



西部戦線（今のところは）異状なし

この先の一週間は、市場参加者の注目を集めるイベントが目白押しです。先週の穏やかな市場環境は嵐の前の静けさ、であった可能性もありそうです。

2023年1月27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、中国の春節の祝日によって多くのアジア市場が休場であったほか、その他市場でも、今週に控えた主要中央銀行の金融政策決定会合の結果待ちといった様子が見られ、比較的穏やかな取引環境となりました。

国債利回りはほぼ横ばいとなりましたが、社債スプレッドは、新規発行への旺盛な需要や資金流入などによって底堅い動きとなりました。資金流入を裏付けるものとして、今年の初めに投資家が債券へのアロケーションを積み増したことを示すレポートも見られました。経済指標面では材料視されるデータはほとんど見られない一週間となりました。

全般的には経済活動の幾らかの減速見通しが示されているようでもありますが、リセッション懸念が背後へと薄れ、この先数か月間でインフレが低下するとの期待感も伺えます。

これに関して言えば、かなりの投資家が、2023年以降にインフレ率は最終的に過去10年間の大半で見られた0-2%のレンジに正常化するであろう、との憶測に基づいて行動していることは気になります。必ずそのようになるという確信をそれほど持っていないためです。

過去10年程度で見ると、インフレを押し下げてきた強力なトレンドが存在してきたと言えますが、そのようなトレンドの力は足元で弱まっているか、むしろ反転したものもあるように思えます。例えばグローバル化の動きはそのうちの一つでしたが、グローバル・トレードがなくなるとは思わないものの、グ

ローバル化のピークは既に過ぎた可能性があり、将来的には米国と中国が互いにさらに距離を置くようになる中で、より多極化したグローバル経済になる可能性があるかとみています。また、製造プロセスや在庫管理の効率化の動きもコストを押し下げる要因となってきました。

しかし、コロナ禍におけるここ数年間で、いかにサプライチェーン問題が事業活動に混乱をもたらすかが浮き彫りとなった今、もしもの場合に備えて、いらか在庫を維持する必要があるとの認識が広がりました。

社会的には、気候変動やその他ESG関連の取り組みが好まれるようになりました。しかし、そのような変化にもコストがかかります。このことも、この先10年間を見据えた際に、過去10年間よりも価格がより高止まりする要因となる可能性があるでしょう。さらに、過去長きに亘って、GDPにおける生産要素の中で、資本投入が占める比率が増えていく反面、労働投入の比率が徐々に小さくなってきていたことも挙げる必要があるでしょう。

この傾向は、実質所得増加の中央値を押し下げる一方、資産保有者に恩恵をもたらしました。しかし、パンデミックの発生がこのようなトレンドにも重要な転換点をもたらしたとみています。パンデミック後の新たな世界では、労働力の供給面に変化が見られたことで、労働市場は構造的に引き締まった状態となり、これまでと比較して賃金の伸びが高止まりする可能性が高まったと考えられるためです。

これらの各要因を踏まえると、この先10年間では、インフレがこれまでの0-2%といった水準ではなく、2-4%といった水準で正常化する可能性が十分にあるとみています。

このような長期のインフレ・トレンドに関する推測は、経済サイクルをまたがる自然利子率の予測に影響するために、極めて重要です。インフレが0-2%のレンジ内であった時代には、自然利子率（いわゆるR*（アールスター））が1.5%近辺であると考えられてきました。しかし仮にインフレが2-4%のレンジになるとすれば、同水準は3.5%近くになる可能性があるでしょう。これは明らかに理論上の話であり、実際は経済指標がこれを決定づけることになります。

しかし、これについて短期的にそうだなと思うことは、大半の投資家は最近の経験を基に「正常」と考えるものを形作るということです。具体的には、多くの市場参加者が持っている見方である、米10年国債利回りは2.5%近辺に「戻るかどうか」ではなく、「いつ戻るか」の問題であるということ、すなわち、中央銀行はやがて市場に従うであろうとの考えについて、米連邦準備制度理事会（FRB）や他の中央銀行の発言を無視している市場のこういった願望の背景を説明するものかもしれません。

そのような市場の見方には慢心が存在するとみて警戒しており、この先予定されている金融政策決定会合において、中央銀行がそのような市場の考え方を明らかに試す行動を取ったとしても不思議ではないと考えています。

