



RBC BlueBay
Asset Management

2023年の見通し: ピークとボトム



サマリー

- 2023年は、インフレと金利の「ピーク」、そして景気の「ボトム」がテーマの1年になると見られます。世界の経済成長は年率2%程度とされていますが、リセッションが意識されるほどの低い水準であり、主要中央銀行が政策を調整できる余地は、インフレをどの程度早く鎮静化させられるかにかかっています。
- 特に米国の政策金利がピークを付けるということは、金融引き締めを終了という観点から一般的には金利低下とリスク資産の上昇に繋がります。しかしながら、投資家の関心は即座に、「インフレと金利」から「成長率や業績の見直し悪化」に移ると見られます。
- 加えて地政学リスク – ロシア・ウクライナ戦争や米中対立 – は、今後も市場のボラティリティを高めるものと見られます。仮にインフレが予想以上に早く鎮静化し、中央銀行が早期の利下げに転じれば、景気後退はそれほど深いものにはならないでしょう。
- 2022年の劇的な金融政策・金融環境の引き締めにより、各中央銀行は遅まきながらもインフレに対応し、その結果株式と債券は同時に下落しました。しかしながら、2023年はインフレ懸念からリセッション懸念への転換により、再び債券と株式の逆相関が復活すると見ております。
- 当社のメインビューとしては、リセッションの「ボトム」とその後の回復が見えてくるまでは、投資家は景気敏感なアセットより、ディフェンシブなアセットを選好すべきと考えています。仮にリセッションが避けられたとしても、景気と企業業績の鈍化は避けられないと見ております。

十分に高い水準に達した先進国金利や、質の高いクレジット債は、マクロ経済の不確実性に照らしても、比較的 안전한インカムと、有効なリスクリターン特性を提供するものと見ております。

世界的な金融政策と金融環境の引き締めは、グローバルな金融システムの「脆さ」を露呈しつつあり、いずれ信頼感や成長を圧迫する「断絶」に繋がる可能性があります。



“現在の世界経済の成長率見直しは2%程度ですが、リセッションが意識されるほどの低い水準です”

インフレと成長の鈍化

10年に亘る「低インフレ時代」を経て、2022年は久しぶりにインフレが復活した1年となりました。ロシアウクライナ戦争を受けたエネルギー・食糧危機があったとはいえ、インフレは「一過性」どころか、過去数十年で最も高い水準まで上昇しました。米連邦準備制度理事会（FRB）を中心とする主要中央銀行は、インフレに遅れながらも積極的な利上げを実施しました。しかしながら、インフレ及び金利の上昇やウクライナ戦争、中国の景気減速など数多くの問題がありながらも、世界経済は概ね底堅く推移し、失業率もパンデミック前の水準まで低下しました。

2023年は、インフレと金利の「ピーク」、そして景気の「ボトム」がテーマの1年になると見られます。インフレはピークに近づきつつあり、2023年末までには鈍化すると考えておりますが、どの程度早期に鎮静化するかは市場の不確実性要因となるでしょう。主要中央銀行は利上げサイクルを終え、市場の関心は景気の「ボトム」がどれほど深くなるかに移ると見られます。

米国

当社では、米国経済は2023年に年率▲0.6%の小幅なりセッションに陥ると予想しております。年後半にボトムを付けて、2024年にかけて回復する想定です。金融政策・金融環境の引き締めにより景気は冷え込み、失業率は5%程度まで上昇、雇用の削減される中で家計は「過剰貯蓄」を使い果たし、個人消費も弱含むと見られます。世界経済の鈍化と共に企業の設備投資や純輸出も縮小を迫られ、住宅市場の調整も深まると見られます。

景気のボトムは2023年半ばと見られますが、インフレの鈍化は家計の実質所得の回復に繋がり、FRBは2024年にかけて緩和的な政策をもってこの回復を下支えすると見られます。さらに、民間部門のバランスシートと規制により強化された金融システムが、不況の深刻化・長期化による悪循環に陥るリスクを軽減すると考えております。

