米国の住宅ローン保有者の多くが2021年の借り換え時に超低金利で契約をしていると見られる中、消費者にとっての金融引き締めの影響は今後数年間掛けて起こり、住宅所有者が低金利のローンが高い利率でリセットされていく過程で、実感されていくものとみられます。

消費者に即座に影響が及ばないこのような住宅ローンの構造は、金利が短期的にはさらに引き上げられ、最終的に景気の波をもたらすまで上昇する可能性を示唆しています。この先物価が落ち着けば、2024年に利下げが実施される可能性が高いとみており、その意味で足下の米金利に関しては、概ねフェアバリュー近辺にあると考えています。

先週はカナダを訪問し、政策担当者と面談しましたが、同国の状況は米国よりもかなり穏やかであるとの印象を受けました。カナダでは、インフレ率が今年の夏場に掛けて3%程度に低下する可能性が高く、カナダ経済は2023年にソフト・ランディングとなる好位置に付けているとみています。

カナダ中央銀行は他の主要中央銀行に先駆けて2021年に引き締めを開始し、インフレ低下に向けた取り組みで一步前を進んできました。同中銀は、物価の安定を維持するため、インフレ率を2%に抑えることに対するコミットメントを示してきました。

しかし同中銀を除けば、それ以外の地域の政策担当者は、引き締まった労働市場や非グローバル化のトレンドなどから、物価圧力が過去と比較してやや長きに亘って高止まりする可能性を考慮しているように見受けられます。

英国では先週、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）からのメッセージとして、国民がもはやこれまでよりも貧しくなったことを受け入れる必要があることが示唆されました。インフレ抑制のためにBoE

が5%近くに利上げをせざるを得ない状況の中、住宅ローン金利は切り上げられ、生活費の危機は今後も続くと予想されます。同中銀は、現状についての非難の矛先を、自らを棚に上げて他に向けているようにも見えます。

日本では、日銀の植田総裁が就任後初めての会合で、イールドカーブ・コントロール（YCC）政策の維持を決定しました。しかしブルーベイでは、日本国内でインフレ圧力が継続的に高まる中、日銀が6月に政策変更を行うとの見方を維持しています。先週発表された、全国の物価の先行指標となる4月の東京消費者物価指数（CPI）は、コアインフレが40年ぶりの高水準と、市場予想を上回る結果となりました。

実際に日銀は、先週の会合時、投機筋による圧力が比較的少なかった時を利用して、YCC撤廃を行わなかったことを、後に後悔することになるかもしれないと考えています。6月までには、政策変更観測はさらに広がっている可能性があり、より困難な状況も予想されるためです。このような英国及び日本の状況を踏まえ、為替市場では英ポンドに対して円を選好する姿勢を維持しています。

先週は、米国の銀行関連の懸念がクレジット債のスプレッドの重石となりました。堅調な業績発表にも関わらず、欧州銀行のパフォーマンスが特に弱含みました。ある意味では、信頼感を損ない兼ねないものは何でもネガティブに受け止められ、3月の出来事が記憶に新しい中、昨今ではあらゆる出来事が瞬時に進展する傾向にあるとの警戒感が存在しているようです。

為替市場では、リスク資産の動きにも関わらず米ドル安基調が続いています。他方エマージング市場に目を向けると、国ごとにパフォーマンスが異なる状況が続いています。ブラジルのような、食品及びエネルギーの輸出による恩恵を受けている国は、交易条件の改善などが好感されていますが、反対に悪化が見られる国もあります。多くのフロンティア市場ではストレスが高まっており、この先も、高い債務水準や米国金利の上昇、経済成長の減速といった悪条件の組み合わせによって、脆弱な国では更なる債務再編が行われると予想しています。

## 今後の見通し

この先を見据えると、不確実性は高まっているものの、米連邦公開市場委員会（FOMC）は利上げを実施すると予想しています。パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は会合後の質疑応答において、政策据え置きの可能性を示唆するとみしており、インフレの低下を見守る間、この先6ヶ月程度は政策金利が5%をやや上回る水準で維持されるとみています。

労働市場の引き締めは、今後数ヶ月間に亘る賃金圧力につながり兼ねません。先週はドイツでその一例が見られ、公務員に対して、欧州中央銀行（ECB）が掲げるインフレ目標を大幅に上回る6%の賃上げが実施されました。

そんな中、他の地域よりもインフレ率が大幅に低いカナダの首都オタワでも、労働紛争の中で公務員がデモ活動を行っていました。現状提示されているこの先3年間の賃金が年間平均3%増に留まっているとのことで、デモ参加者に話を聞くと、賃金要求に加え、在宅勤務を求める声もあったことを興味深く受け止めました。

結果として、労働者はオフィスまで通勤して自宅から仕事ができることを求めてデモに参加する一方、オフィスで仕事をしたい人は、デモに賛同しないために自宅で仕事をすることを強いられている、という奇妙な状況が生まれています。何と不思議な世界に住んでいることでしょうか！

とは言いながらも、デモに参加していた人たちは皆礼儀正しく、デモの最後には全てのゴミを持ち帰るなど、非常にカナダらしさを感じられたことには安心しました。他の地域のデモ隊にとって、学べることもありそうです。

## 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