



RBC BlueBay
Asset Management



根比べの勝負

目先のデフォルト懸念が払拭されたことから、市場の注目は米債務上限から次のテーマに移っています。

2023年6月2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

- 連邦債務上限を一時的に停止する超党派の法案が承認され、デフォルトの可能性は回避されました。
- 市場では、再び米連邦準備制度理事会（FRB）及び当局の政策金利の決定への注目が高まっています。
- 欧州の見通しについてはそれほど悲観的ではなく、欧州中央銀行（ECB）は利上げ停止まであと数回の利上げを実施すると予想しています。
- 英国の消費者物価指数（CPI）見通しは継続して他の地域を上回っているものの、英国の物価が更に落ち着くことを予想しています。
- 短期的に喜ばせてくれるものは常に有難いですが、投資においては、時に辛抱強さが結果をもたらす鍵となる場合があります。

先週は、米債務上限に関して大筋合意の報道がありましたが、概ね市場に織り込まれていたことから、金融市場に与えた影響は限定的となりました。ただし、目先の不確実性が取り除かれことは、どちらかと言えば市場にポジティブに受け止められました。そんな中、米国の1年のCDSスプレッドは、目先のデフォルト懸念が払拭されたことから160bpsから30bpsに縮小しました。一部の運用戦略において、CDSを通じたプロテクションを高いスプレッド水準で売却していたことは奏功し、このポジションを継続することでさらに恩恵を受けるとみています。

その他、株式市場では、AI（人工知能）関連株式の上昇に注目が集まり、先週はエヌビディアの時価総額が一時1兆米ドルを超え、時価総額ベースで米国株式市場第5位となりました。ここ最近のAI関連株式のパフォーマンスはある種バブルのようではあるものの、足元の市場の熱狂を踏まえれば、逆のポジションを取ることもしスキーであるように思えます。

マクロレベルで見れば、AIの搭載が加速することで一部の職が失われる可能性があります。他のテクノロジー同様に、それによって創出される職もあると思われます。また、中長期的に見れば技術の進歩はデフレ圧力となり得ますが、短期的には、賃金及びその他投入費用の見通しが物価動向を左右する要因となるでしょう。

その意味で、米国の5月の総合消費者物価指数（CPI）はインフレの更なる鈍化を示す可能性があります。仮にそのような結果となり、米国の労働市場にも減速の兆しが見られなければ、米連邦公開市場委員会（FOMC）が6月もしくは7月の会合で再度利上げを行い、政策金利を5.35%に引き上げることが適切であると結論付ける可能性もあるとみています。

現時点では、2023年内の米利下げの可能性は低いように思えます。しかし、金融引き締め効果は、今年を通じて次第に経済活動の鈍化をもたらすとみています。またこれにより、価格圧力も更に落ち着くと予想されます。インフレ率が3%を安定的に下回るようになれば、既に政策は十分に抑制的であることから、2024年に大幅な利下げを実施する余地はあるかもしれません。しかし、現時点で米長期国債の利回りが、政策金利の到達点と見られる水準を175bps程度下回っていることを踏まえれば、デフレシオンに対して過度に強気な見方を持つことも難しくなっています。

市場では、政策金利が2025年初めまでに長期の均衡点である3%まで低下することが既に織り込まれています。したがって、強気な見方を持つためには、FOMCが政策金利をこれよりも低い水準まで引き下げるとの強い確信、つまりインフレが米連邦準備制度理事会（FRB）の目標とする2%に回帰し、その水準に留まるとの強い確信が必要となるでしょう。

大西洋の反対側の欧州では、ユーロ圏の5月のインフレ率が市場予想よりも大きな低下幅を示したことから、先週は欧州国債利回りも低下基調となりました。一方で、経済活動を示す指標は、ここ最近継続的に当初の予想を下回っています。その一因として、中国の経済指標が予想を下回っていることが挙げられるかもしれません。結果として、Citiが算出しているユーロ圏の経済サプライズ指数は、昨年夏場に、戦争を背景としたエネルギー危機の台頭によってセンチメントが大きく悪化した時以来の水準までマイナス圏に低下しています。

とは言いながらも、欧州の見通しについてはそれほど悲観的ではなく、欧州中央銀行（ECB）は6月及び7月の会合でともに利上げを実施し、政策金利を3.75%まで引き上げると予想しています。これは、現状のドイツ10年国債利回りを150bps程度上回る水準であり、米国同様に、現時点の価格評価からは長期デフレシオンの見通しに関して、それほど強気にはなりにくいと考えています。