当社のベースシナリオでは、米国のインフレ率（コアPCE）は、2023年10-12月期で3%程度になると想定しております。仮に完全なりセッションに至らなくても、経済は潜在成長率を下回り労働市場は求人件数の減少と失業の増加で、もはや「極めてタイトな状況」とは言えなくなっているはずで

年後半には良くも停滞、という状況にあり、政策金利は5%前後にあると想定されることから、インフレ制御の自信がある限りFRBはインフレがターゲットを上回る水準にあったとしても、緩やかな利下げに転じる余地があると見ております。もしりセッションが想定以上に深刻化すれば、インフレ率はさらに急速に低下し、FRBはより早期かつ大幅な利下げに着手するでしょう。

図表1：米国のインフレ～鈍化のペースを探る～



注釈：市場コンセンサスはBloomberg集計値のうち、上位下位10%を除いたもの
出所：Bloomberg, RBC BlueBay forecast; 2022年10月時点

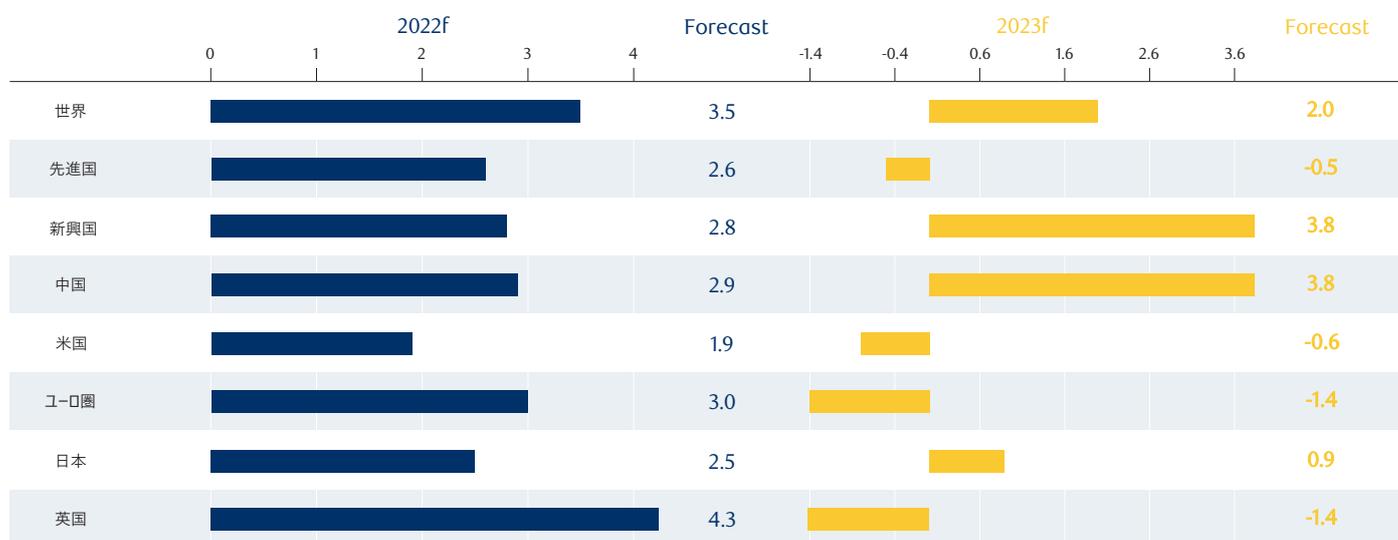
欧州

欧州はエネルギー価格の高騰によりすでにリセッションの瀬戸際にあり、米国よりも深刻な景気後退、そして年後半にかけての回復も弱いものになると想定しております。インフレは年初にピークを迎える可能性が高く、エネルギー価格と食料品価格の上昇はベース効果により総合インフレ率に寄与しなくなるため、ユーロ圏のインフレ率は2023年の残りの期間を通して低下に向かうと考えております。しかしながら、エネルギー価格の高止まりと労働市場の逼迫がコアインフレ率に波及し、根強いインフレ圧力に晒されると見られます。従ってECBは2023年前半に政策金利を2.5%程度まで引き上げる必要があるでしょう。

