



RBC BlueBay
Asset Management



シックス達成？

クリケットにおいてのみであることを祈ります。

2023年10月20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

- 米経済の力強さを示すさらなる証拠が確認されれば、インフレ率を抑えるために、米連邦準備制度理事会（FRB）が追加利上げをする必要があるとの見方が広がりました。
- 現時点では、金融政策がより緩和的になるタイミングを推測することですら時期尚早に思われま
- す。
- アセット・アロケーションの観点からみると、利回り上昇が続くのであれば、株式市場は脆弱であるようにみえます。
- 欧州の利回りは米国につられる動きとなっています。
- 英国には、スタグフレーションの可能性が高まっているとみています。

先週の金融市場では、前週の価格動向が反転する格好となり、米長期国債利回りが大幅に上昇しました。米経済の力強さを示すさらなる証拠が確認されれば、需要を抑制するため、またインフレ率を目標水準に戻すという目的に沿って、米連邦準備制度理事会（FRB）が追加利上げをするリスクがあるとの見方が広がりました。

現時点では、力強い労働市場や消費者の堅固なバランスシートが小売上の原動力となっており、結果として事業センチメントを支えているようです。過去数ヶ月に亘って、米連邦公開市場委員会（FOMC）の引き締めサイクルが終了した、もしくは極めて終了に近いといった見方が優勢でした。

しかし、強い成長が続けば続くほど、このような見方には疑問符が付き、そのことがソフト・ランディング期待を脅かしているように見受けられます。

ここ最近では、500bpsの利上げが経済活動の減速にほとんど寄与していないのであれば、米政策金利のピークは6%や7%、もしくはそれ以上かもしれないとの主張も一部であるようです。ただしそのような考え方は、金融政策が無効であると言うに等しいようで、単純すぎると思います。過去の経済もそのような考えとは相反しています。

しかし、政策伝達ペースがこれまでも述べてきた複数の要因によって遅延していることは事実である中、緩和的な財政政策も、金融政策の変化が広範な経済にもたらす効果を見えにくくしています。つまり、利下げまでの待ち時間はさらに進むことが予想されます。

現時点では、金融政策がより緩和的になるタイミングを推測することですら時期尚早に思われ、FOMCが2024年を通して利下げを実施しない可能性もありそうです。

とは言いながらも、2024年半ばには成長が減速するとの見方は維持しており、今サイクルでは残り1回を超える利上げは必要とされないと考えています。ある意味では、金融政策が効果をもたらすまで、ただ辛抱強く待つしかないのかもしれないかもしれません。

この場合、米政策金利が6%に達することはないとみられ、米10年国債利回りがこの先6%となる可能性も低いと考えています。財政赤字の拡大は米国債の供給増を意味し、実際このことがターム・プレミアム上昇の要因となり、ここ最近の長期国債のアンダーパフォームにつながっていると考えています。

しかし、米10年国債利回りが過去2ヶ月間で100bpsも上昇していることは、金融環境のさらなる引き締めにつながり、政策担当者もこのことに着目し始めているようです。このような状況において、FRBは火に油を注ぐことは避けたいであろうとみられ、今後数週間で発表される経済指標が利上げの必要性を物語らない限り、11月に利上げを実施する可能性は低いとみえています。

米国金利に関しては、機動的なロング・ポジションを構築した後、一部利益を実現しましたが、現時点では残りのポジションを維持したいと考えています。利回りは現状の水準近辺で安定するとみており、最終投資家の多くが、ここ最近の価格動向において金利を「誤ってしまってロング（wrong and long）」していた傾向にある中、ヘッジ・ファンド投資家は反対の見方をしていたようです。つまり、ポジションは双方で概ねバランスが取れているようです。

そんな中、ここ最近話した最終投資家の中では、より長期的な目線に基づく資産配分の観点から、株式から債券へと移行する動きが見受けられました。株式の配当利回りと比較した債券利回りの妙味は日増しに高まっており、多くの投資家が構造的にパブリック市場の債券をアンダーウェイトしてきたことを踏まえれば、同資産クラスへの資金流入は続く可能性があるかとみえています。

ある意味では、政府による負債残高が今後も拡大が続けるとの推測に基づけば、株式から債券への資金流入はなくてはならないものであると言えるでしょう。要は、公的セクターが膨れ上がる結果として、民間セクターをクラウドディング・アウトしている状況かもしれず、単純に言えば、買い手が入り、均衡が再び取り戻されるであろう水準まで、利回りが上昇する必要があるかもしれないということです。

足元で、国債利回りが5%、投資適格社債の利回りが6.5%となっていることから、そのような地点に到達する日もそう遠くないかもしれないと考えています。中期的にインフレが目標水準に戻る（もしくは目標に近づく）限り、5%の水準にある5年先の5年フォワード利回りは魅力的に映ります。また、インフレ率+2.5%の利回りが保証された長期インフレ連動債も、長期目線の資産配分担当者や、インフレに連動した負債を持つ投資家にとっては魅力的に映り始めるでしょう。

