



いたずら？それともお菓子？

不気味なハロウィーンに乾杯！

2023年10月27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

- 力強いGDP成長率を踏まえ、米連邦準備制度理事会（FRB）が追加利上げを行う必要性が生じるリスクが高まるなか、米10年国債利回りが2007年以来の水準まで上昇する展開となりました。
- 米政府の支出は増加の一途を辿り、財政赤字は拡大しています。この財政刺激策が金融政策の効果を見えにくくしている側面があります。
- 欧州中央銀行（ECB）は金融政策を据え置きましたが、これには経済がどのように進展するのかを見極めたい意向があるとみています。イングランド銀行（英中央銀行、BoE）も今週の会合において、政策金利を現状の水準に据え置くと予想しています。
- マクロ面での可視性は極めて低い状態にあり、多くの変数や地政学リスクを背景にボラティリティも高止まりしています。

先週は、米10年国債利回りが2007年以来初めて5%まで上昇する展開となり、広範なりスク資産市場にもその影響が及び始めました。週の初めには、著名投資家であるビル・アックマン氏やビル・グロース氏が、債券保有に強気であるとの見方を示してメディアを賑わせたことにより、利回り上昇に一服感が見られる場面もありましたが、そのような動きも比較的短命に留まりました。

単に偶然なのかも知れませんが、このこと自体が、ほんのわずかな要因であっても資産価格に劇的な影響を与えかねないほど、ボラティリティが高止まりしている足元の投資環境を改めて思い起こさせる出来事であったと言えるでしょう。その意味で、引き続きポートフォリオのリスクは軽くしていますが、ここから年末までの間には、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期待しています。

7-9月期の米実質GDP成長率は前期比で年率4.9%増となり、引き続き米国経済の堅調さが示されました。政策的に言えば、米国経済の強さを踏まえると、需要を抑制し、インフレをタイムリーに2%の目標に押し下げるために、米連邦準備制度理事会（FRB）が追加利上げを行う必要性が生じるリスクがあると言えるでしょう。

ニューヨーク経済クラブにおけるパウエルFRB議長の直近の発言もそのような考えに沿った内容でしたが、現時点では、米連邦公開市場委員会（FOMC）が今回の引き締めサイクルは概ね終わったとの見方が引き続き優勢です。

また米財政赤字拡大の結果として巨額の米国債発行につながっていることも、そのような見方を一部後押ししています。米国債発行増大がタームプレミアムの上昇を促し、長期国債利回りが上昇することによって金融環境を引き締める効果もたらされているためです。

しかし、堅調な成長が続けば続くほど、この見方にもより疑念が生じ、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。

とは言いながらも、成長は来年半ばまでに減速するとの見方を維持しており、今回のサイクルにおいては、必要であったとしてもあと1回の追加利上げであるとみています。ある意味では、政策の浸透に時間が掛かっている中で、さらに財政刺激策が広範な経済にもたらす金融政策変更の効果を見えにくくしている側面もあり、金融政策が経済に波及するまでに辛抱強さが求められているように思えます。

全般的には、FRBとして火に油を注ぐような状況は避けたいであろうとみられ、ここ最近の長期国債利回りの上昇にもたれかかる格好で、今回の会合での利上げは見送られる可能性が高いとみていますが、12月の会合は依然として経済指標次第の「ライブ」になるとみています。

ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）が大方の予想通り預金金利を4%に据え置きました。ECB理事会メンバーの大半が足元の政策状況に満足しているとみており、さらなる行動を取る前に、経済がどのように進展し、ここ1年間での政策の動きを消化するのかを見極めたい意向があるとみています。

先週公開されたECBの銀行融資調査において、さらなる与信の厳格化と需要の減速が確認されたことも特筆に値するでしょう。中央銀行のバランスシート削減の継続が、融資基準の厳格化の主たる要因の一つであるとされました。ここから年末までの間に、ユーロ圏経済が概ね持ちこたえ、コアインフレが現状の水準にあることを前提とすれば、2024年初めにはさらなるバランスシート削減に関する議論が注目の的になるとみています。