中国

中国は新型コロナ規制の緩和に伴う消費の回復に支えられ、2023年は緩やかながらも底堅く成長すると見られます。ただし、「ゼロコロナ」からの移行はワクチン接種のペースや今後の感染者数の動向に左右されやすく、引き続き消費の重石になる可能性があります。また、不動産市況の悪化も年間を通じて経済活動の重荷になると見られます。

図表 2 : GDP成長率予測 (年率%)



出所 : Consensus forecasts as reported by Bloomberg, 21 November 2022; RBC GAM forecasts; October 2022.

2%という世界の予想GDP成長率は、(リーマンショックとコロナ期を除けば) 過去40年で最も低い成長率となります。成長見通しの悪化に対して、各国中央銀行がどの程度政策調整を行えるかは、インフレの低下幅と速度に左右されます。

世界経済と金融資産に対するアップサイドという意味では、米国のインフレが想定以上に早く鈍化し、実質所得の改善を通じて個人消費が回復することで、米経済が「ソフトランディング」に至ること、そしてそれによりFRBが緩和的なスタンスを取ることができるようになることでしょう。

欧州のリセッションも、これまでのところ比較的暖冬であり、ガスの貯蔵量も十分にあることから、現時点の予測よりマイルドなものになるかもしれませんが、しかしながら、資源価格の上昇が消費者信頼感や市場に与えるネガティブなインパクトを通じて、地政学的な要因が新たなショックを齎す可能性があります。

また、金融政策と金融環境の引き締めは、グローバルな金融システムの「脆いつながり」を露呈させており、足元では暗号資産セクターや英国の年金 (LDI・債務主導投資) の崩壊などが見られました。

“欧州の景気後退は予想よりマイルドなものになるかもしれません”



債券ブル相場の再来

インフレと先進国金利の上昇は、今年の金融市場とパフォーマンスのキードライバーとなりました。高水準で上昇を続けるインフレと2022年を通じて引き締められた金融政策により、投資家は逃げ場を失いました。先進国債券とクレジットは近年まれに見るドロウダウンを経験し、世界の株式市場も15%以上下落しました。

2023年は、インフレ低下、政策金利のピークアウト（1-3月期の想定）、景気の谷へのシフトなど、今年と大きく異なる一年になると考えられます。

当社の見通しとしては、2023年は高格付け債券の金利デューレーションから（先進国国債の金利低下により）ポジティブなリターンを得られると考えております。一般的に、中央銀行の（特にFRBの）利上げ終了はリスク資産にとってポジティブな材料となりますが、景気のボトムの深さに投資家の懸念が深まるにつれて、これは短期間に終わる可能性が高いと見られます。

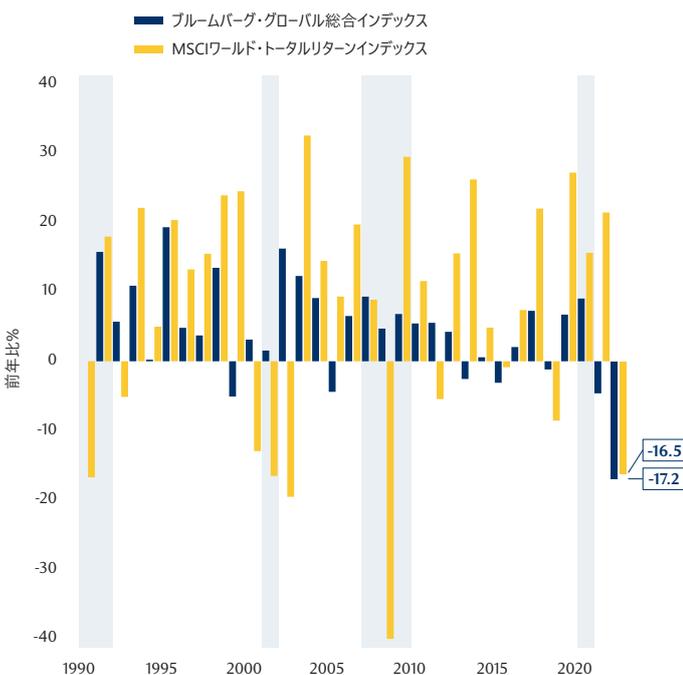
我々のメインシナリオである「インフレ率の低下とリセッション」シナリオにおいては、米国債のイールドカーブは「ブルスティープ」化し、年限を問わず金利が低下、特に短中期債（2年-5年）の金利が、利下げ期待によって長期債以上に低下すると見込んでおります（図表4）。

