



RBC BlueBay  
Asset Management



## 現金が王様

市場の潮目の変化のタイミングを見極める時に、忍耐は高貴な美徳となります。

2023年3月10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)



### コメント要約

- パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、政策金利が事前の想定を上回る可能性が高いと述べました。
- 成長の減速基調が続き、政策金利が当面高止まりすることを予想しています。
- 米国債のイールドカーブが大幅な逆イールドの状態にある世界において、現金が王様となっています。
- この先は、発表される経済指標が市場変動の要因になるとみています。
- リスク資産に対しては慎重な見方を維持しています。

先週も、タカ派寄りのパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の議会証言を経て、短期金利見通しを引き上げる動きが続きました。その結果、市場では3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）における50bpsの利上げがメイン・シナリオとなりましたが、最終的には今後数日間の経済指標がその行方を左右するとみています。見たところは、経済を減速させ、価格圧力が制御された状態になることを確実にするため、FRBは長きに亘る高金利が必要であることを結論付ける過程にあるようです。

その意味で、経済の「ノー・ランディング」は持続可能な結果ではなく、今後数ヶ月間で「ソフト・ランディング」もしくは「ハード・ランディング」を目にすることになると予想されます。さらにその延長線上で、足元の力強い経済指標は更なる利上げが伴うことを意味し、結果として、その先のハード・ランディングの可能性を高めることにつながります。

そうしたことから、ここ最近の力強い経済指標を受け、米2年国債利回りは一時5%を突破して上昇したにも関わらず、米長期債利回りはやや低下しています。こうした動きを受けて、米国債のイールドカーブは、ボルカー氏がFRB議長であった1980年代以来となる、記録的な逆イールドの状態にあります。

一般的には、このような逆イールドの状態は明らかに経済のハード・ランディングを示唆し、リスク資産に対する圧力になると考えられます。しかし、この先の悲観的な経済見通しというより、逆イールドはむしろ、FRBがインフレを2%の目標に回帰させることに成功し、いずれ政策金利はそれを少し上回る水準に落ち着くと強い信頼感による影響を色濃く受けているように思えます。

その点から、長期のキャッシュフローに適用される割引率を変更する必要がないとの見方につながり、結果として株価が支えられていると考えられます。しかし、ブルーベイでは、この点において市場はFRBの能力をやや過信しているとみています。過去10年間で確立されたと思われる価格評価に関する基準が、この先10年間も適切であるかどうかは不透明で、インフレ及び政策金利が過去の水準よりも高い所で落ち着くリスクもあるとみています。

ある意味では、FRBと他の主要中央銀行は経済指標に囚われの身であるとも言えます。このような状況を踏まえ、成長の減速基調が続き、政策金利が当面高止まりすると予想される中、リスク資産に対しては慎重な見方を維持しています。

また、こうした投資環境下において、米投資適格社債指数の現在の利回りは、今年の年央近辺に想定されるキャッシュ利回りと同水準であるという状況は目を引きます。極端な逆イールド環境下において、現金はまさに王様になりつつあり、その点でキャッシュ利回りに上乘せすることをベースとした絶対リターンをもたらすことが出来る投資アプローチに妙味があるとみています。

同様に、欧州投資適格社債のベンチマークの利回りも、キャッシュ利回りをさほど大きく上回らない水準で、金利見通しが低下しない限り、長期債利回りがこの先低下する余地を見出しづらい状況となっています。このような状況から、現時点では比較的ディフェンシブな投資姿勢が賢明であるとみています。この先、米雇用統計や消費者物価指数（CPI）などの発表が控えてはいるものの、既に多くの悪材料が価格に織り込まれていると思います。

ここ数日間では、米国のシリコンバレー銀行（SVB）に対する圧力の高まりが見られ、プライベート資産投資において慎重な姿勢が必要であるとのブルーベイの見方を裏付ける一例となりました。プライベート・エクイティ業界が、これまでリターンを絞り出すために、いかに安価な資金に頼り、レバレッジを掛けてきたかが明らかになり始める中、資産が時価評価された場合、プライベート投資における損失が積み上がる可能性があると思います。政策担当者との会話でも、同市場における一定のストレスは想定されていましたが、このような損失が、より広範な金融環境の引き締まりを促さない限りは、FRBの政策軌道を修正させるものではないとみています。

