



ハッピー・デイズ

私たちが皆平和に暮らすことができる世界を想像してみてください。

2023年7月21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

- 生産者物価指数（PPI）の落ち着きは、米欧の両市場でインフレ圧力がこの先も鈍化を続ける可能性を示しています。景気の軟着陸（ソフトランディング）に対する期待感が高まっていますが、これらの期待は落胆に変わる可能性があるかとみています。
- 米連邦公開市場委員会（FOMC）では、25bpsの利上げが決定されることが広範に予想されており、米連邦準備制度理事会（FRB）は今後の更なる金融引き締めの可能性を示唆する可能性が高いとみています。
- ユーロ圏では、インフレ関連指標が改善し始めていることから、政策金利はピークに近いと見受けられます。
- 英国では、消費者物価指数（CPI）の鈍化を受けて、政策担当者が安堵しており、物価上昇が鈍化する傾向が更に確認されれば、BoEがハト派寄りのサプライズをもたらす可能性もあるとみています。
- 今週以降に4つの主要中銀の政策決定会合が予定されています。欧州中央銀行（ECB）及びFRBの会合は比較的予測しやすいとみられる一方、BoE及び日銀の会合の結果には一定の不確実性が伴います。

先週の前半は、インフレ圧力の緩和に対する期待感がグローバル市場の支援材料となりました。生産者物価指数（PPI）の落ち着きは、米欧の両市場でインフレ圧力がこの先数ヶ月間も鈍化を続ける可能性を示しています。

同時に、基調的な消費者の需要も底堅さを維持しており、米経済成長の「ナウキャスト」は引き続き2.5%近辺で推移しています。比較的良好な企業業績も相まって、より深刻な景気後退が見られないまま、目先数ヶ月間での景気の軟着陸（ソフトランディング）に対する期待感が高まっています。ただし最終的に、これらの期待は落胆に変わるようになる可能性があるともみています。過去の引き締め策はタイムラグを伴い、2024年に掛けて本格的な影響をもたらすと考えています。

さらに、より大幅な景気減速が見られない限り、インフレが中央銀行の目標水準に回帰するかどうかはやや懐疑的にみています。端的に言えば、軟調な経済指標が確認されなければ、政策金利はより長きに亘って上昇を続ける可能性があり、このことが最終的に景気に打撃を与えることになるでしょう。

とは言いながらも、現時点では依然としてそのような転換点には到達していないと考えており、この先数週間において、ここ最近の楽観論を消し去りうる要因は明確ではありません。

今週予定されている米連邦公開市場委員会（FOMC）では、25bpsの利上げが決定され、実効レートは5.35%になることが広範に予想されています。米連邦準備制度理事会（FRB）が自らの言動を大きく変更する可能性は低いとみており、改善が見られた6月の消費者物価指数（CPI）一つのみを判断材料とするには時期尚早であるとの発言も既に確認されています。

したがって、FRBは今後の更なる金融引き締めの可能性を示唆するとみており、社債市場や株式市場の上昇、米ドル安がいかに米金融環境を緩和しているかという点を指摘するとみています。しかし、インフレが低下基調にあることで、市場の政策金利見通しの大幅な調整のきっかけとなるような発言をパウエルFRB議長が出来る可能性は低いとみています。

米国債利回りが、数週間前につけた高値からかなり低下していることを踏まえれば、この利回り低下基調が更に進んだ場合には、2024年にFRBと市場の織り込む金利との乖離は広がる一方であるとみています。

その意味で、米2年国債利回りが4.5%近辺まで低下した場合や、米10年国債利回りが3.6%を下回る水準まで低下した場合は、機動的に金利のショート・ポジションを構築する好機であると考えており、高い水準にあった利回りを前向きに捉えていた姿勢から転じました。

ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）の政策委員会メンバーであるクノット氏の発言をきっかけに、9月の会合での利上げの必要性に疑問符が付き、金利到達点予想が下がりました。今週予定されている会合では、ECBが政策金利を3.75%へと引き上げることは確実とみられていますが、インフレ関連指標が改善し始めていることから、政策金利はピークに近いとも見受けられます。

過去のインフラ関連の財政支援パッケージの効果も、この夏の経済成長の追い風になり得るとみています。しかし、根底にある消費行動は、米国と比較してそれほど強力ではないとみられます。これに関して、明確な証拠はないものの、欧州を訪れる米国人観光客が積極的に買い物をしている一方で、欧州からの旅行客は引き続きかなり消費を抑制しているように見受けられます。

英国では、先週発表されたCPIの鈍化を受けて、政策担当者が胸をなで下ろしたことでしょう。他の地域でインフレ環境が改善しているにも関わらず、英国ではインフレが制御不能になりつつあるとの懸念を和らげる内容であったためです。

