



しぼんだ（デフレ）状態で取り残される

中央銀行の政策会合や主要な経済指標の発表が終わり、この先数週間は目立って市場の注目を集める材料は予想されません。

2023年8月11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

- 先週発表された米国のインフレ指標では、物価上昇の減速基調が確認されたものの、インフレ率のトレンドは依然として米連邦準備制度理事会（FRB）の目標を大きく上回っています。
- 利上げサイクルは終了したように見受けられるものの、利下げの可能性を考慮すべき時期は依然としてかなり先であるように思えます。
- 欧州中央銀行（ECB）が公表した新たな見通しにおいて、比較的軟調な経済見通しとともに、期待インフレの緩和が示されました。
- 中国では、軟調な輸出入統計やCPI及び生産者物価指数（PPI）が相次いで経済環境の軟化を示しました。

先週発表された米国のインフレ指標では、物価上昇の減速基調が確認され、金融市場はこれを好感しました。しかし、インフレ率のトレンドは依然として米連邦準備制度理事会（FRB）の目標を大きく上回っており、逼迫した労働市場や概ね底堅い成長動向を踏まえれば、利上げサイクルは終了したように見受けられるものの、利下げの可能性を考慮すべき時期は依然としてかなり先であるように思えます。

米10年国債利回りが預金金利を140bps下回る状態にある中、成長が大幅に減速し、金融緩和見通しがより明確に視野に入っていない限りは、利回りが大きく低下する余地は限定的と考えています。したがって、米国金利に関しては何らかの明確な見通しをポジションに反映することはせず、市場の動きについては、引き続き構造的というよりは短期的なものとして見ています。

同様に、リスク資産も現時点までに既に多くの好材料を織り込んでいると考えています。リセッションは差し迫ったものではないようで、たとえ金融引き締め効果が一時的に経済成長をトレンド以下に押し下げる期間があったとしても、リセッション自体は回避される可能性があります。

企業の収益は拡大を続ける可能性があり、仮にそうであれば企業は借入れによる資金調達を実施することが出来、デフォルト率は低位に留まるでしょう。しかし、ダウサイド懸念の減少はここ数ヶ月間の株式市場及び社債市場の支えとなってきましたが、この先、利下げがかなり先になりそうの中で、価格を最高値に押し上げるほどの材料が多くあるようにも思えません。

欧州では、欧州中央銀行（ECB）が公表した新たな見通しにおいて、比較的軟調な経済見通しとともに、期待インフレの緩和が示されました。このことはドイツ国債利回りの低下につながりましたが、同時に、ドイツ連邦銀行（中央銀行）が政府預金への利払い停止を発表したことで、預金から短期国債への移行が促されたこともドイツ国債利回り低下につながる要因であったと考えられます。

ある意味このような動きは、金利が上昇する中で量的緩和からの損失を抑制するための政策担当者の試みの一環であると言え、ECBに預ける最低準備金への付利金利の引き下げ決定や、銀行セクターの収益改善を踏まえた、一部政府による銀行への課税などの政策の流れを汲むものです。

しかし、欧州経済は依然として銀行にかなり依存しています。銀行の株価が純資産価値を大きく下回って低迷している中で、このような政策は既に引き締め傾向にある銀行の融資基準を更に厳格化させることにつながり、銀行融資を抑制することになることを懸念しています。

一部不手際も見られたイタリア政府による銀行収益への課税は、まさにその例であると言えるでしょう。イタリア政府の想定外の発表により、イタリアの銀行株価は8%近く下落し、負のフィードバック・ループが懸念視される中、イタリア政府は即座に計画を再考し、骨抜きにすることを余儀なくされました。これとは対照的に、カナダのような国では、銀行の健全性及び収益性が価値あるものとされ、より建設的かつ支援的な政策枠組みが敷かれていることにより、他の国と比べて良好な経済状況にあることは不思議ではありません。