相対価値の観点から、より明確な投資機会として先週着目したのは、米国とユーロ圏の長期のブレイクイーブン・インフレ率に関してです。一般的には、米国のブレイクイーブン・インフレ率が、ユーロ圏のブレイクイーブン・インフレ率を50bps程度上回ると言われています。これは、FRBがインフレ率として参照するコア個人消費支出（PCE）インフレ率は、一般的にCPIで見たインフレ率を0.50%程度下回って推移するとされているためです。つまり、米インフレ率のターゲットはCPIで見れば2.5%近辺であるのに対して、ユーロ圏では2%であるためです。したがって、現時点でユーロ圏の期待インフレ率が米国を上回る状態が織り込まれている長期ブレイクイーブン・インフレ率は異常であり、今後この関係は逆転すると予想しています。

ユーロ圏のインフレ見通しが改善傾向にあることは、この先数週間での英国の物価が更に落ち着くことを恐らく示しているでしょう。英国のCPI見通しは継続して他の地域を上回っているものの、原油及びガス価格が下落基調である中で、このことはポジティブでしょう。イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が相対的にハト派寄りの姿勢を維持していると見える中、BoEが年末までに、市場に織り込まれた100bpsまでは利上げを実施しない余地があるとの見方を持ち始めています。

仮にFRBとECBがここから共に2、3か月の内に政策金利を据え置く状況になれば、BoEも政策金利を5%超に引き上げることはしない可能性があるでしょう。とりわけ英ポンドがこれまでのところ比

較的持ち堪えていることを踏まえれば尚更です。英ポンドに関しては弱気な見方を維持しているものの、英国債利回りがユーロ圏の国債利回りを200bps近く上回っていることを踏まえれば、多くの悪材料は既に英国債の価格に織り込まれたとみています。BoEが市場に織り込まれたほどの利上げを実施しないとの予想に基づけば、英国債の短期ゾーンに投資機会を見出すことが出来るかもしれません。社債市場では、構造的に比較的強い需要に支えられている米ドル建ての社債と比較して、ユーロ圏の社債の値動きが重い傾向が続きました。金融劣後債に関しては、今年3月のシリコンバレー銀行（SVB）及びクレディ・スイス（CS）破綻を受けた急落の後、ここ数ヶ月間ではやや落ち着いた動きが見られています。しかし、銀行シニア債のスプレッドは引き続き高水準に留まっており、2020年のコロナ危機の最中の水準と比べてもそれほど大きな差はありません。

欧州社債の代表的な指数は、米国社債と比較して平均デュレーションがやや短く、信用格付が高い傾向にあるにも関わらず、金融社債の比率が高いことが、スプレッドが相対的に高い水準に留まっている一因となっています。その他のクレジット市場では、証券化商品のスプレッドも今年に入って苦戦しています。とりわけ高格付のCLO（ローン担保証券）のスプレッドは、AAA格のトランシェでも200bpsを超えるなど、商業用及び住宅用ローンの担保証券に対する投資家の選好が薄れているようです。

ここ最近、為替市場では米ドル高基調が続いています。米債務上限関連のリスクの払拭や、目先の利上げ見通しにおいて、米国とユーロ圏の差が縮小したことなどが米ドル高を支える要因となっています。しかし、為替市場における広範な米ドル上昇期に入ったかどうかについてはやや懐疑的にみえています。また、ここ最近では、ノルウェー・クローネの下落や、英ポンドの底堅さを、驚きとともに受け止めています。これらの動きはいずれもファンダメンタルズ面からすれば適切ではないと考えており、中長期的にはファンダメンタルズ要因が価格を決定づけ、足元の動きは反転すると予想しています。

過去数ヶ月間で、市場には多くの流れが行き交い、資産価格を行ったり来たりさせているように感じられます。このような投資環境下においては、明確で構造的な支えを持つ投資テーマを発見し、それに基づくポジションを構築することが重要になると考えます。そのような点から、足元では日本国債のショート・ポジションや、英ポンドに対する弱気な見方、ユーロ圏の銀行シニア債やルーマニアなどの厳選したソブリン債に対する前向きな見方を維持しています。これらの取引はいずれも底堅い土台を有しており、これらの投資テーマが後退することはないと考えています。とは言いながらも、多くの点から、現状はこれらの投資機会が実るまで辛抱強さが求められているように思われ、2023年の後半にはその時が訪れることを期待しています。

その他では、市場がオーバーシュートし、フェア・バリュウから大きく乖離したと見られる投資機会を捉えたいと考えています。前述の米国のCDS取引に関してはこれが奏功しました。より最近では、欧州と米国の長期のインフレ格差に着目した取引や、英短期金利のポジションでこれを活用しています。またその他でも、機動的な投資機会が訪れれば柔軟に捉えていく姿勢を維持しています。

今後の見通し

短期的に喜ばせてくれるものは常に有難いですが、投資においては、時に辛抱強さが結果をもたらす鍵となる場合があります。辛抱強さの利点という意味で思い浮かぶのがバイデン米大統領で、直近の債務上限交渉においては、冷静さを保ち、事態の進展を待つという意味で優れていたように思われます。実際、そのような状況では、年齢と経験がものを言うのかも知れません。そのような集合知の力がAIのブームにも応用され、この先失敗を悔やむことがないよう願うばかりです。

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