前月比で0.1%の伸びとなったことで総合CPIは前年比8%を下回り、コアCPIも同6.9%に低下しました。

英国のインフレ率は、他の主要先進国との比較では依然として高止まりしており、その理由はこれまでにも述べてきましたが、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が金融政策のタイムラグや、英住宅市場及び広範な経済への悪影響の可能性を懸念していることを踏まえれば、今回のインフレ指標の内容によって、今週予定されている会合での50bpsの大幅利上げに対する圧力は和らいだと言えるでしょう。

結果として、25bpsの利上げによって政策金利を5.25%とする可能性が高いと言え、物価上昇が鈍化する傾向が更に確認されれば、BoEがハト派寄りのサプライズをもたらす可能性もあるとみています。市場は、英国の政策金利が年末までに6%近辺に達することを織り込んでいますが、同水準は高すぎるとの見方を持っています。

また今週は、日銀も政策決定会合を開く予定となっています。先週の植田総裁の発言は、同会合に向けての市場の政策転換観測を再び押し戻そうとしていたように見受けられました。

しかし、今月の会合ではインフレ見通しの変更があるだろうとの元職及び現職の日銀高官からの発言も増えており、そのことがイールドカーブ・コントロール（YCC）調整のきっかけになると考えています。日銀が見通しを更新する四半期毎の会合で動く方が、その間の会合で動くよりも可能性が高いと当社は考えています。

その意味で、仮に植田総裁がハト派寄りのサプライズをもたらせば、政策正常化期待は10月まで先延ばしになる可能性があるかとみています。これは円相場にとって再び圧力となり、結果として政策調整が起こる頃には、利上げの可能性も含めた、より大幅かつ大胆な政策転換が日銀に必要な状況となる可能性があります。実際には、より漸進的なアプローチが賢明であるとみており、今週の会合でYCCの上限を0.50%から0.75%もしくは1.0%に引き上げるとの予想を維持しています。

エマージング市場（EM）では、投資家心理の改善に伴う広範な上昇が見られ、先週も好調さを維持しました。中国の成長関連指標は引き続き予想を下回り、追加の緩和策を促しています。しかし、中国の国内消費はこの先も不振が続くとみられ、短中期的に、中国経済に対してやや暗い見通しを持っています。

その他では、インフレ動向の改善によって、EM現地金利の低下やソブリン債の上昇が見られています。また、米ドル安も追い風となり、EM通貨も上昇基調となっています。より広範な為替市場では、英国の利上げ織り込み幅が縮小する中、英ポンドが下落基調となったほか、ここ最近堅調に推移していたユーロに関しては上昇基調に一服感が見られました。

社債市場も、リスク資産に対する概ね前向きな投資環境に支えられました。リセッション懸念の後退によって、比較的格付の低い社債が良好なパフォーマンスとなりました。一般的に言えば、指数のスプレッド水準はやや割高に見え始めていると考えています。

しかし、スプレッド拡大につながる目新しい材料が無い限りは、社債が今のところ底堅いパフォーマンスを続けても不思議ではないと考えています。株式市場では、投資家が下落に備えた弱気な取引にしぶれを切らし、これらのポジションを解消する動きが見られました。

結果として、リスク指標はより明確に「強欲」圏へと突入していることを示唆しています。これまでの例を見ると、かなりの弱気派の中でも最後の最後の投資家が降参を余儀なくされて初めて、市場が下落に転じるということもしばしばありました。

再びそのような状況になるかを巡っては議論の余地がありますが、上昇を追う動きにそれほどの広がりは見えないとしても、現状の価格動向からは、市場が「不安の壁」を登ることに満足しているように見受けられます。

今後の見通し

今週以降に4つの主要中銀の政策決定会合が予定されており、今週は重要な一週間となります。前述の通り、ECB及びFRBの会合は比較的予測しやすいとみられる一方、BoE及び日銀の会合の結果には一定の不確実性が伴います。

米国及びユーロ金利に関しては、レンジ内のどの水準にあるかに基づく、より機動的な投資機会があるとみています。一方で、日本及び英国に関しては、より構造的なテーマを提供していると考えています。この先の行方を巡って不確実性は高まっていることから、マクロ面ではかなりのボラティリティが予想されます。

その点で言えば、今後2年間で300bpsの米利上げを予想するアナリストから、同じ分の利下げを予想するアナリストまで多岐に亘って存在する状態が、過去にあったかを思い出すことが出来ません。

英国では、お日様や温暖な気候が南欧諸国に奪われてしまったようにも感じられる日々ですが、一般的に言えば、先週は良いニュースが悪いニュースを凌駕した一週間であったように感じられます。実際に先週は、誰よりも温和であるイエレン米財務長官と中国の何立峰副首相との友好的な会談を心地よく受け止めました。

もしかしたら、(イエレン氏が北京訪問時に食したとされる) マッシュルームに何かが入っていたのかもしれませんが、時として、私たちが平和かつ幸せに共生出来ると実感できることは新鮮です。実にハッピーで、ぼーっとしてしまう (daze; デイズ) 夏の日 (days; デイズ) 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