



利回りもうなり声を上げて躍進

利回りがさらに上昇することがあれば、テクニカル主導の投資家からの売りが予想され、投資家心理の重石となる可能性があるでしょう。

2023年8月18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

- 我々は米連邦準備制度理事会（FRB）が引き続きインフレ率を目標の2%に引き下げることをコミットするとみています。
- 米国GDP成長率は、主に消費の強さを背景に底堅さを維持しています。
- 中国のダウンサイド・リスクは高まり続けています。
- 市場のコンセンサスは金利デュレーションのネット・ロングであるように見受けられますが、現時点では比較的ニュートラルな投資姿勢を維持することが賢明であると考えています。

先週は、米国債利回りが直近の最高水準まで上昇し、米2年と10年国債利回りはそれぞれ、5%と4.25%の抵抗線を突破しました。

先週行った米政策担当者との面談を踏まえると、米連邦準備制度理事会（FRB）は依然として、過度に引き締めを行って、その後軌道修正をしなければならない状況よりも、政策を十分に引き締めなかった場合のネガティブな結果を、より懸念しているように見受けられます。

もしインフレ率が3-4%のレンジに高止まりし、次第にインフレ期待が上昇すれば、インフレの5%近辺への再加速を促すショックがもたらされるリスクがあり、それはFRBにとって非常に苦しい状況であるためです。

ベテランの米連邦公開市場委員会（FOMC）メンバー経験者が述べていたのは、利上げサイクルにおいては、経済にひびが入って初めて、引き締めが過度で停止すべきであることに気付かされる、ということでした。

しかし現時点において、GDP成長率は潜在成長率近辺にあり、消費を減速させる要因は多くないように見受けられます。住宅ローンの期限前返済が少ないことも、現時点では利上げによる影響を受けている住宅ローン保有者がごく一部であることを物語っています。

一方、住宅市場の取引が少ないことは、耐久財への需要が弱いことを示唆していますが、サービスや体験型の消費需要は力強いと見られ、ホテルの滞在費や音楽のライブ鑑賞チケット代などに反映されています。

多くの点からこの夏は「テイラー・スウィフトの夏」と言えるでしょう。彼女がコンサートに行く先々では、物価もステージも気にしなくてよい（shake it off）どころか、見事にかき乱されている（shake it up）ようです。

同時に、その他の場所ではインフレ率が鈍化しつつある証拠が見られており、中国経済がリセッション期に差し掛かっていることによる商品価格の低下も、原材料価格の低下につながる可能性があります。政策金利が長期のRスター（自然利子率）を大きく上回る水準にある中、金融政策は引き締めの水準にあります。

従って、FRBは政策金利を現状の水準に留め、政策の効果が十分に波及することを待つ可能性があるでしょう。またそのような姿勢は、大統領選の年となる2024年にはリセッションを避けたいという思惑によって、政治的にも都合が良いと言えるかも知れません。

しかし、仮に政策金利が既にピークにあり、やや長きに亘って同水準に据え置かれたとしても、大幅な逆イールドが見られる環境下においては、利下げへの道筋が確認されるまでは、金利デフレシオンのロングを取ることにそれほどのメリットを感じられません。ワシントンDC界隈では今のところ、この先6-9ヶ月間の利下げを予想する声はほとんどありません。

株式市場が大幅に下落する、もしくは失業率が少なくとも4.5%まで上昇するとともに、インフレ率が3%を下回り、2%の目標に向けて低下基調にない限りは、利下げは視野に入りづらいと考えられます。従って、米国金利についてはニュートラルの姿勢を維持し、今後数日間で価格がオーバーシュートしたタイミングで、より機動的に投資機会を捉えるチャンスを待ちたいと思います。

米国政治に関連したディスカッションでは、トランプ氏もバイデン氏も、次期大統領選に出馬しない可能性がわずかながらあることが気に留まりました。しかし、米共和党の場合、大統領候補の座を勝ち取るのは、過半数票ではなく最多得票であることから、これには候補者を絞り込むことが必要です。

