



RBC BlueBay
Asset Management

スキンヘッドにはつらい一週間

世界各地で反則的な行為が注目を集める一週間でした。

2023年8月25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

- 政策金利がより長きに亘って高い水準で維持されるとの見方によって、利回り曲線は過去数週間でベア・スティープ化し、長期金利は15年振りの水準に上昇しました。
- 金融引き締めの影響が本格的に現れ始める中、購買担当者景気指数 (PMI) が弱含み、経済活動の減速可能性を示唆しました。
- 欧州でも、経済活動に関連した指標が再び予想を下回ったことを受けて、利回りがやや低下しました。
- 中国経済の急減速は欧州の輸出にとって重石となってきましたが、同国のファンダメンタルズは引き続き弱いとみられています。
- 主要中央銀行がデータ次第の姿勢を取っている中、9月に控えた主要中銀の会合を前に、消化すべき材料は豊富にあります。

先週は、週末に控えた年次のジャクソンホール会合でのパウエル米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長の発言を前に、ここ最近の利回りの上昇圧力がやや和らぎました。政策金利がより長きに亘って高い水準で維持されるとの見方によって、利回り曲線は過去数週間でベア・スティープ化し、長期金利は15年振りの水準に上昇しました。

しかし、金融引き締めの影響が本格的に現れ始める中、購買担当者景気指数（PMI）が弱含み、経済活動の減速可能性を示唆しました。一方で、今後のインフレ指標は低下基調を維持するとの期待感は維持されています。その意味で、5年先5年フォワード金利が4.1%を上回っている状態は、現時点では既に金利が十分に上昇したことを示唆しているとも受け取れます。とは言いながらも、金利デフレのロング・ポジションは既に市場のコンセンサスとなっているように見受けられます。

ここ数か月間の堅調な株式及び社債市場の動きを踏まえ、FRBが発言をハト派寄りにするプレッシャーを感じることはほとんどないでしょう。その他では、米カリフォルニア州を襲ったハリケーンの影響が、生鮮食品の価格圧力となって、この先短期的にインフレ上昇リスクとなる可能性もありそうです。

これらを踏まえ、米国金利に関しては引き続き方向性を持った見方はしていません。米10年国債利回りを見て4.5%近辺までさらに金利が上昇することがあれば、より魅力的なエントリー・ポイントとなる可能性はありますが、現時点においてはデフレを保持するための十分に納得できる材料が少なく、様子見の姿勢を維持することが賢明であると判断しています。

欧州でも、先週は利回りがやや低下しました。経済活動に関連した指標が予想を下回り、PMIでは需要の弱含みが確認されました。中国経済の急減速は欧州の輸出にとって重石となってきましたが、比較的健全な労働市場の状況にも関わらず、消費者のセンチメントも鈍いようです。

欧州中央銀行（ECB）が次回会合で政策金利を据え置くか、もしくはあと1回の追加利上げを行うかを判断する上では、来月公表される指標が重要になるでしょう。ユーロ圏のスプレッドは概ねレンジ内の動きとなりましたが、エマージング市場（EM）では、財政懸念の高まりを背景に、ルーマニアがアンダーパフォームする展開となりました。英国では、軟調な経済指標を受けて、短期金利が低下基調となりました。前週には、賃金上昇に関連したインフレ懸念から、政策金利見通しが押し上げられていました。

しかし、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は、インフレが引き続き同中銀の目標を上回って推移していることよりも、より成長のダウンスайд・リスクに配慮することに注力するであろうとみています。そのような点を踏まえ、英国の政策金利に関しては引き続き5.5%-5.75%がピークになるとみています。

アジア市場では、中国当局がオフショア人民元のさらなる下落を食い止めるために介入を続けています。しかし、ファンダメンタルズ見通しは引き続き困難であるとみられ、広範なマクロ経済見直し改善のために中国政府が出来ることは限られているような印象を持っています。不動産市場の崩壊は複数年に亘る可能性があり、このことが地方自治体の財政を圧迫するでしょう。

消費を刺激することで成長を押し上げる余地はあるとも言えるかもしれませんが、成長に向けた消費主導のアプローチは中国の政策担当者の意に反します。習近平体制下において、ここ数年間で経済に対する国家のコントロールは強まり、成長モデル苦戦の一因は、中国共産党が生産要素における中央政府の権力を拡大しようとした決定に遡るとも言えるでしょう。