インフレが高止まりし、金利が上昇していた2022年は、債券と株の相関は順相関でしたが、2023年は再び逆相関になると見られます。図表4にあるとおり、イールドカーブがブルスティープしているときは、米国債のリターンはS&P500のそれを上回る傾向にあります（濃い青の棒グラフ）。国債と高格付けのクレジットは、ハイ・イールド債券含む景気敏感型アセットをアウトパフォームすると見ております。

経済予測を正確に的中させることは残念ながら難しいですが、当社は2023年の成長とインフレの方向性に関しては高い確信度を持っております。インフレの低下が予想より遅くなれば、政策金利のピークがより長く・高くなる可能性はありますが、現在の市場織り込みより劇的に高くなることは想定しておりません。

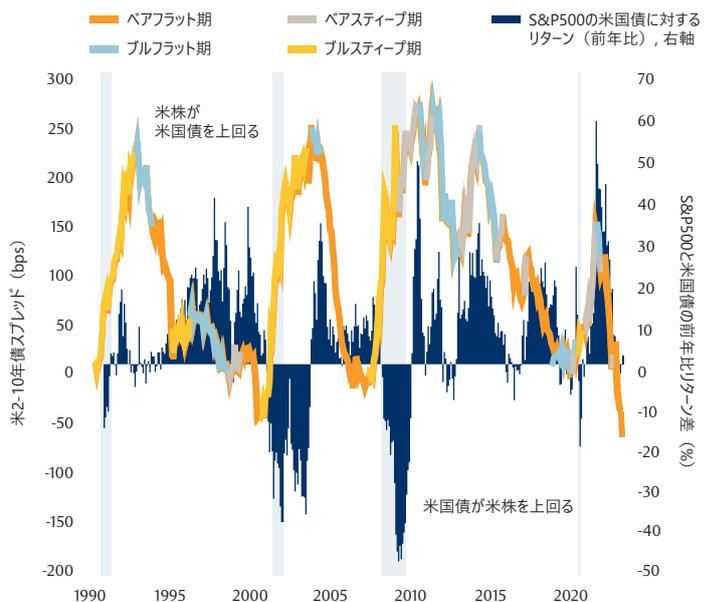
高インフレが継続するスタグフレーション・シナリオにおいても、中長期金利の上昇は限定的なものに留まると考えております。2022年初と異なり、高い名目利回りは十分なクッションとして機能すると見ております。

図表3：投資家は逃げ場を失った



注釈：網掛け部分はNBERの定義する米国景気後退期。2022年11月21日時点

図表4：米イールドカーブとS&P500の米国債に対する相対リターン



注釈：網掛け部分はNBERの定義する米国景気後退期。米国債のリターンはBoA米国債インデックス。出所：Macrobond; BoA; RBC BlueBay calculations; 2022年11月時点

また、景気が予想以上に持ち堪え、インフレが早期に収束するというポジティブ・シナリオ（ゴルドロック・シナリオ）においても、債券はポジティブなリターンを示現すると考えております。短期金利はピークを付け、ボラティリティは大幅に低下、投資家はキャリアの恩恵を受けることができます。このシナリオでは、債券と株式は再び正の相関となり、双方ともポジティブなリターンを獲得できると見られます。ただし、低格付けのクレジット含むリスク資産が、先進国国債や高格付けクレジットをアウトパフォームする可能性が高いということには注意が必要です。

