



RBC BlueBay
Asset Management

行動は言葉（もしくはドット）よりも雄弁なり

これは、グラスが半分満たされたと捉える人と、半分空いていると捉える人との間の駆け引きとも言えるのでしょうか？

2023年6月16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

- 米連邦公開市場委員会（FOMC）において米連邦準備制度理事会（FRB）は「タカ派的な据え置き」を発表しましたが、利上げ終了までに更に50bpsの利上げが実施する意図があることを示唆しました。
- 経済指標が軟化するなか、FRBの利上げが今回で終了となる可能性があると考えています。
- 欧州中央銀行（ECB）も同様に25bpsの利上げを決定し、ユーロ圏の活動も減速し始めていることから、ECBも利上げサイクルの到達点に近づいているとみています。
- 過去の量的緩和（QE）を通じた債券購入によって、足元で中央銀行が直面している損失に関する議論が活発化しています。中央銀行の損失を民間銀行に押し付けるというアイデアは、見当違いのアプローチのように見えます。
- 今後の見通しとして、先週見られたFRB及びECB会合後の金利低下は米欧で幾らか継続する可能性があるかとみています。

先週の金融市場では、米連邦公開市場委員会（FOMC）における米連邦準備制度理事会（FRB）の「タカ派的な据え置き」直後に債券利回りが上昇したものの、その後週末に掛けて利回りは低下に転じました。FOMCメンバーはFF実効金利を5.08%に据え置くことを決定しましたが、今後の金利見通しの中央値を示すドット・チャートでは、年末までに更に50bpsの利上げを実施した上での利上げ終了を予想していることが示されました。

FRBが2023年及び2024年の失業率見通しを引き下げ、インフレ見通しを引き上げる中、パウエルFRB議長は、政策金利が今サイクルの到達点に近づき、FRBが金融引き締めペースを緩める意図があることを示唆しました。

とは言いながらも、成長とインフレはこの先数か月間で減速するとみられ、経済指標の軟化は、金利据え置きがより永久的なものであることを決定づける可能性もあるとみています。

仮にFRBが7月も利上げを見送った場合、今後数か月間で経済が減速を続ける中、インフレ指標が不快なサプライズをもたらさない限りは、その後再び利上げをする可能性は低いとみています。その点からすれば、先週のFRBの行動（つまり何も行動しないこと）は、「行動は言葉より雄弁である」ことを体現していたと実感することになるかもしれません。

これらを踏まえれば、現状は既に利上げサイクルの頂点に達したと言うに相応しいと考えます。ややひねくれた見方をすれば、FRBは、市場が早期の利下げを織り込まないよう慎重にメッセージを発信したようにも見て取れます。

とは言いながらも、市場はこれまで過去に何度も、政策転換に先行してデフレーションを積み増したり、政策転換を先読みして織り込もうとする動きを見せてきました。したがって、仮にこの先の経済指標の弱含みが7月の利上げ停止を後押しするようであれば、その時点で米10年国債利回りが3.5%近辺に戻っていたとしても不思議ではないとみています。

そのような見方に基づき、2年債で見て5月末時点から100bps程度上昇していた米国金利に対して、一部戦略においては機動的なロング・ポジションを構築しました。同ポジションに関しては、米長期債利回りが4.0%を突破して更に上昇した際には、ポジションを積み増す好機になる可能性があるとみています。

欧州では、欧州中央銀行（ECB）が25bpsの利上げを決定し、政策金利は3.5%となりました。ユーロ圏の活動も減速し始めていることから、ECBも利上げサイクルの到達点に近づいているとみています。ここ最近でECB高官と行った面談では、経済への下方リスクに焦点が当たりました。ECBは7月にも利上げをし、政策金利は3.75%になるとみていますが、この決定が今サイクル最後の利上げになるとみています。

