



そろそろ違う曲を

もしくは「Shake It Off（気にしない）」が良いかもしれません。

2023年10月6日

著者
マーク・ダウディング
ブルーベイ債券部門
最高投資責任者(CIO)



コメント要約

- 欧州及び米国債利回りの急激な金利上昇は他の長期デュレーション資産にも重石となり、株価や社債の価格に圧力を与えました。
- 企業信頼感調査や、求人件数の反発に見て取れるように、米経済活動は比較的堅調さを維持しています。
- 米政府機関の閉鎖を免れたことで、投資家心理は改善したものの、雇用統計などの指標には引き続き注目が集まるでしょう。
- 金利が変曲点に差し掛かっているという我々の見方は、金利上昇に伴う痛みが今や広がりつつあるという事実裏付けされているものの、早期にそのようになるとは考えづらいでしょう。

先週も、グローバルに国債利回りの上昇が続き、米30年国債利回りは6月末の水準から100bps超も上昇し、一時5%を突破する展開となりました。このような急激な金利上昇は他の長期デュレーション資産にも重石となり、株価や社債の価格に圧力を与えました。リスク資産は、将来のキャッシュフローに対して大幅に上昇した割引率を適用する必要があることがその一因です。

さらに、このような市場の動きは、2024年のリセッション・リスクの再燃につながりました。ただしこれまでのところ、リスク資産の価格動向は比較的秩序を保っているように見受けられ、一部の投資家が押し目買いのために資金を投資に回し続けていることが伺えます。

しかし、夏の終わり以降、金利及びリスク資産に関して、誤ってしまってロング（wrong and long）するポジションが市場コンセンサスとなっていたことを踏まえ、価格のより急激なミスプライスにつながり兼ねない、降伏売りがこの先訪れる可能性があると考えています。

その意味で、金利のさらなる上昇は、結果として自ら修正される可能性があります。その点を踏まえ、利回り上昇は現時点では概ね一巡した可能性があり、この先一旦調整の期間が訪れると予想しています。

仮に政策金利がRスター（実質中立金利）の推定値とされる2.5%（我々は低すぎると考えてきましたが）を大幅に上回る水準で常態化したとしても、5年先の5年フォワード米国債利回りの水準が4.8%となっている中、長期債の水準には幾らか割安感も見出せると考えています。

米国金利に対してより構造的に強気な見方を形成するためには利下げへの道筋が必要となるものの、成長懸念が高まっていく中で米10年国債利回りが4.5%程度まで低下する可能性はあるとみています。

今のところ、企業信頼感調査や、前月に弱含んでいた求人件数の反発に見て取れるように、米経済活動は比較的堅調さを維持しています。裏付けとなるデータはないものの、先週米国で実際に話したところによれば、コネチカット周辺での住宅の在庫不足や、ミネソタ周辺での新車の在庫不足などがトピックとなりました。

依然として、クレジットカード支払額の増加や経済鈍化などに関連した懸念よりも、そのような議論の方がかなり活発であることは興味深く受け止めました。しかし、今年3月に目にしたように、センチメントの変化は急速に訪れます。

また、金融引き締めが全く効いていないと結論付けることは誤りであると考えており、その影響は、遅れてはいるものの、この先確実にもたらされるとみています。

そんな中、ここ最近の原油価格の上昇によって、この先インフレに関する指標は上振れする可能性があるでしょう。ただし、コア財やサービス価格のインフレがさらに低下するであろうことには幾らか安心感を抱いています。

少なくとも、米政府機関の閉鎖を免れたことで、今月も経済指標が算出されます。経済活動の減速の証拠は、この先次第に確認されていくとみており、これに関してはやや辛抱強さが求められているようです。

金利が上昇する中、プライベート市場に関する懸念はこれまでも述べてきました。同市場では企業への貸出金利が12%程度のものもありますが、それらの企業は6倍から7倍のレバレッジ（負債倍率）で、インタレスト・カバレッジ・レシオは2倍未満の企業もあります。IPOのパイプラインが低調であることも、つまりはプライベート資産の所有者にとっての「出口」が限られていることを意味しています。金利が上昇を続ける中、ストレスは引き続き高まっています。

