



RBC BlueBay
Asset Management

行動、そして遅れてやって来る結果

想定されるシナリオは増え、さらに予測不可能な状態になっていくように思います。

2023年6月30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

- 主要中央銀行高官は、早期の利下げ観測に対して再び警告を発しました。
- 金融政策は経済活動を減速させることになるとみられますが、それには時間的なラグが伴うとみえています。
- 今年後半には成長が停止するに至るとの見方を維持し、2024年はやや低調になるとの見通しを持っています。
- 英国では、住宅市場において金利上昇による痛みが広がるなか、イングランド銀行が2023年末までに、市場が織り込んでいる利上げを実施出来るかどうかは懐疑的にみえています。

先週は、主要国債利回りがここ最近のレンジ内でもやや上振れる展開となりました。米国住宅市場の強さを示す指標や、スペイン及びドイツのインフレの粘り強さを示す指標がその背景となりましたが、スペイン及びドイツの指標については、前年比でみた上昇は概ねベース効果によって説明されるものと捉えています。また、ポルトガルのシントラで開かれた欧州中央銀行（ECB）フォーラムにも投資家の注目が集まりました。ラガルドECB総裁らECB高官に加え、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長やベイリーイングランド銀行（英中央銀行、BoE）総裁、植田日銀総裁の発言が予定されていたためです。

多くの点から、主要中央銀行高官からの発言は、ここ最近の政策発表の内容と比較的近いものであったと言えるでしょう。したがって、目新しい材料はそれほどなかったと言えます。

しかし、利上げサイクルがピークに近づいている中でも、FRBとECBが早期の利下げ観測をプッシュバックしたいとの姿勢は明確でした。一方、BoEは、前週に50bpsの利上げを実施しながらも、比較的ハト派寄り、過度に政策を引き締めたくないとの姿勢を示唆しました。

ここ最近で注目しているトピックとして、これまでの政策の影響ははまだ完全に実感されていないのではないかと、という点です。政策担当者との議論を踏まえれば、金融政策の波及経路に異常があるというよりも、むしろ今見られているのは政策のラグであり、過去の利上げサイクルと比較してややラグが長くなっているのではないかと、ということです。

利上げ開始の時点で、消費者及び企業のバランスシートがそれほど債務超過となっていなかったという事実が、その要因の一つになっていると考えます。その意味で、システムにレバレッジが存在すればするほど、政策変更が影響を及ぼすスピードが速くなると考えられます。結果として、今の景気サイクルは、中央銀行が金融引き締めを行った過去のサイクルとは異なると言えるでしょう。

さらに、今回の利上げサイクルは、政策金利がゼロもしくはゼロ未満からスタートしています。政策金利が2%よりも下に引き下げられれば、その効果は低下すると考えており、実際に2%未満の水準に利下げされた時点から、政策は「暖簾に腕押し」状態であったと言えるでしょう。またその反対に、政策金利が引き上げられた場合にも同様のことが言えます。

さらに、金融引き締めの効果は直線的ではありません。つまり、政策金利がRスター（自然利子率）を上回れば、その先の追加利上げは、景気減速に対してより大きな影響を与えられます。

最後に、借り手が極めて低い金利水準で借入を固定していたことから、多くが利上げの影響を一定期間受けにくくなっていてと考えています。ただし、ローンのこれら低金利での適用期間が終わり近くに近づくと、痛みは回避されたというよりは、先送りにされたと捉えた方が良さそうです。

これらの点を踏まえ、金融政策は経済活動を減速させることになると思われますが、それには時間的なラグが伴うとみています。つまり、追加の政策アクションを取っていない状況でも、過去の政策の影響が、継続的に金融環境をさらに引き締めしていくということです。

その点から、今年後半には成長が停止するに至るとの見方を維持し、2024年はやや低調になるとの見通しを持っています。政策金利は今サイクルで急激に引き上げられ、さらにこの先追加の利上げもあるかもしれません。したがって、基本シナリオとして、マイルドなりセッションの可能性は残っているとみており、インフレが再び抑制された状態になれば、市場が2024年に利下げを織り込んでいることは概ね妥当であると言えるでしょう。

そのような見方を踏まえ、米国及び欧州の短期金利の織り込みはほぼフェア・バリュ-近辺であるとみています。しかし、FRBの利上げサイクル終了の何らかの兆候が見られれば、すぐにデフレーションを積み増したい市場参加者が多く見られることから、この先数週間の軟調な経済指標によってFRBが7月の会合でも政策を据え置くようであれば、米国債に関しては小幅なロング・ポジションを維持することにメリットがあると考えています。