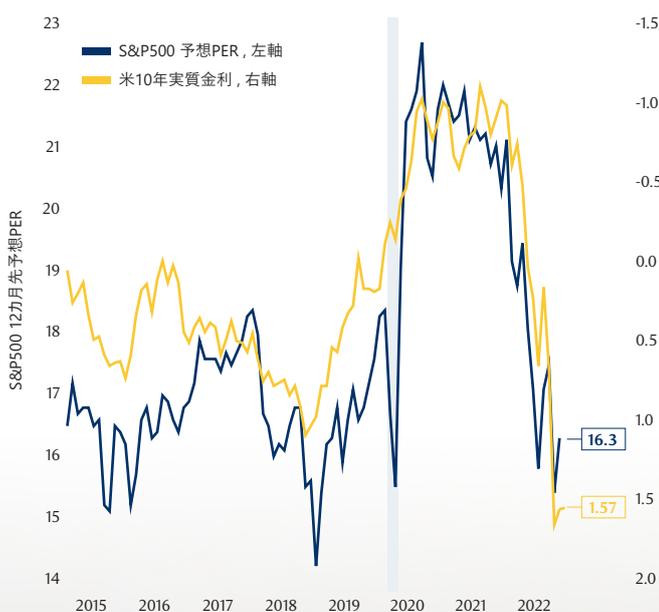
株式はピークから2桁以上のドロウダウンを経験しましたが、これは主に実質金利の上昇を受けた株価収益率（PER）のバリュエーション調整に拠るものです。しかしながら、市場コンセンサスでは、2023年も引き続き1桁台半ばの収益成長が想定されています。

その背景ですが、仮に完全な景気後退を回避できたとしても、インフレ鈍化の一部分は企業の利益率悪化からもたらされると見られ、企業業績は期待外れとなる可能性が高いと考えております。

また、パンデミック前の「低インフレ時代」においては、ゼロ金利と量的緩和により金利が抑制されていたため、投資家は株式を含むリスクアセットに向かわざるを得ませんでした。しかし、名目・実質金利共に大幅に上昇したことで、株式のリスクプレミアム（株式の益利回りと安全資産である国債利回りの差）は、リーマンショック以降最も低い水準にまで縮小しています。当社のリセッション予想が正しければ、株式のリスクプレミアムは現在の水準から上昇すると見られます。

その意味では、投資適格級クレジット債は、ダウンサイドリスクとボラティリティが株式より限定される一方で、同等の利回りを提供する魅力的なアセットクラスと言えます。

図表 5 : S&P500予想PERと米10年実質金利



出所：Macrobond; Bloomberg; 2022年11月21日時点

図表 6 : 株式のリスクプレミアムの縮小



出所：Macrobond; 2022年11月21日時点

時代の終わり

「大いなる安定（グレート・モデレーション）」と呼ばれた時代は、グローバリゼーションと技術進歩に支えられた、マクロ経済の安定期とも言うべき時代でした。しかしその後発生したリーマンショックは、中銀目標を恒常的に下回るインフレ、定期的なデフレ懸念、名目・実質金利の低下、経済成長の鈍化など、まさに「ニューノーマル」というべき状況を生み出しました。

その「ニューノーマル」には、さらにナショナリズム、保護主義、米中対立、パンデミック、ロシアによるウクライナ侵攻など、新たな問題が山のように積み重なっています。グローバリゼーションの後退、高齢化、気候変動、そしてポピュリズムは、「大いなる変動（グレート・ボラティリティ）」時代の幕開けなのかもしれません。