FRBが会合を控える中、昨年の中半の期間で、政策の効果を見極める指標として金融環境に注目が集まったことを思い出します。その点で言えば、金融環境指標は昨年9月以降、FRBが利上げを続ける中でも緩和傾向にあります。したがって、米連邦公開市場委員会（FOMC）内では、利上げペースを減速させることが、市場では政策を緩和させることと同義とみなされる可能性への一定の懸念が存在するように見受けられます。

そのような視点に立てば、次回のFOMCでの50bpsの利上げは意地悪なショックとなりそうですが、実際のところ、パウエル氏はそのようなサプライズで市場に混乱を招く可能性もあるかもしれません。ただし今回は、25bpsの利上げにタカ派的な発言が伴う可能性の方が高いとみています。

パウエルFRB議長は、米国債利回りの低下やリスク資産の上昇を投資家がもたらす材料となるような発言をFOMC直後にしないよう、慎重になると予想しています。果たして市場がFRBの発言に耳を傾けるかどうかは、また別問題です。

とは言いながらも、現時点で市場に織り込まれた5%をわずかに下回る政策金利の到達点や、今年末までの2回の利下げは、実現しない余地が十分にあるように思えます。もちろん、経済活動に急激な減速が見られた場合にはその限りではありませんが、その場合はいずれにせよ企業業績や

信用の質に悪影響となるでしょう。

仮にFRBが「タカ派な25bps利上げ」を実施した場合には、欧州中央銀行（ECB）もまた、50bpsの利上げを実施することでややタカ派な行動を取ると予想しています。エネルギー価格の下落は明らかにインフレ（及び政府の財政赤字）見通しの落ち着きにつながっていますが、コアインフレ率は依然高止まりしており、面談した多くの政策担当者は、当面抑制的な金融政策を維持する必要があるかもしれないとみていました。

短期的には、経済が概ね底堅さを維持しているという事実が、実際にはECBのような中央銀行にとって、短期間の間に積極的な行動を取ること、比較的早いタイミングで利上げ停止に動く余地を与えるかもしれません。したがって、米国に関しては政策金利が5%をやや上回る水準でピークをつけ、ECBの政策金利も春までに3.5%に達し、その後6か月間は政策を据え置くことになるとの見方を維持しています。

利下げは10-12月期の後半に、成長が減速し、労働市場が冷え込むとともに、コアインフレ率がより2%の目標に大きく近づいた際によりやく話題になるとみています。

このような見方を踏まえ、今週の主要中銀会合を前に過去1か月間で上昇したロング・ポジションの利益を実現しました。これは、新発債が比較的良好なパフォーマンスとなった社債とソブリン債の両方で言えることです。

また、ブラジル・レアルやメキシコ現地金利の利益を実現しながら、エマージング市場（EM）でのエクスポージャーも削減しました。結果として、ポートフォリオのデデュレーションはより大きくショート・サイドに振れています。その意味で、1月に見られた市場の上昇は、この先勢いを失う可能性があるとともに、中央銀行がこの先さらに資産価格を押し上げるような言動を取るとは思えないことから、足元ではやや保守的なスタンスを取っています。

その他で言えば、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が最も政策サプライズをもたらす可能性のある中央銀行であるとみています。市場参加者は50bpsの利上げによって政策金利が4%になると予想しています。インフレや賃金のデータからすれば、これらはいずれも妥当かもしれませんが、経済減速の兆候が広がってきていることには警戒しています。

住宅価格が極めて脆弱であることから、政策金利を4%超に引き上げることは、住宅市場や英国経済の崩壊のリスクなしでは、かなり困難になるとみています。したがって、英ポンドに対しては弱気な見方を維持しているほか、現時点ではポジションを持ってはいないものの、英国債に対しても構造的にはより弱気な見方を持っています。

今後の見通し

この先の一週間は、明らかに市場参加者の注目を集めるイベントが目白押しです。過去数週間では、冬場で戦況がやや膠着状態となる中、ウクライナにおける戦争が新聞の1面で取り上げられることが少なくなっていたようにも思えます。

しかし、英国に続き、米国やドイツ、ポーランドがウクライナに主力戦車を提供すると決めたことにより、この先数週間で戦局が大きく変化する可能性があります。引き続き、戦争の早期の終結を祈って止みません。先週は概ね静かな一週間でしたが、嵐の前の静けさ、であった可能性もありそうです。

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