

RBC GAM 投資環境見通し 2022年秋季



エリック・サヴォウ, MBA, CFA
投資ストラテジスト
RBC Global Asset Management



ダニエル・チョナス, CFA
チーフ・インベストメント・オフィサー
RBC Global Asset Management

極めて高いインフレ率が40年にわたる中央銀行の信頼性を脅かし、大幅な利上げを伴う積極的な金融引き締めが、広範囲に渡る資産価格の下落を引き起こしています。一方、世界経済は減速傾向にあり、経済と金融市場の先行きは、物価の安定がいつ達成されるかに大きく左右される状況となっています。

再び経済見通しを下方修正し、景気後退リスクは上昇しました

世界経済はさまざまな課題に直面しています。中央銀行は積極的に金利を引き上げ、インフレは極めて高く、地政学的な緊張から欧州ではエネルギー危機が発生しています。その他のリスクとしては、中国の不動産市況の悪化、米国の政治情勢、長引くパンデミックの影響などがあります。過去数四半期のパターンを踏襲し、景気は減速を続けています。私たちも経済成長の年間見通しをさらに下方修正しました。景気後退の可能性は、北米では70%、英国およびユーロ圏ではそれ以上と推測しています。仮に景気後退が現実のものとなった場合、米国ではその規模、期間ともに中程度で、その後は緩やかに回復していくものと予想しています。欧州と英国では、ロシアのウクライナ侵攻に伴う天然ガス価格の高騰により、状況は著しく悪化すると予想されます。先進国については、2022年には2.3%の緩やかな経済成長、2023年には0.3%とわずかな経済成長を見込んでいます。新興国では、2022年に2.8%、2023年には3.8%の成長に改善すると見ています。この数字は、新興国の標準からすると比較的弱いものです。2023年の回復は、中国の経済成長に対する逆風が来年までに幾分弱まることが予想されるためです。

受け入れがたいインフレはピークアウトしたように思われます

インフレがピークに達し、有意に低い数値に向かう可能性があると考えられる理由はいくつかあります。過去1年間、インフレには4つの主要因がありましたが、これらすべてが転換し始めました。サプライチェーンの問題は解決されつつあり、商品価格は下落し、財政刺激策は薄らぎ、金融政策は緩和から積極的な引き締めに転じました。さらに、私たちのインフレ・スコアカードでは、大半の利用しているデータとシグナルが現在逆転しており、インフレはおそらく6月に最も厳しい状況に達したであろうことを示唆しています。パンデミックの再発や地政学的緊張が高まれば、インフレが再燃するリスクはあるものの、2023年のインフレ率は大幅に低下すると予想しています。米国のインフレ率については2023年末までに3.5%に低下すると予想しています。一方、英国は特に天然ガス価格の高騰と賃上げ要求の高まりからストライキが相次ぎ、より困難な状況が継続する可能性があります。

米ドルは一過性の要因に支えられ、非常に割高な水準となっています

今年に入り、米ドルは先進国通貨と新興国通貨の両方に対して力強い上昇を示しました。米国の中央銀行が比較的タカ派的であること、金融市場の見通しが不透明であること、世界経済の成長率が軟化していることなどが、ドル高を後押ししています。米ドルは2020年3月の高値を超え、ほとんどの指標できわめて過大評価されています。中期的にはドル安が進むと考えていますが、年内は特殊要因によってさらにドル高が支えられる可能性があります。12ヶ月の見通しでは、カナダ・ドルと日本円に対して、ユーロ、ポンド、米ドルよりも強気の見方を維持しています。

中央銀行は経済成長を犠牲にしてもインフレと闘うことにコミットしました

インフレ率がすでに低下に向かっていると考えられる理由は十分にあります。しかしながら、ポスト・パンデミック時代ではインフレ予測が不可能となっているため、インフレ率が目標値である2%に向かって実際にはっきりと低下し始めるまで、米国連邦準備制度理事会（Fed）が勝利を宣言することは困難だと思われます。労働市場が堅調に推移しているため、Fedは金融引締めに積極的になる余裕があります。私たちのモデルは、成長、インフレ、労働市場の状況から、FF金利が現在の3.0%～3.25%から最大6%まで上昇する可能性を示唆しています。結果として、金利に対する上昇圧力は継続し、先物市場では2023年前半に短期金利が4.5%まで上昇する可能性が織り込まれています。