自然災害や異常気象の増加、脱炭素化への動きは、マクロ経済のボラティリティを高め、ネットゼロへの移行は「グリーンフレーション」に繋がる可能性もあります。温室効果ガスの排出を劇的に削減するには、カーボンプライシングを大きく引き上げる必要がありますが、それは財・サービス価格、そして資産価格にはまだ反映されていません。

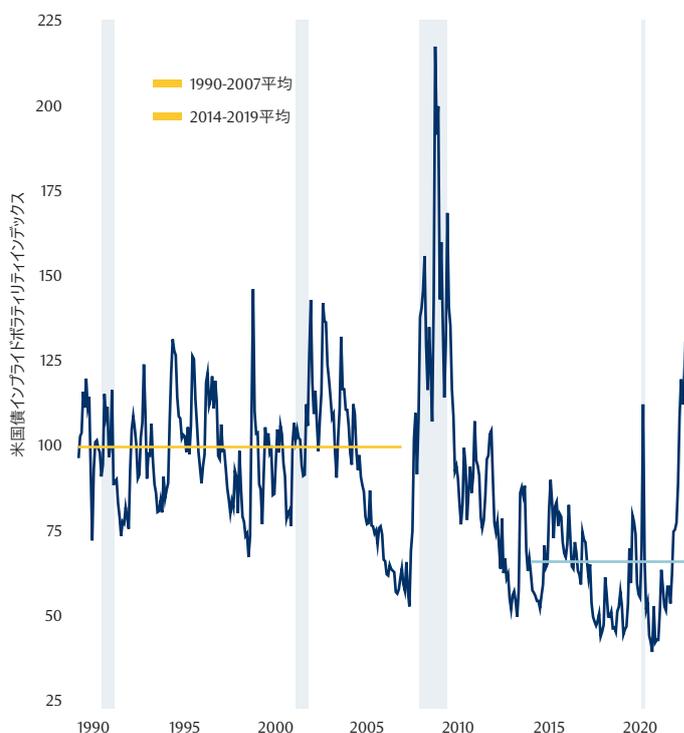
高齢化に伴う従属人口比率の上昇により、労働力は供給制約を受けており、資本の労働力に対する力が弱まっています。そのような状況下、世界的なインフレ高進、新型コロナのパンデミック需要、そして巨額の金融・財政緩和により労働供給では対応しきれない需要が発生しており、賃金や物価に上昇圧力が生じております。

財政政策は、リーマンショックや新型コロナパンデミック期において重要な「緩衝材」の役割を果たしましたが、足元でも欧州各国政府は、エネルギー価格高騰による家計・企業への打撃を緩和するため行動しております。

しかしながら、インフレと金利の高進、そして「無制限QE（国債買入）」の終了により、ちょうどイギリスのトラス政権がその代償に直面したように、政府債務水準と持続可能性についてますます注目が集まると見られます。

インフレを「一過性」と見なしていた中央銀行は、今や信認を失うことを恐れているようです。2%のインフレターゲットの達成と景気のトレードオフは、ますます困難な状況になっております。インフレは鈍化に向かうとは見られますが、それでも目標を上回る水準が続く中で、各中央銀行は、放漫財政の政府、市場のボラティリティ、景気鈍化に対して寛容さを失っていくと見られます。

図表 7：ボラティリティと「大いなる安定」の終焉



注釈：インプライドボラティリティはBoA MOVE index 2022年11月21日時点

金融政策や財政政策に制約が課され、世界経済が気候変動やエネルギー市場、地政学リスクから受けるインパクトを吸収する体制が整っていないことから、投資家はより予測が困難なマクロ経済に直面することになります。資本市場のばらつきは拡大し、ボラティリティ調整後の「ベータ」リターンは低下するでしょう。