夏場に掛けて物価圧力は更に和らぐと予想しており、期待インフレがこのまま落ち着いていけば、債券利回りはほぼ現状の水準で安定して推移するとみています。

同時に、ユーロ圏のソブリン債スプレッドは縮小基調にあり、中でもイタリアが良好なパフォーマンスとなっています。イタリア国債に関しては、海外投資家の市場参加率は低位に留まっているものの、個人投資家からの旺盛な需要が年明けから市場の支援材料となっています。

そんな中、先週はイタリアのベルルスコーニ元首相死去の報道がありました。同氏が率いていた「フォルツァ・イタリア」の新代表は今後、より中道寄りの政策にシフトする可能性もあり、ポピュリスト的な政治面での懸念払しょくにつながる可能性もあるでしょう。

日本では、日銀が、先週開かれた金融政策決定会合で政策を据え置きましたが、引き続きイールドカーブ・コントロール（YCC）政策の修正を予想しています。電力料金の値上げを背景に、6月の消費者物価指数（CPI）が予想を上振れるとみられる中、日銀は来月の会合でインフレ見通しを引き上げると予想しています。

同時に、日銀が政策修正を先延ばしにすればするほど、金利差拡大によって、円の更なる下落圧力となるでしょう。このことも、植田総裁に行動を促すプレッシャーになるとみられます。したがって、次回7月の会合が近づくとつれ、政策転換を予想する投機的な動きが強まっても不思議ではないと考えています。

今週は金融政策に関して、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が姿勢を示す番です。先週発表された賃金所得の急上昇は、期待インフレが上昇するとの警戒感を加速させる内容でした。これを受け、英国債利回りは上昇を続けていますが、既に今年末までに125bpsの利上げが織り込まれていることを踏まえれば、市場は英中銀の追加金融引き締めをやや過剰に見積もっている

可能性があるとみています。

英国の経済活動はここ数カ月で予想を上振れており、先週の労働市場に関連した調査も引き続き力強い労働需要を示しましたが、政策が引き締まる中で日増しに脆弱性は増しています。その他の地域で確認されている通り、金融政策が効果をもたらすまでにはラグがあります。

とりわけ、住宅ローン市場では、英中銀が利上げを開始して丸18カ月経った今になってようやく、その影響が広範に確認されるようになりました。ベイリー総裁はこのことを十分に認識しているとみられることから、英中銀は甘んじてハト派寄りの姿勢を取り、英住宅市場と経済にとってのリスクとなり得る、より積極的な引き締めを避けるために、インフレのオーバーシュートの長期化を耐え忍ぶ方向にあると考えています。

その他の市場では、より多くの中央銀行が中銀預金に対する逆ティアリングという政策アイデアについて協議し始めたことを興味深く受け止めています。BoEのタッカー氏の論文によれば、過去の量的緩和（QE）を通じた債券購入によって、足元で中央銀行が直面している損失に関する議論が活発化しています。

それらの損失は、量的引き締め（QT）における債券売却という形で実現損とはなっていないものの、（利回りが歴史的に低い水準にあった際に購入された）これらの債券保有が現状の水準の預金金利でファイナンスされていることを踏まえると、これは中央銀行にとってかなりの負担であり、つまるところ政府にとって負担になることを意味します。

民間銀行は、中銀においている超過準備に対して現状の預金金利の水準の金利を得ているため、これらの超過準備に関しては金利を引き下げられないかどうか、といった議論につながっています。

しかし、そのようなアプローチを取れば、銀行は現金を短期債やマネーマーケット市場に移すことを選び、結果として利回りの低下やマネーマーケット市場の混乱につながり兼ねないでしょう。したがってそのような政策は、自滅的であるとともに、中銀にとって金融政策の信頼性を損なうリスクになるとみています。

さらに、中央銀行の損失を何らかの形で民間銀行に押し付けるというアイデアは、見当違いのアプローチのように見えます。欧州には、堅固な銀行が必要であり、過去10年間の収益性の低下によって、これらの銀行は本来の価値に対してかなり割安に取引されている状態にあります。