そんな中、一部の社債投資家が、現状の投資環境を説明する上で「信用サイクルではなく、金利サイクル」を目にしていると表現しているという話を興味深く受け止めました。信用サイクルは経済サイクルに左右されるもので、金利サイクルがその経済サイクルのドライバーである点を踏まえれば、それらの社債投資家にはマクロ経済に関する認識不足がありそうです。

しかし、実際にここで示されているのは、経済的なソフト・ランディングへの希望であり、デフォルト率が比較的低位に留まり、社債市場のバリュ-ーションを下支えすることへの希望であるように見受けられ、この点については、一定の妥当性があるようにも思えます。

Apolloが示すデータを見ると、米国企業の破綻は急激に増えているようですが、今回のサイクルでは、その影響はパブリックな社債市場よりも、プライベート市場やレバレッジド・ローンなどのセクターにとってより大きなものになるとみています。

したがって、この先比較的長期に亘ってトレンドを下回る経済パフォーマンスの期間に突入していくとしても、投資適格社債のバリュエーションは概ね妥当であると考えています。

その他では、BoEが、2023年末までに市場が織り込んでいる利上げを実施出来るかどうかは懐疑的にみえています。市場は、英政策金利のターミナル・レートを6.25%として織り込んでいますが、これは我々の予想よりも50bps程度高い水準です。住宅市場において痛みが広がる一方、他の主要経済を大幅に上回る水準であったとしても、今年後半には英国のインフレ率が大幅に低下すると予想しています。

日本では、日銀の政策姿勢が引き続き円安及びインフレ上昇を促す要因となっています。先週のECBフォーラムにおいて、植田日銀総裁は、総合インフレ率が日銀の目標である2%を大きく上回る一方、基調的なインフレ率は依然目標を下回っていると発言しましたが、過去15ヶ月に亘り、コアCPIは2%を上回っています。

日銀が早期にイールドカーブ・コントロールを撤廃しない限り、政策ミスとなる可能性が高まっていると懸念視しています。仮にインフレがさらにオーバーシュートすれば、金融政策を超緩和的な水準からゆっくりと正常化させていく代わりに、ビハインド・ザ・カーブ（後手に回ること）となり、急いで引き締めを行わざるを得ない状況となる可能性があり、結果としてより大きな痛みを伴う可能性があるためです。日本経済は着実に成長していますが、日銀が「居眠り運転」をすることとなれば、オーバーヒートのリスクが生じるとみえています。

今後の見通し

今後の見通しとして、今週は週の半ばに米独立記念日の祝日を挟むことから、やや静かなスタートとなる可能性があります。しかしその後、市場の注目は金曜日に発表される6月の米雇用統計へと移るでしょう。現状、雇用統計とCPIはFRBの7月の政策決定に大きな影響をもたらすとみられる経済指標であり、市場の注目度も高まります。7月の会合は、今後の状況次第で変化する「ライブ会合」になるためです。雇用統計に関しては、失業保険申請件数の動向を踏まえて、6月分はやや弱含む可能性もあります。しかし、FRBが7月に利上げを見送るためには、雇用者数の伸びが15万人かそれ未満に留まる必要があるとみえています。

その他の話題として、直近の露民間軍事会社ワグネルとその創設者プリゴジン氏の反乱の報道を受け、引き続きロシア/ウクライナ情勢に注目が集まっています。一連の反乱の背景には、隠された事実が多くあるかも知れません。

とは言いながらも、数四半期に亘って目立った進展が見られない状況の中、想定されるシナリオは増え、さらに予測不可能な状態になっていくように思います。いずれのイベントもウクライナでの戦争を早期に終結させることにつながることを祈ります。また、プーチン氏の権威も致命的なダメージを受けているように思えます。

ただし、これまでも、いかに独裁者が自らの権力にしがみつこうと出来るかを目にしてきました。現段階で、戦闘行為の早期終結や政権交代を予想することは時期尚早かもしれません。中央銀行と政策金利のように、ロシアにおける直近の出来事についても、その影響が本格的に及ぶまでにはある種のラグが伴うのかもしれません。

とは言いながらも、全ての行動には結果が伴い、直近の出来事は転換点を迎えるまでのタイムラインを加速させた可能性があるでしょう。プーチン氏は、自身が望むよりも早くに、「長期的にみると、われわれはみな死んでしまう」というケインズの言葉を実感することになるかもしれません。今プーチン氏が置かれた状況は決して魅力的とは言えません・・・

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