株式市場で簡易的に計算するとすれば、株価収益率が20倍の株式市場を、デレージョン20年の資産として捉えるのであれば、長期金利の100bpsの上昇は20%の株価下落と同等であると言

えます。

もちろん、この結果を緩和する要因は複数ありますが（最も重要な要因は、名目GDPが8%超のペースで継続的に拡大する経済において収益拡大が続くこと）、長期金利の上昇がもたらす強力な向かい風の威力がわかる例と言えるでしょう。

その意味で、利回り上昇が続くのであれば、株式市場のより大幅な調整は、起きるかどうかではなく、もはや時間の問題であるように思えます。そのような点を踏まえ、リスク資産に対する全般的に慎重な見方を維持することが賢明であると判断しており、より大幅なミスプライスが発生した場合にのみ、ヘッジを削減し、より前向きな姿勢を取ることを検討する方針です。

ここ最近では、米国がグローバル市場を左右し続けています。欧州の利回りは米国につられる動きとなっていますが、引き続き米国と比較してベータ値は低い状態です。一方英国では、インフレ指標が予想を上振れる中、英国債利回りが直近の最高水準を更新しました。

引き続き、英国金利については弱気にみえています。米インフレ率は3～4%のレンジに留まる一方、英国では、経済活動がより大きく弱気むと予想されるにも関わらず、インフレ率が5～6%の間で高止まりするとみえています。イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が使用するモデルはインフレ鈍化を予想しているとみられ、バイリー総裁らは今年末まで現状の政策金利を据え置くとみえています。

しかしBoEのモデルは、足元で明らかになりつつある期待インフレの上昇を十分に考慮してきませんでした。

結果として、英国に関しては、高インフレに経済縮小が伴うスタグフレーションの可能性が高まっているとみており、英国資産及び英ポンドに対する弱気な見方を維持しています。2024年に政権を獲得するとみられる労働党は、1979年にサッチャー政権が引き継いだような形に近い、経済的苦境の最中で政権を奪取することになるとみえています。

その他の市場では、日本において、月末に予定されている会合での日銀の政策転換を予想しています。米国債利回りの上昇は日銀による政策ミスの可能性をより際立たせており、さらなる円安を避けるためにも明確な行動が必要となるでしょう。予想する政策修正が実施されれば、極めて割安な通貨であると判断している円が反発することが予想されます。

一方で、米ドルに関しては特に割高な水準にあるとみえています。このことが、米ドルのさらなる上昇の妨げとなっており、力強い米経済の報道にも関わらず、ここ1、2週間で米ドル高が加速していないことを興味深く受け止めています。

今後の見通し

今後を見据えると、仮に利回りが上昇を続けた場合、株式市場がより大幅に調整する局面が迫り来るのではないかと考えを拭きません。しかし、多くの投資家が今年を通して株価に弱気な見方を持ってきました。そして結果としてそれは概ね間違っていたと言えるでしょう。

S&P500種指数は、FRBが今サイクルの利上げを開始する直前の2022年2月とほぼ同等の水準にあります。4%の米国債利回りで、同指数が4,000台をキープ出来るのであれば、5%の利回りで5,000、さらに6%の利回りで6,000といった水準も可能なのでは、と思わず考えてしまうかも知れません。理論上は難しそうですが、市場の価格評価は（少なくとも最後の最後まで）理論を覆すかのように見えるのも事実です。

将来を予想しようとすれば最終的に惨めな経験をするのはよくあることで、現時点では多くの不確実性が存在するとの結論に留めておくことが賢明でしょう。中東における衝突も不確実性を高め、現時点において激しい戦争に発展していないことには幾らか安堵しているものの、ハマスやその関連組織に対するイスラエルの攻撃が長期に及ぶ衝突になる可能性も十分にあることに懸念を深めています。

悲しいことに、無実の民間人の犠牲者数がさらに増え、両者間に存在する憎しみがさらに増大することも予想されます。その意味で、衝突は予測不可能な道を辿る可能性があり、現時点で金融市場にはその点に関してやや慢心が存在しているように思えます。

思案すべき材料は豊富にあります。もし結論を導き出すのであれば、まずは安全第一ということになるでしょう。備えあれば憂いなし、ということわざもあります。リスクを取りたい気持ちはありますが、ここから年末までの間に、より魅力的な投資タイミングや価格評価の水準があると予想しています。この先短期的に目にする「6」（シックス）は、政策金利や米国債利回りではなく、現在開催中のクリケットの世界カップにおける、イングランド代表ベン・ストークスによるシックス（野球でいうホームラン）のみであることを祈ります。

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