しかしながら、高いリスクプレミアムと、ファンダメンタルズに依拠したボトムアップ主導の銘柄選択からは、魅力的なリターンが獲得できると考えております。

気候変動

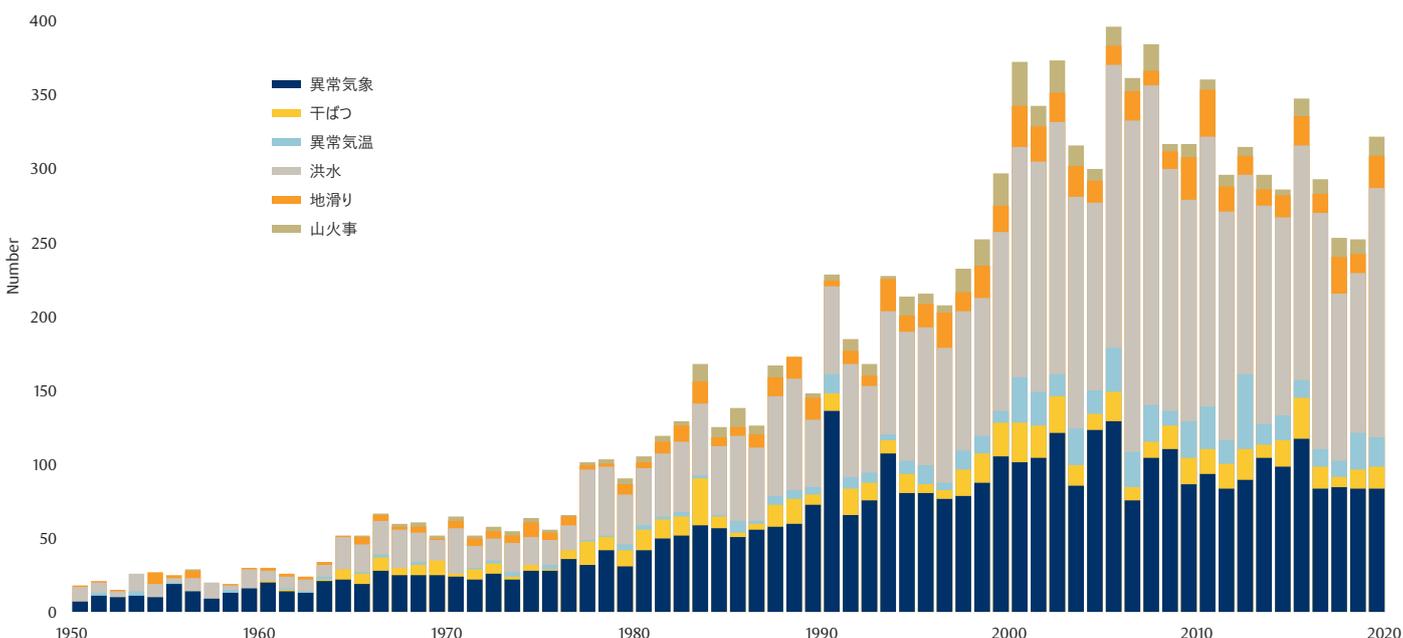
気候変動は世界経済に甚大な影響を及ぼしています。ロシアのウクライナ侵攻によって引き起こされた世界のエネルギー市場の混乱は、化石燃料から再生可能エネルギーへの移行に伴う供給面の脆弱性や、需供双方に影響を与えた異常気象によって一段と悪化しました。北半球では記録的な熱波と干ばつにより農作物の不作が続き、世界的な食料価格の高騰に繋がりました。

エネルギー安全保障への脅威は、ガスインフラへの新たな投資と化石燃料の増産に繋がっております。しかし、2015年のパリ協定の目標を達成するためには、地球温暖化を、産業革命前との比較で2.0°Cより十分低く、少なくとも1.5°Cに抑える必要があり、かつ2050年までのネットゼロを達成するためには、温室効果ガスを2020年代末までに25%削減しなければなりません。

気候変動への対応と低炭素社会への移行は、この先数十年に亘って重要な投資テーマになると考えています。気候変動を対象外の長期的な問題と見做すと、重要な利益の機会を逃すかもしれません。



図表 8 : 異常気象の増加



出所 : Our World in Data; latest annual data for 2020.

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契約に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。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）

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