



穏やかな新年の幕開けは続くでしょうか

冬が終わりを迎えたと判断するのは時期尚早であるように思え、金融市場に当てはめてもそのことが言えそうです。

2023年1月6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)



2022年は債券や株式などの伝統的資産の投資家にとっては悲惨な、波乱の1年となり、2023年を迎えるにあたっては、見通しが大幅に改善するかもしれないとの期待感がありました。実際、過去数週間の間には、成長見通しが比較的健全であることを示す兆候が見られました。事業及び消費者信頼感に安定し、労働市場関連の指標は底堅さを維持するとともに、リセッション懸念も、少なくとも今のところは、後退しているように見受けられます。

また、中国の経済活動再開も成長にはポジティブと見られているようです。ただし同国では、先月のコロナ関連規制終了後に感染者数が急増しており、この先数週間は政策担当者にとって難しい局面となる可能性があるでしょう。そんな中、欧州では例年に比べ暖冬となっていることから、ガス価格がロシアによるウクライナ侵攻以前の水準まで下落し、原油価格も下落しています。その恩恵を受け、インフレ指標が市場予想を下回る結果となっています。

これらの要因が年明けの金融市場における投資家心理の追い風となり、国債利回りは低下するとともに、クレジット・スプレッドも縮小しています。しかし、これが今年の市場を特徴づけるトレンドの始まりであるのか、もしくは今後も資産価格にとって大きな逆風要因となり兼ねない、金融引き締めサイクルの合間の、ほんのわずかな小休止に過ぎないのかどうかは見極める必要があります。

中央銀行担当者の話を聞く限り、利上げサイクルはこの先数カ月以内にピークに近づくと考えられます。引き締め策は勢いを増し、インフレは米欧の両市場で2023年を通して低下基調になると予想されます。しかし、労働市場がひっ迫した状態が続く中、賃金圧力が物価押し上げの要因になるとの警戒感は依然として存在しています。

そのような状況下で、総合インフレの指標は安心感をもたらす内容ではあるものの、コアインフレ率は当局の目標を大きく上回る状態が続いています。このような場合、経済活動のより急激な減速が見られない限り、当局者は早すぎるタイミングでハト派寄りのスタンスへと転換することをためらう可能性があると考えています。

さらに、米連邦準備制度理事会（FRB）高官の発言は、引き続き金融環境の緩和に一定の戸惑いを示唆する内容である一方、市場参加者はより緩和的な政策見通しを織り込もうとする傾向にあるようです。この場合、インフレがさらに明確にコントロール可能な水準となるまで、政策金利は引き締め領域にしばらく留まる可能性があると考えています。2022年にはインフレの想定以上の上振れによって窮地に追い込まれた中央銀行が、早すぎる段階で緩和に動き、再び物価上昇のリスクを取ることは慎重になるであろうと予想しています。

このような状況を踏まえ、市場では現在、今年の春までにFRBが25bpsの利上げを約2.5回実施することが織り込まれています。これは概ね適切であるとみているものの、その後利下げへと向かうタイミングに関しては、先物市場に織り込まれた時期は早すぎると考えています。

したがって、FRB及びその他中央銀行は、市場を支援するというよりはむしろ、市場にとって脅威であり続ける可能性の方が高いと考えています。このような見方に基づき、現時点では金利デフレーションのショート・バイアスを維持することが賢明であると判断しています。

しかし、2022年に持っていた、より構造的なグローバル政策金利に対する見通しとは対照的に、今年を迎えるにあたってのこのような金利見通しはややタクティカルなものと位置付けています。利回りが今後数週間で上昇すれば、ロング方向での投資機会を探り、さらにその先にはショート方向での投資機会も探っていく方針です。

一方で、経済成長が減速を続けるという見方は概ね適切であると考えています。金融政策にはタイムラグがあり、この先数か月間掛けて企業及び消費者はともに資金調達コストの上昇や実質可処分所得の減少に順応していく必要があるでしょう。

経済指標という意味では、夏の終わりに発表される4-6月期の企業業績にこれらの要因が反映されるため、経済は年央に弱含む可能性があると考えています。今年はデフォルト率も上昇するとみられますが、現時点では、低金利と過剰レバレッジによって上昇し過ぎたプライベート市場などを除けば、今回のクレジット・サイクルは比較的穏やかであるようです。

銀行にとっては、比較的純利ざやが厚かったことが引当金を積み増す必要性を埋め合わせる役割を果たし、それほど信用損失による影響を受けない可能性があると考えています。引き続き金融セクターを選好していますが、先週は巨額の新規発行によってややスプレッドが拡大する局面が見られました。具体的に言えば、今年に入ってからの欧州投資適格社債の純発行額は、既に2022年の欧州ハイ・イールド社債の年間発行額を上回っています。

