

RBC Global Asset Management

投資環境見通し 2023年夏季



SUMMER 2023



エリック・リヴエフ, MBA, CFA, CMT
投資ストラテジスト
RBC Global Asset Management Inc.



ダニエル・チョーナス, CFA
チーフ・インベストメント・オフィサー
RBC Global Asset Management Inc.

借入コストの上昇と金融環境の引き締めが経済活動の重荷となり、世界経済は減速しています。景気サイクルのこの後期では、短期金利はピークに近づいている可能性が高く、債券がこれまでよりも魅力的な状況となっています。また、景気後退が現実化した場合、株式市場は調整する可能性があります。

景気後退に向かう可能性が高い

今年に入ってから経済は底堅く推移してきたものの、1970年代以降で最も積極的な金融引き締めサイクルが影響を及ぼし始めています。金利上昇は、借入コストを上昇させるとともに、リスク許容度を低下させ、銀行セクターのストレスの原因ともなっています。また、企業の景況感は悪化し、世界貿易は縮小し始めており、消費者は支出を支えるために借りに依存するようになっています。さらに成長を阻害するのは、米国の債務上限に関する決議で、今後2年間の政府支出の削減が約束されています。多くの先進国は今後の数四半期以内に景気後退に陥ると予想しています。

年初に短期的な銀行危機を背景とした信用引き締めが生じたことから、景気後退の確率を前四半期時点の70%から今回80%に引き上げました。とはいえ、景気後退は軽度から中程度になると予想しています。期間は2~3四半期とかなり短いでしょう。私たちは、成長率予想を、前四半期時点から若干上方修正しましたが、それでも、コンセンサスを下回っています。穏やかな景気後退は、インフレを落ち着かせ、中央銀行の利下げを促し、次の持続的な景気拡大への布石となるでしょう。

インフレ率は昨年の高水準から低下し、正しい方向に進む

インフレを過去40年で最高の水準に押し上げた4つの主要因は全て転換しました。商品価格は以前のピーク時から大きく下落し、サプライチェーンの問題はほとんど解消されました。金融は引き締められ、財政政策は逆風として作用し始めています。他の指標もインフレ圧力が弱まっていることを示しています。中国の生産者物価は下落し、企業は賃上げ計画を縮小し、急激な値上げの対象となる製品の割合が低下しています。しかし、インフレ率は中央銀行が目標とする水準に戻るまでには、時間がまだかかります。

インフレ率3%への道は、北米では今後数カ月で達成できる可能性があります。2%目標の達成には時間がかかりかかると予想しています。当面のインフレ率の大幅な低下を阻む最大の障壁は、好調な労働市場によるサービスセクターのインフレ率です。サービスセクターの価格圧力を冷ますには景気後退が必要でしょう。これらを総合すると、インフレ率は引き続き低下すると予想しています。そして、私たちのインフレ予想はコンセンサスを下回っています。

米ドルは長期的な下落過程の中で一服

米ドルは2023年最初の5ヶ月間、4%の狭い変動レンジに留まりました。私たちは、これが米ドルの長期的な下落における一時的な休憩であると考えています。米国の地方銀行の破綻や金融・財政の動向は、ドルの下落が進行するとの私たちの見方を支持するものです。一方、米国経済が世界の他の国々よりも底堅く推移していることが、予想を難しくしています。

私たちは、今後1年間、米ドルが下落するという予想を維持しており、その下落幅は前四半期時点の予想よりも大きくなると予想しています。

中央銀行の利上げ終了が視野に入る

大幅な金融引き締めが既に実施されました。政策金利は現在、ほとんどの主要先進国で引き締めの水準にあります。その結果、これ以上の積極的な利上げの正当性は薄れました。金利はもう少し上昇する可能性があるものの、現在の利上げサイクルはゴールに近づいている可能性が高いでしょう。この仮定に対する当面のリスクはインフレ率が低下せず、景気後退を免れた場合、予想したよりも中央銀行がもう少し利上げを行う可能性があることです。

しかし、私たちの見解では、利上げ圧力は引き続き弱まると見えます。いくつかの中央銀行は、経済が弱まり、インフレ率が低下するにつれて、今後1年間に必要であれば利下げに踏み切るはずですが。私たちは、金利が2020年の歴史的な低水準や、金融危機後の平均値まで後退するとは考えていませんが、高い債務水準、人口の高齢化、構造的な経済成長の鈍化の組み合わせによって、金利は今後数年間に抑制されると考えています。

債券は魅力的なリターンが期待できる

昨年からの債券利回りの絶え間ない上昇は一段落し、投資家は高金利の状況に適応しているようです。インフレ率が急上昇すると、投資家は債券に高いインフレ・プレミアムを求めます。一方、インフレが緩やかになると、その逆が起こることを私たちの債券モデルは示唆しています。当モデルの一つの要素は、実質金利（インフレ調整後金利）で、これはマイナス水準から徐々に上昇しています。長期的には、実質金利はゼロをやや上回る水準になると予想し続けています。