自らが求めた絵を描く上で期待にそぐわない経済指標は、単に公表を廃止してしまうという決定は、成功へのレシピとは言えないでしょう。一方で、香港の将来については懸念を抱いています。香港は堅調な米ドルや米金融政策の引き締めの影響を受けやすいというユニークな特性を持ちつつ、同時に、徐々に深圳に組み込まれていく過程にあり、現時点での中国全体を取り巻く下降気流の影響も及ぶとみられるためです。

アジアにおける地政学的緊張は、2024年1月に控えた台湾の総統選に向けても高まる可能性があります。軍事力の誇示や、台湾周辺での軍事演習は行われているものの、ウクライナにおけるロシアの失敗は、中国統一を目的とした軍事的圧力がいかに難しいものとなるかを中国政府に思い起こさせる出来事と言えるでしょう。

実際、中国政府の望みは台湾の国内政治に影響を及ぼすことであるとみています。しかし、そのような努力は現時点ではほとんど成果をもたらしておらず、中国本土での不満を高めているのみです。

一方、より前向きな話題として、先週はインドの無人探査機が月面着陸に成功したとの報道があり、インドと中国の見通しの枝分かれはより一層注目的となっています。インド・ルピーに関しては

前向きな見方を維持してきましたが、ここ最近のアウトパフォーマンスを受け、一旦ポジションは解消しています。

夏場でやや静かな市場環境となっはいるものの、ここ数週間では社債市場で比較的底堅い需要が見られています。最近では金利市場が最も活発な取引対象となっているものの、通常では夏休み明けで巨額の新規発行が見られる前に手元資金を厚くし、投資をやや手控える時期であります。利回りの絶対水準が上昇したことから、利回り目標のある買い手が進んでエクスポージャーを積み増している証拠が見られています。

株式市場は今月に入って概ねレンジ内の動きとなっていますが、金利が上昇する中であっても、Nasdaq指数が年初来で約30%上昇するなど、デュレーションが長いとされるハイテク株などのセクターがそれほどアンダーパフォーマンスしていないことには驚いています。

今後の見通し

週末のジャクソンホール会合の後には、8月最後の一週間となり、市場の注目は金曜日の雇用統計に移るでしょう。主要中央銀行がデータ次第の姿勢を取っている中、9月に控えた主要中銀の会合を前に、消化すべき材料は豊富にあります。

全体的には、投資家のポジションはデュレーション及びクレジット・エクスポージャーについてロング・ポジションに傾いているとみています。したがって、痛手となるのは利回り上昇及びスプレッド拡大が進んだときであるとみており、インフレ指標が期待を裏切れればそのような展開となる可能性はあるでしょう。

ワグネル創設者のプリゴジン氏の早すぎる最期に接した先週を経て、今後数日間でのロシアにおける進展も注目を集めそうです。振り返ってみれば、プリゴジン氏が仕掛けた反乱自体が既に彼の運命を決めていたようにも思えます。

とは言いながらも、過去の自らの行動を後悔するという点に関して言えば、彼は決して一人ではないかもしれません。女子ワールドカップで自国チームが優勝した後、選手の唇にキスをしたスペインサッカー連盟会長の行動など、客観的に見て、一体全体何を考えているのだろうと首をかしげてしまいます。間違いなく先週は、同じようにスキンヘッドのこれら2人の白人男性にとって身の毛もよだつ(hairyな)一週間だったことでしょう。

その意味で、投資家としても、決して将来後悔するようなことはしないということが重要でしょう。ほんの少し前までは、市場参加者が0%を下回る利回りのドイツ30年国債を喜んで買い求めていましたし、そのわずか数年前にはアルゼンチンが100年債を発行し、投資家に歓迎された世の中でした。今、日本国債利回りが0%台にあることも、後々同様に思い出されることになるのでしょうか。さらに言えば、ミスを犯すことを避けるためには、ファンダメンタルズに注目し、バリュエーションを見極めることが極めて重要です。市場モメンタムに簡単に引き込まれてしまうこともあるため、成功を追求する上では常に規律を重視することが求められます。思わず気が緩んでしまいがちな夏ですが、決して慢心の季節ではありません。

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