一方で、ハイ・イールド債のレバレッジは（プライベート資産と比べて）はるかに低水準です。今年初め頃を振り返れば、シリコンバレー銀行（SVB）の崩壊によって投資家心理がいかに急速に冷え込むかを目の当たりにしました。地方銀行の流動性状況は今ではより強固になっているものの、ボラティリティが高れば、システム内の弱い結びつきにストレスを与えることには変わりはないでしょう。

究極的に言えば、多くの投資家が夏の間に「ソフト・ランディング（軟着陸）」シナリオの買い手になっていたと言えるでしょう。しかし、そのような結果を促すことは常に難しいと言えるかもしれません。過去のサイクルを分析すると、リセッションの方がより可能性の高いシナリオであることが示唆されています。政策の効果は直線的ではなく、現状の水準からのさらなる利上げは、利上げサイクルの初期と比較してより大きな影響をもたらすリスクがあると考えています。

そのような分析に基づけば、金利の安定がもたらされてはじめて、リスク資産の安定が実現する可能性が高いと言えます。したがって、足元のスプレッド拡大を経ても、依然としてクレジットのヘッジ・ポジションを解消するには時期尚早であると考えています。

利回りが上昇を続ける中、その先の利回りの低下を捉えることを視野に入れ、まずは徐々に金利リスクを引き上げることが賢明であると考えます。リスク資産に対してより前向きな姿勢に転換するには、さらに降伏売りの大きな局面やボラティリティ上昇の機会を待つ必要があるとみています。

同様に、米国債利回りの上昇をもたらしているトレンドが、継続的に米ドル高を促す要因となっています。金利が反転するまでは、米ドル高基調は続く可能性があるでしょう。したがって、米ドルのポジション解消は今のところ待つ必要がありそうです。

一方で、多くの通貨が心理的節目とされる水準を突破して下落しており、価格動向が加速する可能性を示唆しています。日本に関して言えば、これが当局の介入観測につながりました。実際、円安をさらに加速させたくないのであれば、日銀にとって政策スタンスを再考する圧力は引き続き高まっていると言えるでしょう。

欧州の債券利回りは米国債につられた動きとなりましたが、その感応度はやや低下しました。同時に、主要中央銀行は利上げをほぼ終えたであろうとの見方から、イールドカーブはスティープ化傾向にあります。相対的に言えば、英国債については需要減に直面する可能性があるほか、英国のインフレ率が早期に米国を下回る水準まで低下するとは考えづらい状況です。

その他、米国債利回りや米ドルの上昇が引き続きエマージング市場（EM）資産にとって重石となりましたが、ここでも、資産クラス内でのばらつきに着目することが重要です。例えば、メキシコの現地金利など一部資産に関しては、割安な水準までオーバーシュートしたと捉えています。またその他、一部のストレスを抱えるソブリン債にとっては、グローバルなマクロ経済動向が引き続きプレッシャーになる可能性があるでしょう。

今後の見通し

この先を見据えると、いつも通り米雇用統計などの指標には市場の注目が集まるでしょう。現時点においては、堅調な経済指標が、金利とリスク資産市場の両方にとってバッド・ニュースとなります。一方、指標が弱含んだ場合には一定の安定や、ここ最近の動きの一部巻き戻しにつながる可能性があるかとみています。

金融市場における変曲点を精査して見極めることは常に手強いことです。金利がそのような変曲点に差し掛かっているという我々の見方は、金利上昇に伴う痛みが今や広がりつつあるという事実裏付けされています。投資家の間で不快感やストレスが溜まり始めています。

ここ最近のトレンドがさらに長期化すれば、投資家による降伏の瞬間につながり、ボラティリティは急上昇するとみられます。したがって、これまでのところ金利に対してやや弱気な見方を維持してきましたが、リスク・リターン観点から、金利デフレを伸ばすことにメリットが出てきたと考えています。

とはいえながらも、そのような見方は、今のところは構造的というよりはタクティカルなものとしています。より構造的に強気な取引とするためには、成長及びインフレのさらに大幅な減速、つまりマクロ経済環境の変化の前兆が必要であると考えているためです。それはまだ当面先になるとみています。

ただ、私たちがテイラー・スウィフトと彼女が今何をしているかを追った写真の数々に見飽きてしまっているように、ここ最近の利回り上昇を眺めることにも飽き始めているような気がします。もう十分でしょう...ほんの少しの間でも、そろそろ違う曲をかけてみてほしいかもしれません。

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