中国では、軟調な輸出入統計やCPI及び生産者物価指数（PPI）が相次いで経済環境の軟化を示しました。また、投資家がディストレスト・セクターにおいて生き残る可能性が最も高いと考えてきた不動産開発大手Country Garden（碧桂園）の利払い停止も、ネガティブな心理に拍車を掛けました。この先は、国内経済の改善を目的とした一連の緩和策によって、目先数ヶ月間の経済指標にも改善基調が見られる可能性があるでしょう。

ただし依然構造的に見れば、中国経済に対してやや悲観的な見通しを維持しています。中国の弱含みは、グローバルに見ればデイスインフレ要因となる可能性があります。しかし、1990年代の日本同様に、その不動産市場との関連から、デフレの大半は中国国内のものになると予想しています。さらに、非グローバル化や中期的な地政学懸念を背景に、サプライチェーンは再構築されており、デイスインフレによる恩恵はそれほど明確ではない可能性があるでしょう。

とは言いながらも、その他のエマージング市場（EM）を見渡すと、多くの国でデイスインフレ傾向が確認されています。このことが、ブラジルやチリなどの国で利下げに動く要因となっており、他の中央銀行もこの動きに追随するとみられています。

これらの多くの国は、FRBやECBと比べて経済サイクルのかなり早い段階で引き締め策を実施し始めたことによる恩恵を受けています。このことは現地金利の魅力を高めますが、米ドルに対するキャリー面でのアドバンテージが失われていく中、通貨にとっては下落リスクもはらみます。

通貨キャリー取引によって最も恩恵を受け、過去18ヶ月間で大幅に上昇していた通貨において最も大きな影響が見られ始めています。通貨下落に対抗する中央銀行はそれほど多くないと考えていますが、仮に為替相場の動きが急激であれば、ボラティリティを抑制したい意向は出てくるとみてい

ます。

その他では、引き続き日本の動向に注目が集まりました。仮に円が対米ドルで145円近辺まで下落すれば、日銀内で市場とのコミュニケーションの方針について議論を促すことになるかとみており、植田総裁は自身の超ハト派的トーンを弱める必要が出てくると見えています。

一方で、インフレに関する国内指標は引き続き予想を上振れる状況が続くとみています。仮にそうなれば、今後の国債買入オペにおいて買入額を縮小し、日本国債利回りの上昇を許容する可能性があるとみています。

これをしなければ、投機筋がさらに円安を推し進めることに青信号を与えることになるでしょう。また、仮に日銀が円安を促す主たる要因となっているのであれば、あらゆる為替介入において財務省が信頼を得ることが極めて難しくなるでしょう。

今後の見通し

中央銀行の政策会合や主要な経済指標の発表が終わり、この先数週間は目立って市場の注目を集める材料は予想されません。月末には、FRBが年次のジャクソンホール会合を予定しています。

しかし、シントラで開かれたECBのシンポジウムにおける発言からそれほど大きく異なる内容は予想されていません。ジャクソンホールの場で、自然利子率に関する長期的な考え方や、金融政策のトランスミッション・メカニズムなどに関する議論が交わされる可能性はあり、その意味で、今後数日間で公表されるとみられるアジェンダやスピーカーに注目しています。

足元の市場環境下において、価格を後追いすることにそれほどメリットを感じていません。また、多くのリスクを取ることで得られる報酬も多くないと感じています。したがって、リスクを削減することを意識し、この先数日及び数週間において、より魅力的なエントリーポイントで、選好する取引を実施出来るタイミングを待っています。

ここ最近の市場の動きで、一部投資家はアクティブにポジションを取ることで損失を被る結果になったと見られます。例えば、株式へのエクスポージャーを積み増した投資家はその例です。確かに、S&P500 種指数で見れば、昨年10月の底値から30%近く上昇するなど堅調に推移しています。

ただし、最後の弱気派が降伏する中であっても、パーティーはすぐに終わりを迎えるように見えてなりません。女子W杯サッカーにおいて米国代表チームがそうであったように、景色は一夜にして一変しかねません。同様に、穏やかな投資環境が、突如として（PKに失敗し笑みを浮かべた米国女子サッカー選手のように）それほど笑えない状況であることに気付かされる瞬間となる場合もあるかもしれません。

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