



RBC Global Asset Management

投資環境見通し 2023年春季



エリック・サヴォフ, MBA, CFA
投資ストラテジスト
RBC Global Asset Management



ダニエル・チョナス, CFA
チーフ・インベストメント・オフィサー
RBC Global Asset Management

経済が総じて堅調であったことやインフレ圧力が高まっていたことが、直近1年間において中央銀行が積極的に利上げを行う後押しとなりました。しかし、急激、かつ大幅な利上げは、経済後退を招く可能性を高めます。バリュエーションはもはや割高ではないものの、企業収益が低迷したり、マクロ経済のリスクが高まった場合、リスク資産は、まだ脆弱な状況に置かれると認識しています。

経済に圧力がかかり、景気後退リスクは上昇

ここ数カ月でマクロ経済は改善し、私たちも予想経済成長率を引き上げたものの、引き続き、2023年は景気後退に陥る可能性があるかとみています。労働市場は堅調で、個人消費も活発に推移し、直近では、金融情勢が若干緩和されるといった支援要因が見られました。中国経済の再開、エネルギー問題に直面した欧州が見せた底力も、グローバル経済の助けになりましたが、投資家の見通しは、楽観的すぎるかもしれません。私たちは、直近1年間における大幅で急速な利上げが、経済への痛手になるのは、ほぼ確実だと見ています。住宅市場、商品在庫の増加、景況感の悪化、設備投資の縮小といった弱さがすでにみられています。さらに、米国の地方銀行の一部では、問題が表面化しています。政府は、金融危機拡大を防ぐための措置を講じましたが、シリコンバレー銀行の破綻は、レバレッジ比率が高い業態の脆弱性を露わにしました。私たちは、7割の確率で景気後退が起こるとみており、時期は下半期だと予想しています。一方で、2023年のGDP予測は、年初の滑り出しが予想以上に好調だったこと、また景気後退の時期を当初の年半ばから下半期へ先送りしたことから、全体的に上方修正となりました。景気後退の深刻さ、期間、その後の回復の速さについては、従前予想と同様であり、引き続き市場コンセンサスよりも、やや慎重な見通しをしています。新興国に関しては、先進国と同じような経済動向を予想するものの、経済が縮小するとは予想していません。

インフレ率は低下基調

当初、インフレ率を押し上げていた主な要因はすでに全て転換しています。コモディティ価格の大幅上昇は落ち着き、サプライチェーン問題は引き続き大幅に改善され、大規模な金融緩和、財政刺激策は徐々に縮小されています。さらに、企業の価格決定力は低下する可能性があり、住宅価格は下落始めました。このような状況を踏まえ、私たちは、インフレ率は市場予想よりも前倒しで低下するものの、数値自体は、他の様々な要因により、FRBの目標値である2.0%を上回る可能性もあるとみています。

例えば、労働市場における需要の高さ、また、インフレの影響が、ほぼすべての製造業・サービス業を含めた広範囲に及んでいることが挙げられます。また、サービスセクターは、インフレが価格に最終的に転嫁される産業であり、さらに新型コロナウイルスによるロックダウンの間に利用できなかったサービスに対する需要が高まっていることも影響しています。私たちがベースとするインフレ予測は妥当とみていますが、起こりうる可能性は、非常に多様であると言わざるを得ません。インフレ率が高止まりすることも、突然デフレに転換することもあると考えています。

米ドルは下落基調へ

米ドルに対する潮目がついに変わりつつあります。米ドル高は、いつ反転してもおかしくないような状況がしばらく続いてきました。ここ数四半期間、指摘してきたことではありますが、2022年の米ドル高により、既に高かった米ドルのバリュエーションにさらなる割高感が出ました。多くの要因が転換するとともに、米ドルが調整し始め、今後数年に渡る米ドル安の時代の幕開けになるとみています。G10および新興国通貨は概ね、この大きなサイクル転換による恩恵を受取ると思われる。

中央銀行によるさらなる大幅引き締めの可能性は小さい

各国中央銀行は、許容しがたいほどの高インフレに対処するため、引き続き政策金利を引き上げています。カナダ中央銀行のように、力を尽くしたおかげで目標をクリアしたとする中央銀行もある一方で、FRB、ECB、イングランド銀行は、小幅で緩やかな引き締めを継続することを示唆しています。しかし、インフレ率が低下すれば、中央銀行は引き締めをやめることになるでしょう。北米における中立金利は2.50%程度で、現在の誘導目標の半分程度です。金利が以前の低水準に戻ることはないでしょうが、世界各国でみられる債務の増加、人口構成、低下した経済成長率といったことを踏まえると、経済構造として、低金利環境が復活していくのが妥当だと思われます。より広い視点で見れば、最近の金利上昇はある種の脆弱性を浮き彫りにしています。日本、ギリシャ、イタリアのような債務残高が多い国は、債務コストの大幅上昇に取り組む必要があります。特に日本は、債務残高が非常に大きいことや、借入コストを引き下げるために想定外の政策をとったこともあるため、注視する必要があるとみています。

