



マクロ市場 – 2023年、7つの重要な投資テーマ

今年は、マクロ市場にとって厳しい転換期となるでしょう。昨年10月から11月にかけて、債券と株式は共に堅調に推移しました。経済と金融政策に対するより穏やかな見通しへの期待感が高まっていたためと見られます。しかしながら我々は12月の主要中央銀行の政策会合を経て、米国連邦準備制度（FED）と欧州中央銀行（ECB）は上記とは異なる見解を持ち、政策転換の準備はまだできていないのではないかという懸念を持つようになりました。すなわち、インフレと経済活動のさらなる減速が必要になるということです。

新たな局面を迎えるにあたり、当社で注目している2023年マクロ市場の7つの重要テーマをご紹介します。

1. “ハト派”転換

FEDが金融緩和方向に有意に転換するには、労働市場の大幅な軟化（雇用者数の増加ペースの鈍化、求人数の減少、失業者の増加）が必要となるでしょう。そうすることでようやく金融資産は上昇することができるようになります。しかし、逆のことも起こりえます。仮に米国の労働市場の逼迫が緩和されなければ、FEDは政策金利を5%超まで引き上げ、年内の利下げの可能性は無くなるでしょう。市場はFEDの懸念には耳を傾けておらず、この先の政策金利の軌道についてかなり緩やかな見通しを持っているようです。短期金融市場では1-3月期に政策金利は5%以下でピークを迎え、その後年末までに少なくとも2回の0.25%利下げを行うことが織り込まれています。

“仮に労働市場の逼迫が緩和されなければ、FEDは政策金利を5%超まで引き上げるでしょう”

2. 中国の経済再開

FEDの転換はさておき、こちらは本当の転換です。現在、グローバルなマクロ経済において最も重要なテーマの一つは、中国での経済活動の再開が加速していることです。中国人観光客による海外旅行の再開は最も顕著な動きとなるでしょう。海外から中国への旅行者に対する厳しい隔離措置が廃止されたことから分かるように、そのスケジュールは従来の予想よりもさらに加速しているようです。さらに中国の内需は、経済活動と国内移動の活発化に伴って拡大すると見られ、それは石油とエネルギーに大きな影響を与えます。オーストラリア、ブラジル、チリなどのコモディティ輸出国に利益をもたらすでしょう。

また、中国の経済活動再開というテーマ自体は数カ月前からありましたが、投資家のポジショニングはまだ十分ではないと考えています。このテーマが盛り上がり始めたのは投資家が大規模な資産配分を控えていた年末であり、かつ中国の政策転換自体に懐疑的な見方も多くありました。このテーマはまだ続くと見えています。

“現在、グローバル経済において最も重要なテーマの一つは、中国での経済活動の再開が加速していることです。中国人観光客による海外旅行の再開は最も顕著な動きとなるでしょう”

3. インフレの落ち着き

12月に発表された経済指標からは、グローバル経済における多くの地域でインフレが緩和している兆しが見られ、最新の米国のCPI（消費者物価指数）も希望の持てるものでした。しかし、この数か月で台頭した穏やかな金融政策のパスが正当化されるかは、この1-3月期の経済指標にかかっています。

また、インフレが短期間で各中央銀行の目標値に戻るのかという未解決の問題は残っており、マクロ見通しの逆風となる要因は無数にあります。そしてこれらの逆風が、主要中央銀行の利下げ転換を繋がるかという点についても我々は疑問を持っています。好調な労働市場は別として、エネルギー危機と気候変動が与える産業構造への影響は依然重要であり、新たな脅威と機会をもたらすものと見られます。また、地政学リスクの高まり、ロシア・ウクライナ戦争の今後の展開も不透明です。

4. 労働市場の逼迫が逆風に

インフレに焦点を当てると、米国では賃金上昇圧力を維持し労働市場をこれまで以上に逼迫させる新たな要因が働いていることがわかります。インフレというドラゴンを退治するには思ったより時間がかかり、現在市場で織り込まれているよりも思い切った金融政策が必要になるとすれば、それは労働市場の強さに起因するものになると考えております。

労働市場は多くの国で逼迫が続いています。失業率が遅行指標であることは間違いないものの、労働市場の逼迫が長期化する可能性を示唆する構造的な要因が働いています。これらには、労働保蔵（企業が労働者を解雇しない現象）、技能不足、労働市場の流動性の低下、移民の減少などが含まれます。



5. オルタナティブ戦略には柔軟性を持たせること

複数のチャネル（ウェルスマネジメント、LDI/債務主導投資ファンド、プライベートバンキング、総合的な金融機関など）から、オルタナティブ戦略には引き続き強い需要が確認されています。主要国の利回り水準が高く、一部の領域ではクレジット・スプレッドがヒストリカルで魅力的な水準にあることから、ロング・オンリーの運用でバリューを生み出すことに関心が高まっています。一方で、新型コロナ以前の世界に戻るができるのかという懐疑的な意見も相応に見受けられます。オルタナティブ戦略は、伝統的なロング・オンリー戦略よりも柔軟性が高く、より多様なリターンの源泉を提供することが可能です。特に実績のある絶対収益型のマクロ戦略は、今後も強い需要が見込まれるでしょう。

“一方で、新型コロナ以前の世界に戻るができるのかという懐疑的な意見も相応に見受けられます”

6. 量的引き締めリスクが高まる

市場のボラティリティは引き続き高い水準で推移すると思われます。おそらくその最も重要なドライバーは、世界中の金融政策が長期に渡って制限的な領域にあり続けるという事実です。多くの中央銀行が量的引き締めに着手しているため、流動性の枯渇が今後も継続するでしょう。また、世界的な金融引き締めは、経済成長の鈍化（景気後退もあり得る）とデフォルト率の上昇に繋がり、マクロ環境の地域間のバラツキが拡大すると見られます。良い政策は報われますが、政策ミスには厳しい結果が待っている可能性があります。

7. ボトムアップ・アプローチ

不確実性が高く世界経済が不安定なため、マクロ経済の方向性に大きくベットすることには慎重ですが、バランス的にはFEDを支持する方向に傾いています。当社のグローバル・マクロ戦略では主要国金利に対して弱気な見方を持っており、米10年金利のショート・ポジションを保有しております。また、リスク資産についても慎重に見ており、クレジットと通貨のエクスポージャーはニュートラルに近づけています。足元のような環境では、個別のファンダメンタルズを精査し、ボトムアップ・レベルで勝者と敗者を見極めるアプローチが合理的であると考えております。

ラッセル・マシューズ

ブルーベイ・インスティテューショナル シニア・ポートフォリオ・マネージャー
RBCグローバル・アセット・マネジメント



ブルーベイのグローバル・マクロ戦略のリード・ポートフォリオ・マネージャー。2010年9月にブルーベイに入社。ポートフォリオ・マネージャーとして、欧州国債及び総合債券ポートフォリオを担当。以前は2000年から2010年までインベスコ・アセット・マネジメントで個人及び機関投資家向けに多通貨のグローバル債券ポートフォリオの運用を担当。グローバル・アルファ（米国除く）の共同責任者。インベスコ入社以前、シティグループ・アセット・マネジメントに勤務。ジンバブエで生まれ育ち、南アフリカの大学で学び、1996年にケープタウン大学で経営学修士号、1995年にロードス大学で経済学とジャーナリズムの学士号を取得。

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になります。

ロング・オンリー戦略（年率、税抜き）

投資対象	投資適格債	Emerging 債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債
運用管理報酬（上限）	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%

オルタナティブ戦略（年率、税抜き）

運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬（料率範囲）	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
成功報酬（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