



RBC BlueBay
Asset Management



ちょっとやり過ぎかもね、ジェロームさん

クリスマスのイルミネーションは綺麗ですが、今年の電気料金の請求書は恐ろしいことになるかもしれません。

2022年12月16日

著者
マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)



先週は、中央銀行関連の話題で忙しい一週間となり、国債利回りは上下に変動する展開となりました。発表された米消費者物価指数（CPI）が2ヶ月連続で鈍化したことから、米10年国債利回りは大きく低下し、その後再び3.50%近辺まで上昇しました。このような動きは、ここ最近ではよくある価格動向で、経済及び政治的な不確実性の高まりが、例えば株式などのその他資産と比較した債券資産のボラティリティの高止まりにつながっています。

全般的に言えば、市場はやや方向性を欠いた状態で、今年最後の2週間に突入しようという中、何らかの勢いが持続することが難しくなっているようです。市場流動性は低下し、新たな方向性を持ったマクロ・リスクを取る意欲も低下しているように伺えます。

大方の市場予想通り、米連邦準備制度理事会（FRB）は50bpsの利上げを実施し、政策金利を4.25-4.50%としましたが、声明には大きな変更は見られませんでした。インフレ及び成長見通しに関してはタカ派寄りの修正を行い、米連邦公開市場委員会（FOMC）参加者の半数以上が、2023年末時点で5%を上回る政策金利を想定していることが明らかになりました。これにより、FRBと市場予想が乖離することとなりました。市場では、2023年中も利上げは続くものの、2023年末には再び4.25-4.50%まで利下げが実施されると織り込まれているためです。

ある意味では、前月比ベースでのインフレが減速したことにより、総合インフレがピークを付け、来年に掛けて低下に向かうとの市場の安心感につながったとも言えるでしょう。しかしパウエルFRB議長は、インフレ率が持続可能な形で2%に達するまでには、未だ長い道のりがある（“ways to go”）

とし、労働市場にも幾らかの調整が必要であると強調しています。

さらに、直近の経済指標は今年実施された引き締め策をほとんど反映していないとのパウエル氏の見方は、根拠がないと思われる金融環境の緩和は注視していきたいとのFRBの姿勢を映し出しているとも見ています。このことは、金融引き締め期が終われば、即座に利下げ局面に突入するとの市場の見方を、パウエル氏が継続的に押し返していることとも整合的です。したがって、目先及び2023年1-3月期に掛けて、米国債利回りは上昇する可能性があるとの見方を維持しています。

欧州では、欧州中央銀行（ECB）が政策金利を2.0%に引き上げるとともに、今後のインフレ見通しを引き上げました。ラガルド総裁はその後の会見で、市場に更なる利上げを想定するよう促し、経済指標の内容次第ながらも、さらに50bpsの利上げを行う可能性があることを示唆しました。

ユーロ圏経済が更なる利上げに耐えうるとの自信は、より前向きな成長見通しにあるとみており、この先数年間のECBの経済見通しは緩やかで浅い減速となっています。ECBが市場の想定よりタカ派化した場合、来年金融環境が過度に引き締まるリスクがあるとして市場がより深い経済減速を織り込み、利回りカーブのさらなる逆イールド化が進む可能性があるとも見ています。

全体として、利上げの継続と（来年3月開始予定の）量的引き締め（QT）によって、目先は欧州周辺国国債の大幅なスプレッド縮小は難しい環境が予想されます。

英国では、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が50bpsの利上げを行い、政策金利を3.5%としましたが、金融政策委員会（MPC）メンバーの意見は3つに分かれ、二人は政策金利を3%に据え置くべきであると主張したことがわかりました。過去にも述べた通り、BoEはハト派寄りに傾く傾向があり、これは住宅ローン金利が利上げに敏感に反応し、既にエネルギー価格の上昇にあえぐ家計に及ぼす影響が懸念されるためです。

ブルーベイでは、BoEが来年も市場予想を下回る利上げしか実施出来ない状況を予想しており、政策金利を4%超に引き上げることが難しくなるとの予想を維持しています。MPCメンバーの大半は、既にかんりの引き締めが行われている状態にあると考えているとみられ、ベイリー総裁自身が、市場が織り込む利上げの到達点は高すぎると発言しています。

このような状況は、物価高が賃上げや組合の賃上げ交渉につながる中で、英国におけるインフレ問題に拍車を掛けるとみています。比較的ハト派な中央銀行と、構造的な経済の脆弱性は、2023年に掛けて危険な組み合わせになる可能性があり、その点から英ポンドに関してはショート・バイアスを維持します。

また、他の市場と比較して英国ではインフレが粘着性を帯びるとみており、足元の貿易と経常収支の赤字を踏まえても、中期的に英10年国債利回りが3%未満に落ち着く状況は想定しづらいと考えています。

先週は、社債市場がここ最近と比べると概ね落ち着いた動きを見せました。季節的に新規発行が落ち込む時期であることや、（週の中頃までは）金利のボラティリティも比較的低位に留まっていたことが、社債市場への資金流入の継続を促しました。これらの組み合わせによって、ここ最近の社債市場の上昇は多くが想定していたよりも長続きしていたように思えますが、タカ派寄りのECBが潮目の変化をもたらし始めています。

ブルーベイでは、投資適格社債市場への資金流入は市場に追い風をもたらすと予想してきました。実際に、2023年の初めにはそのような状況も予想されますが、ここ最近の動きを受け、社債のエクスポージャーは控えめに保つことが賢明であると判断しています。

今後の見通し

この先については、やや慎重な見方を維持しています。政策担当者はここ最近の経済指標の内容に概ね満足しているものの、市場がこの先の政策当局の行動を先行して織り込みすぎていることにも十分に注意を払っているとみられます。引き続き、上昇局面ではポジション売却を意識し、金利及びクレジット・リスクに関してはショート・バイアスとすることが、価格動向に乗じて、トレンドに追随することよりも、リスク・リターン観点から賢明であると判断しています。

クリスマスを迎えようとする中、市場参加者は、足元の金融環境の弛緩を押し返そうとするパウエル氏を信じたくはないようです。映画『ナショナル・ランプ・オブ・クリスマス・バケーション』で、自宅に飾られたクリスマスのイルミネーションを見た息子のラスティが、「ちょっとやり過ぎかもね、パパ」と言いますが、父親であるクラーク・グリスウォルドは次の電気料金の請求書を見て、間違いなくそのことを痛感することになるでしょう。インフレが高止まりする中、ジェローム・パウエルFRB議長は（クリスマス嫌いの）グリーンチを演じ続けなければいけないと考えていることでしょう。

ディスクレマー

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）					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