ややディフェンシブな姿勢を取りながらも、現時点では依然として経済状況は良好であるとみており、短期的なりセッション・リスクは比較的低いと考えています。高利回りのクレジット債はこれ以上の上昇余地がないように見えますが、新規発行が少ないという需給要因や低水準のデフォルト率などを踏まえると、ハード・ランディングに向かっているという、より明白な恐怖が現れるまでは、資産価格は調整しない可能性があるかとみています。

一方で、絶対水準で9%に近い利回りがある場合には、過去、この水準の利回りは極めて魅力的なエントリー・ポイントになったことから、投資家は資金を投じるという見方にも一理あると思います。とは言いながらも、市場が米短期金利の5.6%までの引き上げを織り込むとともに、6%まで、もしくはそれ以上の利上げをFRBが実施する可能性すらある現状から、この説の信憑性はやや差し引いて考えるべきかもしれません。

経済状況を精査してみると、米国の多くの家計が、住宅ローン金利が記録的な低水準にあった2021年に借り換えを行うことで、実質的に金利上昇をヘッジしていたことが明らかになっています。一方、消費者が借入れコストの上昇に直接的な影響をもっと受ける国では、経済見通しがより苦しいように見受けられます。その一例がスウェーデンであり、同国の住宅価格は既に15%近く下落しています。

そして、英国の不動産市場にも同様の展開が予想されます。これまでのところ、英国の経済指標は想定よりも持ち堪えていると言えるでしょう。しかし、インフレは高止まりし、賃金インフレは減速するよりも加速している中で、二次的なインフレ圧力をもたらしています。しかしそのことが、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が利上げを続ける必要性を意味することで（BoEは明らかにそれに消極的ではありますが）、今後数ヶ月間で英国経済が大きく弱含むことが予想されます。したがって、英国債及び英ポンドに対しては悲観的な見方を維持しています。

そんな中、先週は日銀の黒田総裁が総裁としての最後の会合において、イールドカーブ・コントロール（YCC）を維持することを決定し、日本国債利回りは低下し、円はやや下落しました。ただしブルベイでは、新たに就任する植田総裁の下、政策調整が行われるとの見方を維持しています。

インフレ率は予想を上振れる状態が続くと見られるほか、この先数週間で結果が判明してくる春闘において、連合側が5%近い賃上げを要求していたことも興味深く受け止めています。トヨタをはじめとする企業が、既に組合側の要求に満額回答することに同意していることから、今年の春闘は、多くの市場参加者が予想している2-3%を大きく上回る賃上げで妥結する可能性が高いとみています。

このような点を踏まえ、日本金利に対してはショート・ポジションを維持し、ここ最近の円安基調を捉えて円に対するエクスポージャーを増やしました。日本円に関しては、価格評価が割安であるとみており、YCC撤廃があれば、米ドルに対して120円程度まで上昇する余地があるとみています。

為替市場では、米金利の上昇を背景に米ドル高基調が見られ、米ドルは昨年10-12月期の下落幅の約3分の1を取り戻しました。一般的には、米ドルとリスク資産の価格には負の相関があると言われ、その点において、投資家がより長きに亘って政策金利が高止まりするリスクや、そのことが将来的に大幅な成長減速につながるとの見方を消化する中で、より広範なリスク資産の調整が見られていないことにやや驚いています。

金利に関しては、米国及びユーロ金利について、前週にショート・ポジションを手仕舞った後、ポジションはほぼフラットとしています。現時点では、この先の経済指標において何らかのサプライズがあった場合、国債利回りよりもリスク資産の価格において、より大きな動きが見られると予想しています。

## 今後の見通し

この先は、発表される経済指標が市場変動の要因になるとみています。大まかに言えば、1月の指標同様に、2月の指標も力強い内容になるかもしれないと考えていました。しかし、4月に発表される3月の統計は落ち着いた内容になる可能性があります。ここ最近の活動が、極めて穏やかなこの冬の気候や、中国経済の再開による強気なセンチメントによって押し上げられていることは間違いないでしょう。

しかしこれらの要因は本質的には短期間に留まるものです。その潮目の変化のタイミングを見極めることが引き続き重要となり、全ての投資家が、より一層マクロ経済面に注目することになるでしょう。このような場合、確かに当面は「現金が王様」なのかもしれません。もちろん、（巨額のお金でスター選手を集めたにも関わらず、チャンピオンズ・リーグで敗退した）パリ・サンジェルマンのカタール人オーナーにとってはその限りではないと思いますが、しかし、「現金が王様」という考え自体、そんなに長い間、その座に君臨しないかもしれません。

## 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