市場全体で見ると、今年末の時点でのスプレッド水準が、年初の時点にほぼ近い水準であったとしても不思議ではないでしょう。ただし、それは同時に、キャリー重視の投資が魅力的であることを示唆しています。マクロ面でのボラティリティが落ち着き始めている中では尚更です。したがって、社債及びソブリン債の両方でクレジットのエクスポージャーをややロング・バイアスとすることを選好しますが、リターンの上昇が拡大すると見られる中、銘柄及びセクターを選別することが、より一層重要になるとみえています。

新年を迎えるにあたり、欧州周辺国に関してはやや慎重な見方を持っています。イタリアでは、これまでのところメローニ政権が就任以降概ね適切な言動をとっているとみえていますが、今後はマクロ経済状況がより困難になることが予想されます。

イタリア経済はファンダメンタルズ面で脆弱性を抱えており、よりタカ派的な政策スタンスをとる欧州中央銀行（ECB）に対しても日増しに懸念が募っていることは明らかです。利上げが広範な国債利回りの上昇につながる中、イタリア国債の債務持続性に関する新たな懸念が生じるリスクも高まります。

イタリア国債指数の平均利回りは、過去12か月間で0.75%から3.99%に上昇しました。平均デュレーションが6.2年であることを踏まえると、このような変動がイタリアの納税者にとっての利子コストの上昇に完全に反映されるまでには時間が掛かりそうですが、公的債務の対GDP比率が150%近くとなる中、この先数年間で大幅なプライマリー黒字が必要となります。

一方で、イタリア10年国債利回りが5%を突破することになれば、海外投資家からの警戒感が加速する可能性があるでしょう。昨年ECBが発表した伝達保護措置（TPI）メカニズムが、ユーロ圏の分断化リスクを緩和するために十分であるかは明確ではないためです。現時点では、昨年9月の総選挙前からのイタリア国債に対する中立的なスタンスを維持していますが、10年債のスプレッドが200bpsを割った場合は、再びショート・ポジションを構築する良好なエントリー・ポイントになるとみえています。

為替市場では、2022年末に掛けて米ドルが大きく下落し、DXY指数は3カ月前のピークから10%近く下落した水準にあります。2023年を通してみれば、米国とその他市場との金利差が縮小に向かう中で、このような米ドルの動きが更に進む可能性はあるかもしれません。

しかし短期的には、米ドル安がやや行き過ぎである可能性があり、米ドルが更にこの先下落する可能性は低いとみえています。したがって、対ユーロもしくは対円での米ドルロングのポジションに妙味がありそうですが、ユーロ及び日本円がそれぞれパー、もしくは1米ドル140円に近い水準まで下落した場合に限ったものであると考えています。一方で、先進国通貨では引き続き英ポンドのショート・ポジションを最も選好しています。

英国経済の構造的に弱い成長見通しや、極めて脆弱な住宅市場を踏まえると、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は他の主要中央銀行と比較してハト派寄りにならざるを得ないとみえています。同時に、賃金圧力などを背景に、英国ではインフレ鈍化が他市場よりも遅くなるとみえています。

その他の市場では、高利回りのEM通貨に投資妙味があるとみえています。ブラジル・レアルやハンガリー・フォリントなどがその例ですが、いずれも政治情勢は引き続きボラティリティの要因となる可能性があるものの、2桁の利回りが得られる可能性があり、経済ファンダメンタルズも安定している点を好感しています。

EM市場全般で見ると、引き続きソブリン債と社債で非常に魅力的な個別銘柄が存在すると考えています。ソブリン債の代表例がルーマニアで、投資適格級のEU加盟国でありながら、長期債で見たドイツ国債対比の利回り差が500bps近くあり、同水準は今後縮小する余地があるとみえています。

今年からユーロを導入したクロアチアがその一つの目安となる可能性があります。ドイツ国債との利回り差で比較すると、クロアチアはスペインを40bps程度下回る水準です。その背景には、対GDP債務比率が他のユーロ圏諸国と比較して低いという、ルーマニアにも共通する要因が挙げられます。

同時に、EMでは避けるべき国も存在しており、適切であればショート・ポジションの構築を検討していきます。足元ではポーランド・ズロチやフィリピン・ペソなどの通貨が割高であると判断しているほか、エジプトやその他サハラ以南のアフリカの国に関しては債務再編リスクがあるとみえています。

今後の見通し

2023年にも確実に多くのサプライズが私たちを待ち受けていることでしょう。その見方に基づけば、順調な航海や穏やかな状態が長く続くとの考えはやや甘いかもしれません。その意味で、まだ1月の初めであるにも関わらず、寒い冬が終わりを迎えたと判断するのはかなり時期尚早であるように思え、金融市場に当てはめてもそのことが言えそうです。

したがって、引き続き上昇局面では利益を実現し、下落局面でポジションを積み増すことが戦略的に有効であると考えています。過去数年間の価格動向を振り返ると、1月の最初の数日間の市場の動きは、必ずしもその先1年間の市場の信頼できる道しるべではない、ということも念頭に置く必要がありそうです。

ディスクレームー

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