債券利回りは正常水準へ回帰

昨年のFRBの突然の政策調整で債券市場が荒れた後、利回りは歴史的に見て標準的な水準になっています。2021年12月時点の金利は、現預金に対する利回りが0.1%、米国10年債利回りが1.5%、投資適格債利回りが2.4%（スプレッド90bp）、ハイ・イールド債が4.9%（スプレッド340bp）と極めて低水準でした。しかし、2022年は大きな変化があり、今年2月末時点では、現預金に対する利回りが4.6%、米国10年債利回りが3.9%、投資適格債利回りが5.8%（スプレッド166bp）、ハイ・イールド債利回りが8.7%（スプレッド465bp）となりました。注目すべき点は、債券市場は、この1年で大きな損失を被りましたが、利回り水準は調整され、極端な低水準から直近30年の平均水準に戻りつつあることです。現時点の利回り水準は、私たちの債券モデルによると、バリュエーション・リスクが大幅に低下し、将来期待されるリターンは大幅に改善しました。私たちの見通し通りにインフレが緩やかに進めば、それも後押しするでしょう。

株式のバリュエーションは適正、リスクは業績見通し

私たちのモデルによると、昨年の株式市場にみられた弱気相場によってバリュエーションは調整され、投資妙味が高まったと見られます。私たちのグローバル株式モデルによると、現在の株価は、適正価格より2%低く、2021年下半期に見られたピーク時の32%割高の水準から大幅に改善しました。注目すべきは、バリュエーションが市場によって大きく異なることです。米国が最も割高である一方、その他の市場、特に新興国市場では、割安な水準で取引されています。株式市場のバリュエーションが調整し、現時点で予想される金利水準とインフレ率からみても適正と思われるため、市場における大きなリスクは企業業績だと考えています。売上成長の鈍化とコスト高を背景に、ここ1年間で業績予想は徐々に引き下げられ、直近の予想コンセンサスでは、2023年の利益成長率はほぼゼロと予想されています。しかし、景気後退が穏やかなものになるとしても、そうした業績予想が株価に十分に織り込まれていない点を懸念しています。

注目すべきは主役交代

2022年10月から2023年2月にかけて、今後の長期にわたって金融市場に影響を与えうるテーマやトレンドが明らかになってきています。特に目立つものとしては、米ドル安の始まり、株式市場における米国株のアンダーパフォーム、シクリカル・セクターが牽引、大型株より中・小型株が先行、バリュー株のグロース株に対するアウトパフォームといったことです。確信度を高めるには、さらにより多くの事例や指標が必要となりますが、市場における主要トレンドが、全体的に変化し、その変化が長期にわたるという点は、注視すべきだと思われます。新しいトレンドの中には、最近の米国地方銀行セクターにおける混乱により、影を潜めたものもあります。しかし、次の強気相場は、それがいつ来るものであったとしても、過去10年間に相場を支えた主要テーマとは異なるものとなる可能性を意識すべきでしょう。

資産構成-株式の割合を低下させ、更に中立的配分

1月-3月期は、リスクとリターン、短期と長期のバランスを考慮しながら慎重なポジションを維持し、戦術的中立に近づけました。引き続き、長期的には株式が債券をアウトパフォームすると予想しているものの、2022年10月から2023年2月にかけてみられた株価上昇により、短期的に株式のリスクに対するリターンは低下しました。特に、景気後退局面では企業業績が悪化するということもその懸念を強めます。私たちの見通しについても、シリコンバレー銀行の破綻と、それに関連した米国金融システムのひずみを受けて修正しました。経済環境の悪化は前から予想していましたが、最近の出来事によって、今後の見通しは明るいというより、悲観的になる可能性がさらに強くなりました。結果として、1月-3月期の初めに、株式配分を100bp減らし、その半分を債券、残りの半分を現金に置きかえました。ここ10年で最高水準の利回りとなった国債は、バランス型ポートフォリオにおいて、株価の下落を埋め合わせてくれるでしょう。さらに、今日の高金利環境では、現金を保有することが適切だと思われます。それは、インフレが突如上振れし、株式と債券の同時下落が起きた場合、ポートフォリオの緩衝材としても機能するでしょう。マクロ経済の不確実性が高まり、振れ幅自体のボラティリティも高いことから、資産配分はここ数年で最も中立的なものとなりました。バランス型グローバル投資家として、現時点では、株式61%（戦略的中立ポジション：60%）、債券37.5%（戦略的中立ポジション：38%）、残りを現金とする資産構成を推奨しています。

ディスクレーマー

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できるとされる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したのではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のもので、ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。(UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.