その他の地域に目を向けると、オーストラリアでは7-9月期のインフレ率が前年同期比5.4%の伸びを記録し、前四半期から勢いを増していることが確認され、明らかに今年のハロウィーンでお菓子をもらうことは難しそうな状況です。同国では、中央銀行が「紙一重の着陸（narrow landing）」を成し遂げるために、あと1回の利上げで十分か、もしくはさらなる利上げが必要かという疑問が生じています。先週、カナダ銀行（中央銀行）は据え置きを選好する一派に残ることを選択しましたが、この際に、市場参加者は前向きな解釈をしました。しかし、今回唯一明らかなことは、オーストラリア準備銀行（中央銀行）のパロック総裁にはそうした恩恵が及んでいないことでしょう。

ハロウィーンに重なる日銀の金融政策決定会合を控え、直近の東京都区部のCPIの数字は、インフレ率が安定的に2%に向かうという点で政策担当者に何ら安心感を与える内容ではありませんでした。生鮮食品とエネルギーを除いたコアコア指数は10カ月連続で3%を超える伸びとなり、米国債利回りが一層の高いレンジに向かっている中、日銀の政策ミスがより一層際立つ格好となっています。

さらに、円相場が米ドルに対して危険水域まで下落している中、為替市場と債券市場の双方に介入し、緩和と引き締めを同時に行うということは、当局の信頼感に影響をもたらしています。そんな中、日銀高官がYCCのさらなる調整を真剣に検討しているとの日経新聞の観測記事の内容に特段驚きはなく、我々が予想する政策変更が実施されれば、円金利は上昇に向かい、米ドル対比で割安な円も上昇に向かうとみえています。

英国では、今週に控えたイングランド銀行（英中央銀行、BoE）会合において、ベイリー総裁らが政策金利を現状の水準に据え置くと予想しています。しかし、BoEが使用するモデルが、足元で明確となりつつあるインフレ期待の上昇を十分に織り込み切れていないことを踏まえれば、そのような政策決定はミスとなる可能性があるともみえています。結局のところ、政府が今年末までにインフレを約「半分」の5%近辺まで低下させると約束すれば、国民はそれが新たなインフレ目標であると認識し始めても不思議ではありません。

したがって英国は、高インフレと景気減速が重なるスタグフレーションに向かっている可能性が高まっていると考えており、英国資産、とりわけ英長期債及び（対ユーロで見た）英ポンドに対する弱気な見方を維持しています。

先週は、マクロ経済及び金利の変動性の高まりを背景に、社債スプレッドも拡大に向かいました。ただし社債投資家は全般的に慎重さを維持しており、リスク資産市場全般の弱含みにも関わらず、社債の大幅な売り圧力は見られていません。

ただし、決済処理サービス会社のワールドラインや、エネルギー技術大手シーメンス・エナジーなどの企業のスプレッドが先週ともに100bps近く拡大したことなどに見受けられるように、市場の落胆が個別銘柄の大幅なスプレッド拡大につながる傾向が多く見られ始めています。

クレジット・リスクに関しては小幅なロング・バイアスとし、さらなる弱含みが見られればリスクを積み増す方針を維持していますが、マクロ経済の不確実性度合いは今後もスプレッドの重石になり得るとみて注視しています。

今後の見通し

この先を見据えると、米10年国債利回りで見たと5%という水準はピークであるのか、もしくは6%、さらにその上を目指す過程における足場に過ぎないのか、ということが現時点での大きな焦点となっています。株式及び社債市場に亀裂が入り始めている兆候が見られますが、仮に利回りが上昇を続ければ、早晩に、より大幅な市場調整が起こらざるを得ない限界点に達する可能性があるとの考えをぬぐえません。

将来を予想することは往々にして苦い経験につながるため、現時点においては多くの不確実性が存在するという結論に留めることが賢明でしょう。マクロ面での可視性は極めて低い状態にあり、多くの変数や未知数が存在するとともに、地政学面でのリスクが次から次へと点在する中、ボラティリティも高止まりしています。

地政学面で言えば、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。

中央銀行関連で、今週はFRB、BoE、さらに日銀の会合が控える大きな一週間となります。日銀以外は、政策を据え置くとみられていますが、日銀に関しては、既に述べた相反する要因を踏まえて、ジレンマに直面していると言って良いでしょう。果たして日銀は、その意思を貫くのでしょうか、曲げるのでしょうか（stick or twist）？そして市場は、ハロウィーンのいたずらか、はたまたお菓子か（trick or treat）、何らかのサプライズを目にすることになるのでしょうか？

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