民主党サイドでは、バイデン氏が予備選を勝ち抜くと見られているものの、来年の夏には健康上の理由から辞退するよう説得される可能性があるでしょう。一般投票では、第三政党の候補者がバイデン氏への票をある程度取り込むとみられることから、現時点で勝者となる可能性が最も高いとされているのはトランプ氏です。

外交政策は大統領選において重視される項目ではないものの、共和党候補者の間で、トランプ氏とそれ以外の候補の政策的な違いの一つは、トランプ氏のウクライナに対する姿勢であり、今後党内で意見が分かれる政策になるかも知れません。

従って、大統領選を目指す他の候補者も、その過程で、ウクライナへの支援姿勢の後退を余儀なくされる可能性があるでしょう。一方で、モスクワでの実地調査からは、さらなる戦力を投じたいというロシア政府の懸念すべき意向が見て取れ、同地域の見通しをより暗くしています。とは言いながらも、EUによるウクライナ政府への支援姿勢は揺るぎないものと考えており、この先数年間でEU加盟国となることで、ウクライナが現状の混乱から抜け出すことに期待感を持っています。

先週は、ドイツ国債利回りも直近の最高水準へと上昇し、米国債の動きに追随しています。そんな中、日銀にとっては、金融政策が円安の要因となっており、日本国債利回りの上昇を容認するプレッシャーが掛かり続けました。

外需が主導して、4-6月期の日本のGDP成長率は市場予想を大きく上回るサプライズとなりましたが、インフレが上昇を続ける中、名目成長も急加速したことも注目を集めました。このような点を踏まえ、日本国債についてはショート・ポジションを維持することが賢明であるとの見方を維持しています。

その他では、中国のダウンサイド・リスクが高まり続けましたが、北京（中国政府）が活動を後押しするために出来ることが、それほどあるかどうかは明確ではありません。一部経済指標の発表を停止するというのは心配な兆候で、この先数ヶ月間での政策ミスの可能性を示唆するに思えます。

多くの点から、現在中国が抱える問題は、1990年代の日本に酷似しているように思えます。これらを踏まえ、先週15年ぶりの安値を更新した人民元については、さらなる下落を予想したショート・ポジションを積み増しました。

英国では、賃金データが予想を上振れ、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）に対してさらなる試練を突きつけたとみられます。BoEはこのところ、今後の会合における反応関数の伝達において、より具体的になっています。つまり、民間セクターの賃金や労働市場の逼迫、サービス・インフレが短期的にどのように進展するかが、同中銀の次のステップを決定づけるということを強調しています。

先週発表された指標は強弱入り混じる内容でしたが、9月の金融政策委員会（MPC）前には、労働市場とインフレの指標がもう一度発表される予定となっており、追加利上げの幅が25bpsになるのか、もしくはより大幅な動きが必要となるのかを現時点で結論付けるのは時期尚早であると言えるでしょう。MPCが現状の政策金利の水準を、既に「抑制的」な域にあるとみていることを踏まえれば、25bpsよりも大幅な追加利上げを決定する方がややハードルが高いと言えるでしょう。

市場では、英政策金利が今年末までに6%近辺に上昇することが織り込まれていますが、求人や経済活動の指標にも減速基調が見られていることを踏まえ、ベイリー-BoE総裁らは、よりハト派寄りのスタンスを取ると予想しています。また現時点では、引き続き、英ポンドが買われすぎた水準にあるとの見方を維持しています。

今後の見通し

今後の見通しとして、市場のコンセンサスは金利デフレのネット・ロング、及びリスク資産のロング・エクスポージャーであるように見受けられます。利回りがさらに上昇することがあれば、テクニカル主導の投資家からの売りが予想され、投資家心理の重石となる可能性があるでしょう。したがって、現時点では比較的慎重な投資姿勢を維持することが賢明であると考えています。

8月は、市場の流動性がやや低下することから、価格のオーバーシュートが起きても不思議ではなく、より魅力的な水準でエントリー・ポイントが訪れる可能性があるかとみています。今のところは、くつろぎながら、ライオネセス（雌ライオン；イングランド女子サッカー代表の愛称）がうなり声とともに躍進する姿を見守りたいと思います。W杯は遂にイングランド（サッカーの母国）に戻ってくる（coming home）でしょうか。

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