というのも、貯蓄者は最終的に、支出ではなく貯蓄に対して利益を受け取る必要があるからです。しかし、インフレ・プレミアムの大幅な低下に比べれば、短期的な実質利回りの上昇はわずかなものと言えるでしょう。その結果、米国10年債利回りは来年にかけて3.25%まで低下し、バリュエーション・リスクを最小限に抑えながらも7%近いトータル・リターンを生み出すと予想しています。さらに、様々なテクニカル・シグナルが債券価格の下支えを示しています。

株価は上昇したものの、牽引役はごく一部、さらなる上値余地は限定的

2022年後半から2023年初頭にかけての株式市場の反発は、インフレと経済成長の持続性に対する投資家からの懸念が薄れたことに後押しされました。反発は当初、多くの地域で見られましたが、ここ数ヶ月のリターンは米国の超大型テクノロジー株の狭い範囲に集中しています。A Iへの期待で盛り上がった米国の大型株市場を除けば、前四半期には、ほとんどの主要株価指数は横ばいか下落となりました。実際、S&P500株価指数でさえ、実際の中身のパフォーマンスは低迷しています。S&P500指数は2023年5月31日までの5ヶ月間に8.9%上昇しましたが、大型テクノロジー銘柄の影響を調整するために、銘柄のウェイトを均等配分として計算すると、同期間に1.4%の下落となりました。

健全で持続性のある強気相場であることを確認するためには、株価指数の上昇に加えて、その上昇が広範囲にわたることが望まれます。

現在の株式市場にとっての大きな脅威は、企業収益の持続性です。景気後退に陥った場合、企業業績は、厳しい状況に置かれ悪化します。S&P500株価指数の企業は、コストの増加が利益率に重くのしかかり、利益成長は勢いを失っています。そして、利益は長期トレンドよりも上に位置しています。これまでの経験を踏まえれば、経済の縮小があれば、少なくとも長期トレンドまで利益を押し戻すことは確実です。景気減速のシナリオでは、S&P500企業の利益はピーク時から15%も減少する可能性があり、株価の上昇余地は限られます。

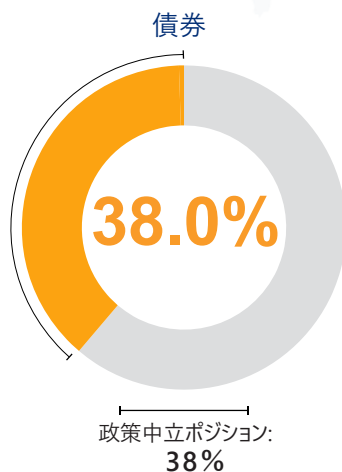
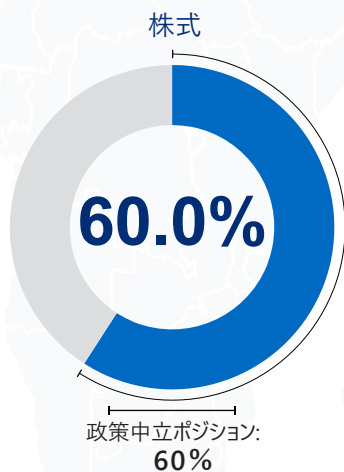
資産配分 - 配分の中立化

私たちの推奨する資産配分は、経済と金融市場に関する様々なシナリオを想定し、リスクと機会のバランスを図るものです。長期的には、債券に対する株式のリスク・プレミアムを捕捉するため、緩やかにでも株式にウェイトを傾斜させる傾向にあります。しかし、そのプレミアムは現在のところわずかであり、来年は景気後退に向かうという私たちの基本的な見方を踏まえ、現時点では株式のオーバーウェイトを維持することに消極的です。その結果、当四半期に株式配分を100ベース・ポイント削減し、オーバーウェイトを解消し、その削減部分の半分を債券に、残りの半分を現金に振り向けました。株式、債券、現金の配分は全て戦略的に中立的な水準にあります。

これによって資産配分上のアロケーションに伴うリスクは無くなります。ただ、経済がまだ躓いておらず、ソフトランディングへの道筋があるという事実を無視することはできません。株式エクスポージャーを戻すには、米国を中心に、金融環境の緩和、景気の先行指標の改善、より広範囲にわたる株式の上昇を確認したいと考えています。バランス型グローバル投資家として、現在、以下の資産配分を推奨しています。株式60%（戦略的中立ポジション：60）、債券38%（戦略的中立ポジション：38%）、残りは現金となります。実際のファンド、または顧客のポートフォリオのポジションは、個々の投資方針により異なる場合があります。

推奨される資産配分

RBC GAM 投資戦略委員会



注: 2023年5月31日時点
出所: RBC GAM

ディスクレーマー

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したのではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のもので、ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。(UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.