



RBC BlueBay
Asset Management

トランジションは迅速に

サッカーに限らず、有効かも知れません。

2023年5月12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

- 米労働市場は力強さを維持しており、総合CPIは2年振りに前年比5%を下回りました。
- ここ最近の堅調な企業業績や消費者の力強さは、差し迫ったりセッションへの警戒感とは対照的です。
- 欧州経済は概ね健全な状態を維持しています。
- BoEがこの先、物価の安定と成長、金融市場の安定を効果的に運営することは困難であるとの見方を維持しています。
- 辛抱強くより明確な投資機会を待つ、といった投資姿勢が最も賢明であるかもしれません。

先週は、金融市場にとってやや変動の激しい一週間となる中、主要国債利回りは低下しました。前週に、銀行主導で下落していたリスク資産は比較的落ち着いた動きとなり、米ドルの動きにも底堅さが見られました。しかし、景気サイクルが後期にあると思わせるような経済指標も発表される中、幾つかのリスク要因に対処している市場参加者には、足元の市場の状況は安心感を抱くよりもむしろ、ある程度の不透明感があることを物語っています。

全般的に言えば、目先ボラティリティが上昇しても不思議ではないため、辛抱強く、より明確な投資機会を待つ姿勢を取ることが賢明であると考えています。

経済指標に関しては、米労働市場は驚くべきほどの力強さを維持しており、失業率は50年振りの低水準となる3.4%に低下し、非農業部門雇用者数は前月比で引き続き20万人程度の増加ペースを維持しています。先週発表された4月の消費者物価指数（CPI）ではある程度進展が見られ、総合CPIは2年振りに前年比5%を下回りました。

しかし、コア指数は依然として5%を上回っており、まだ行ったり来たりの状況で、中期的に2%のインフレ目標を達成するために、果たして引き締め策が十分であるかという点については、未だ不確実性が残りそうです。

米金利市場では、今年12月末までに約75bpsの利下げが織り込まれています。逼迫した労働市場や、そのことが賃金及びサービス・インフレにもたらす影響を踏まえれば、このような期待感はやや過剰であるとも言えそうです。

さらに、ここ最近の堅調な企業業績や消費者の力強さは、差し迫ったリセッションへの警戒感とは対照的です。1-3月期の決算発表は過去の基準に照らしても堅調な内容で、ガイダンス及びボトムアップの見通しが上方修正されています。また、直近の米連邦準備制度理事会（FRB）のレポートでは、家計の超過貯蓄が依然として潤沢で、年末までの消費を支えることが出来ることを示唆しています。

とは言いながらも、これまでの金融引き締めが成長鈍化につながっているとの証拠は広範に確認されています。FRBによるシニア・ローン・オフィサー・サーベイでは、1-3月期に融資基準が更に厳格化されたことが示されました。

さらに、米地銀の混乱の継続が更なる金融環境の引き締めにつながり、時間が進むにつれて経済活動を徐々に鈍化させるとの警戒感をもたらしています。仮に経済活動が突然かつ急速に減速し、インフレにある程度落ち着きが見られれば、FRBが、適切と思われるタイミングで利下げを行う余地は十分にあります。政策金利は5%を上回り、中立金利とされる水準を大きく上回っています。したがって、もし状況がそれを促せば、利下げは一度に50bpsもしくはそれ以上のペースで進む可能性があるかもしれません。

また、米債務上限を巡る政治劇が本格化しつつあることも、投資家のリスク心理の重石となっています。先週は、マッカーシー下院議長とバイデン大統領が協議の場を設けましたが、目立った進展は見られず、バイデン大統領は、法的に極めて状況を複雑化させ兼ねない合衆国憲法の修正第14条の解釈を用いる可能性すら示唆しました。残念ながら、米共和党と民主党は互いに譲らず、両者の瀬戸際戦略は最後の最後までもつれると予想されます。

しかしその過程で、米財務省の現金が底をつく期限が過ぎてしまう可能性は現実味を帯びていると考えています。仮に、早ければ6月の初めにもそうなった場合、米政権は米債務のデフォルト及びその後の金融市場への混乱の波及を防ぐために、債務支払いを優先するとみえています。ただし問題が解決するまでは、リスク資産に対して概ね慎重な見方を維持しています。

欧州では、経済構造をよりサービス業にシフトさせる過程にある中、直近発表されたドイツの鉱工業受注及び鉱工業生産は市場予想をやや下回りました。しかし、注意すべきことはありますが、総じて言えば、欧州経済は概ね健全な状態を維持しているように見えます。

さらに、賃金の伸びが高止まりし、消費者のインフレ期待が上昇を続ける中、欧州中央銀行（ECB）高官の姿勢から差し迫った利上げ停止の可能性は見受けられず、欧州では夏場に掛けて利上げ傾向は続くとの見方を維持しています。

その他、フランスではここ最近の不安定な社会情勢はこれまで、金融市場にそれほど材料視されていませんでしたが、先週は大手格付け機関フィッチがフランスの信用格付けを1ノッチ引き下げ、AA-としました。格下げの主な理由として、相対的な財政指標の弱さに加え、弱い成長見通しや、構造改革の妨げとなっている政治的不安を挙げました。