このことが、銀行のリスク許容度の低下につながり、信用供与の伸びの妨げとなっています。またこのことが、過去10年間で欧州経済の構造的なアンダーパフォーマンスの要因になってきたとも言えるでしょう。そのように、銀行業界へのバッシングは利益よりも大きな害を生むとみており、過去数年間で多くの政策ミスを経て、更なる政策ミスが回避されることを願ってやみません。

先週は、市場の大半の注目が経済指標や主要中央銀行の政策決定に集まり、社債市場にとってはグローバルに比較的静かな数日間となりました。スプレッドはここ最近のレンジ内の動きに概ね留まり、エマージング市場でも目立った価格動向は見られませんでした。

為替市場では、FRBの据え置きにより米ドルがやや軟化基調となりました。これを受け、ポートフォリオでは米ドルに対して保有していたユーロのロング・ポジションにつき、構築時と概ね同水準で解消しました。米債務上限問題が解決し、中国経済の鈍化が欧州の経済活動に重石になるとともに、ECBがタカ派姿勢を弱める中、ユーロ/米ドルのレートについてはレンジ内の動きに留まる可能性があるかとみており、ポジションは閉じることが賢明と判断しました。

一方、日銀が姿勢を維持する中、日本円のアンダーパフォームは続いています。相対価値の観点で見れば、円は極めて割安な水準にあるとみており、同通貨がこの先数日間で更に弱含んだ場合に、日本の当局が介入するかどうかを興味深く見守っています。ただし日本円が持続的に反発するためには、最終的には日銀による政策修正が必要であるとみています。

今後の見通し

今後の見通しとして、先週見られたFRB及びECB会合後の金利低下は米欧で幾らか継続する可能性があるかとみています。しかし、市場が過去のように先読みし過ぎていると判断すれば、中央銀行高官はさらにタカ派寄りの発言をするかもしれません。

これまでも述べた通り、市場が早期に利下げを織り込むことは、政策担当者にとっては不快な状態であるようです。とはいえながらも、米政策金利に関してピークを越えたとひとたび市場が納得すれば、2023年のここまでの価格動向は、利回り曲線上は逆イールド化しているものの、債券を保有することに対する投資家の需要は底堅いことを示しています。

政策担当者は、自らの行動が常に言葉よりも雄弁であるということを、理解していると思われます。その意味で、FRBの据え置き決定は、間違いなく政策環境が既に十分に引き締まっており、成長が減速し、インフレが低下する見込みであるとの自信を幾らか反映したものであったと言えるでしょう。

今回の政策会合は、結果が不透明かつ経済指標次第であるという意味で「ライブ」感のあるものになることは明らかでしょう。しかし、雇用及びインフレ関連指標がこの先数週間で軟化すれば、次に立証責任を果たさねばなくなるのは金利の（上昇を予想する）ベア派とも言えそうです。何らかのサプライズがない限り、金利には低下余地があるためです。

また、ボラティリティが低位に留まるのであれば、マクロ経済環境は引き続きリスク資産の追い風になるとみています。しかし、グラスが半分満たされたと捉える人と、半分空いていると捉える人との間での駆け引きは、より速く減速するのが経済活動か、もしくはインフレか、という点に左右されるかもしれません。

先週は、トランプ前米大統領の起訴、ジョンソン元英首相の議員辞職、スコットランドのスタージョン前首席大臣（首相）の逮捕、ベルルスコーニ元伊首相の死去など、著名政治家の報道が相次ぎ、時代と風潮の変化が感じられました。

同様に、金融市場もファンダメンタルズを無視し続けることは出来ないかとみており、今後の動向は、ソフト・ランディング（軟着陸）に移行できるか、もしくは2024年に掛けてより深刻なリセッションが差し迫るのか、にかかっているとみています。先週話題となった人物のリストを改めて見ると、ベルルスコーニ氏などとは異なり、唯一、前大統領だけは再びその座につく可能性があることには注意が必要でしょう。

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