債券は売られ、バリュエーションリスクは概ね解消しました

金利の急上昇により、世界の国債価格は大きく下落しましたが、今後の下落幅は限定的と考えています。米ドルヘッジの世界国債インデックス（WGBI）は、1月から8月の間に米国で10.1%、2020年のピークから13%下落し、2018年後半からの利益をすべて帳消しにしています。今年の債券利回りの大幅な上昇により、主要先進国のソブリン債に存在した深刻なバリュエーション・リスクは大幅に緩和されました。私たちの10年物国債のモデルによれば、現在の債券価格は、現在のインフレ率や期待インフレ率、実質金利を適切に反映するために必要なものについて、大部分を織り込んでいることが示唆されています。インフレの急上昇が、私たちの予想通り収まったとすれば、私たちのモデルでは5年後の米国10年債利回りは3.5%近辺となることが予想されています。これは本稿執筆時点の水準からそう遠くない水準です。従って、私たちは債券投資家は金利収入を維持させていく可能性が高く、また、債券のキャピタルロスリスクは今年の初めから大幅に低下していると考えています。

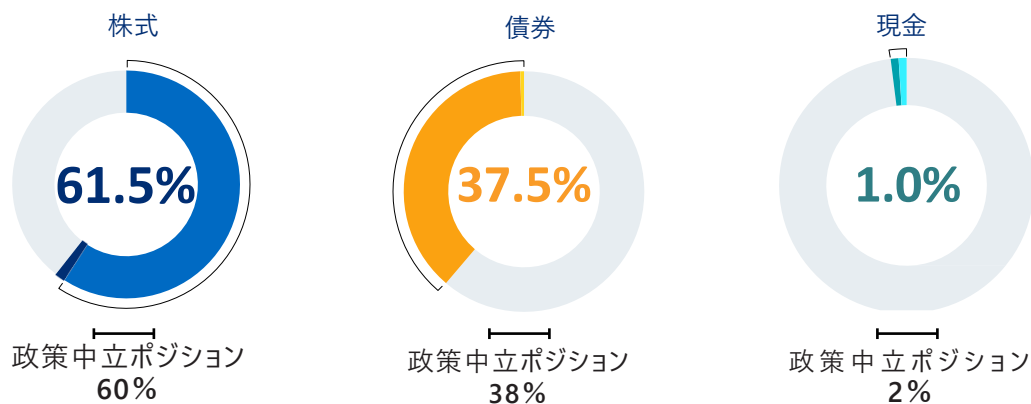
株式はバリュエーションの低下に影響され、利益見通しは向かい風にさらされています

この四半期に株価は大幅に下落しました。金利とインフレに対する見通しが大きく変化したことが株価のバリュエーションに影響を与え、収益見通しについてもより厳しくなったことが背景にあります。S&P500指数は6月の史上最高値から24%も下落しましたが、今年の株価下落のほとんどは、インフレと債券利回りの上昇に伴うバリュエーションの縮小に起因しています。世界的な株価下落の結果、世界の株式市場に存在していた過剰バリュエーションは解消しました。米国株式については私たちの推定フェアバリューを若干上回る水準にあるものの、その他の地域の株式はより魅力的になっているように見えます。株価は適正な水準になりましたが、焦点は企業収益に移っています。企業収益は長期トレンドを大きく上回ってきましたが、すぐにも経済成長の鈍化に伴う逆風に直面する可能性があります。特に景気後退が現実のものとなった場合、その可能性は高まるでしょう。

資産配分 – より中立に近い状況

マクロ経済環境には不透明感が強く、市場が今後どうなるかには多くの道筋が考えられます。ポジティブな結果をもたらす可能性もあり、株式と債券のバリュエーションが低下していることから、長期的な潜在リターンは高まっています。一方で、景気後退のリスクは上昇し、インフレの先行きも不透明であるため、短期的な見通しについては依然、懸念を抱いています。この8ヶ月間は、株式と債券の両方が下落し、バランス型投資家にとって特に困難な時期でした。基本シナリオではありませんが、私たちは、許容できないほどの高いインフレ率によって、今後も短期的に両資産クラスが悪影響を受ける可能性があることを認識しています。ただ、今日の高い利回り水準であれば、景気後退期には債券は株式の良い支えとなるでしょう。前四半期には、米国10年債利回りが3.0%を超えたことを受けて、現金と株式のポジションを減らし、債券のポジションを1.5%引き上げました。長期的には株式が債券をアウトパフォームすると考えていることから、債券をややアンダーウェイト、株式をオーバーウェイトとしています。現時点では、私たちの慎重なスタンスを反映し、これまでより中立に近い状態としています。バランス型グローバル投資家として、当社は現在、株式61.5%（政策中立ポジション：60%）と債券37.5%（政策中立ポジション：38%）、残りは現金という資産配分を推奨しています。

推奨される資産配分



ディスクレーマー

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のものです。ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。(UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.