フランスの対GDP債務比率は足元で112%となっており、A格の国と比較しても最も高い水準です。EUに提出された最新の財政計画によれば、財政再建は今後複数年に亘って1.5%超の成長が達成できるかどうか重要であるとされ、これは現状の金融政策見通しや、この先のグローバル経

済の減速の可能性を踏まえると、かなり野心的な目標であるように思います。

また、EUが安定成長協定を改定して、債務残高がEUの基準を上回れば毎年20分の1ずつ減らさなければいけないというルールが導入されれば、フランスがこの目標を達成することはさらに難しくなるでしょう。そのような点を踏まえれば、フランスの信用力は、ベルギーやフィンランド、オランダ、オーストリアなど他の「セミア国」と比較して目立って弱いものであると言えるでしょう。

英国では、大方の予想通り、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が25bpsの利上げを実施し、政策金利を4.5%としました。経済成長見通しにおいては、目先のリセッションの可能性が削除されました。しかし英国では、依然として総合インフレ率が10%を上回り、実質金利はかなりのマイナス圏にあります。

過去にも述べた通り、BoEが引き締め策をさらに推し進め、インフレ率をターゲットに戻すことに消極的である背景には、金融市場の安定と成長との兼ね合いがあり、とりわけ未だ完全に消化されていないと見られる、住宅市場への影響を考慮する必要があるためです。

さらに、インフレ問題が「生活費の危機」とであると認識されることにより、賃金も足並みを揃えて上昇し続け、価格設定の連鎖に拍車を掛けています。コンサルタント会社Reedによる、頻度の高い賃金データによれば、足元で賃金は前年比10%のペースで伸びており、公式に発表された指標と比べて高いほか、BlackpoolやMilton Keynesなどの一部地域では20%超の伸びが見られているようです。

引き続き、BoEがこの先、物価の安定と成長、金融市場の安定を効果的に運営することは困難であるとの見方を維持しており、結果として英ポンドは下落する可能性が高いとみています。

為替市場では、米ドルが年初来安値圏で一旦の安定を見せました。しかし、より注目したいのは、投資家のキャリー追求の動きが継続している中で、為替市場におけるボラティリティの低下が続いていることです。ただしブルーベイでは、この動きについては懐疑的にみています。ボラティリティがこれほど低く、多くのキャリー通貨の水準には割高感があり、十分なりスク・プレミアムが提供されておらず、そして、米国のリセッションや銀行ストレス、債務上限、中国経済の減速といった懸念材料が連なっています。このような時は、フォワード・ルッキング・ベースで見れば、キャリー取引からのリターンはマイナスになる傾向があるように思います。

エマージング市場（EM）では、トルコにおいて、週末に今後の先行きに極めて重要な意味を持つ大統領選と議会選を控えた一週間となりました。選挙結果を受けた市場の動きとしては、現職のエルドアン氏が大統領選で勝利すればトルコ資産の下落に、また野党候補が勝利すればより伝統的な政策枠組みが導入されるとの見方から、トルコ資産の上昇につながる、との見方が広がりました。

社債のスプレッドは5月を通じてやや拡大傾向にありましたが、先週は概ね横ばいとなりました。ここでも、米リセッション懸念や米地銀セクターにおけるストレス、米債務上限交渉などが投資家心理を左右する要因となっており、国債利回りの上昇とスプレッド拡大が相まって、社債の利回りはこの10年で最も高い水準近辺にあります。

社債市場では、米地銀システムの混乱継続を背景に、非金融セクターに対する金融セクターの割安感が引き続き高止まりしています。これまでも述べた通り、一般的に銀行は概ね健全な状態にあり、着実な利ざや収入や概ね良好な信用の質がその支えになっているとみています。

米国の地銀に関しては、今後長い時間を掛けて再編や規制強化が実施されていく中で、圧力下に置かれる可能性が高いとみられるものの、より広範でシステミックな性質を持つ事態に進展する可能性は低いとみています。

今後の見通し

今後の見通しとして、市場における不安が、より明確な方向性を持って動く可能性を警戒しています。一方では、銀行の融資基準の厳格化による本格的な信用収縮が、より迅速かつ早期の成長鈍化をもたらす、FRBの姿勢転換を促す可能性もあるでしょう。

他方、足元の経済指標が底堅さを示している中、インフレ抑制のためにFRBがさらなる引き締めを行う必要があるとの見方に市場が傾くことも考えられます。したがって、目先のマクロ見通しは不透明であるとみており、リスク要因が表面化する中でボラティリティが上昇し、リスクオフ・ムードが強まる可能性があるかと慎重にみえています。

先週は、今日のサッカー界で最も戦術的な名将与名高い、アンチェロッティ監督とグアルディオラ監督が双方のチームを率いて直接対決するという歴史的な瞬間がありました。二人はともに、サッカー用語で「トランジション」の名手とされています。トランジションとはすなわち、ボールを奪った際に、相手チームが一時的に不安定になることを利用して、俊敏かつ組織的に攻守を切り替える動きをすることです。

このようなトランジションは、足元の市場環境においても有効かもしれません。つまり、辛抱強くその時を待ち、ひとたび市場のボラティリティが高まれば即座にトランジションを発動する、といった投資姿勢が最も賢明であるかもしれません。

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