



RBC BlueBay
Asset Management



英住宅市場の将来はin-tents？

グラストンベリー・フェスティバルでのテント以外に選択肢があることを願っています...

2023年6月23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

- 米連邦準備制度理事会（FRB）及び欧州中央銀行（ECB）の会合が終わり、市場のボラティリティに落ち着きがみられています。
- FRBは利上げの「一時停止」という表現を避けたものの、今後の経済指標から政策金利が概ねピークに近いことが確認される可能性があるとみています。
- 欧州圏の経済活動も鈍化し始めていることから、ユーロ圏の政策金利に関してもピークに近いと考えています。
- 再び予想を大幅に上回る消費者物価指数（CPI）の内容を踏まえ、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）がサプライズで50bpsの利上げを実施しました。
- 今後の見通しとして、とりわけマクロ経済関連のボラティリティが低位に留まれば、リスク資産のラリーはもう少し続く可能性があるとみています。

先週は、国債利回りが行ったり来たりの動きとなりました。米連邦準備制度理事会（FRB）及び欧州中央銀行（ECB）の会合が終わり、政策担当者が概ねここ最近の発言内容を繰り返す中、市場のボラティリティはさらに落ち着きました。全体として、マクロ状況は依然として難しく、政策サイクルの後期において、辛抱強さを維持することが市場に対する最も賢明なアプローチであるように思います。

パウエルFRB議長は上院での議会証言において、政策金利がピークに近づく中でFRBが引き締めペースを緩める意図を強調しましたが、2%のインフレ目標が持続的に達成されるまでには依然として「長い道のり」があると発言しました。

同議会証言においてパウエル氏は、利上げの「一時停止」という表現は避けたものの、成長やインフレの減速といった形で経済指標の軟化が見られれば、7月の会合でより明確な利上げ停止があっても不思議ではないと考えています。実際にそうなった場合、インフレ率にアップサイドのサプライズがない限りは、FRBが利上げを実施する可能性は7月以降も低いとみています。

その意味で、米国に関しては政策金利が概ねピークに到達したと考えて良いでしょう。米10年国債利回りが3.75%近辺にある中、目先数ヶ月間で米国金利の低下をもたらすと見られる指標が多く予想され、早期に利下げ転換を予想しないようにFRBがメッセージを市場に送っているだけではないか、とも思えます。

仮に経済指標の弱含みが7月の利上げ見送りを確かなものとすれば、米10年国債利回りが再び低下に転じる可能性は高いと考えています。一方その反対に、仮に指標が底堅く、利回りが上昇を続けた場合には、利回り低下を予想したポジションの確信度を引き上げる機会となりそうです。今年後半は、経済活動が鈍化するリスクの方が高いとみているためです。

インフレ見通し、とりわけコアなサービス・セクターにおけるインフレ見通しは不透明であるものの、仮にインフレが幾らか粘着性を帯びたととしても、米国債市場は十分に下支えられると考えています。

欧州では、ドイツで開かれた経済コンファレンスで、ともにECBの政策委員会メンバーであるシュナベル理事とナーゲル独連銀総裁が「タカ派勢」の見方を示しました。十分に景気抑制的な水準まで追加利上げが必要であるとし、インフレにおける賃金及び企業収益の影響を注意深くモニタリングする必要性を強調しました。

しかし、域内の経済活動も鈍化し始めていることから、ユーロ圏の政策金利に関してもピークに近いと考えています。ここ最近ECB高官と実施したディスカッションでは、ECBが景気のダウンサイド・リスク、とりわけ銀行チャネルを通じたリスクを注視していることが伺えました。7月の会合で政策金利は3.75%に引き上げられると予想しているものの、同利上げが今回の利上げサイクルでは最後となる可能性があるかとみています。

夏場に掛けて価格圧力には更なる鈍化が予想され、期待インフレも抑制されていることから、国債利回りも現状の水準近辺で安定する可能性があるかとみています。利上げのピークが視野に入ったことで、市場の注目は膨張したECBのバランスシート削減へと移行するとみており、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）における再投資が2024年末前に終了する可能性もあるかとみています。ただし、保有証券の積極的な売却の可能性は、今のところ低いと考えています。

他のグローバル債券市場が穏やかな動きとなる中、先週は再び英国市場に混乱がもたらされました。ここ最近の経済指標の内容を踏まえ、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）がサプライズで50bpsの利上げを実施し、政策金利を5.0%としたためです。

先週の初めに発表された消費者物価指数（CPI）では、コアCPIが前年比で7%を上回るという驚くべき水準となり、市場は、BoEが再び追加引き締めを実施しなければならず、年末までに政策金利が6%に達する可能性を即座に織り込み始め、期待インフレの上昇に拍車が掛かっているとの警戒感も高まりました。

利上げに関する市場の織り込みが進んだものの、市場は目先の金融引き締めを過度に織り込んでいと捉えています。ここ数ヶ月間で英国の経済活動は予想を上振れしてきましたが、政策が本格的に引き締まるにつれ、脆弱性は強まっているとみています。

特に、住宅ローン市場においては、BoEが利上げを開始して丸18ヶ月経過した今となってようやく、その影響が感じられ始めています。このことは、BoEが更なる政策引き締めに対して慎重になることを促すとみられます。英国の住宅市場、さらにそれに伴って経済全般におけるリスクが高まるためです。

しかし、労働及びインフレに関する経済指標が政策決定において最も重要視されている中、英国経済に関してはさらに不透明感が高まる局面に差し掛かっているように思えます。高インフレと低迷する成長は、英ポンド相場にとって最も危険な組み合わせと言えるでしょう。

先週は、社債市場にとって比較的静かな一週間となりました。5月から6月の初めに掛けて活況を呈した新発債市場が落ち着いたことがその背景にあります。多くの投資家が発行市場において社債のポジションを積み増したと相まって、社債スプレッドは縮小後、一定の抵抗線に差し掛かっているように見受けられます。

同資産クラスに対する資金流入は、特にETFファンドを通じて堅調で、概ね良好な市場環境を形作っているものの、幾らか疲労感の兆しも出始めており、成長への警戒感の継続もこの先重石となりそうです。

今後の見通し

今後の見通しとして、とりわけマクロ経済関連のボラティリティが低位に留まれば、リスク資産のラリーはもう少し続く可能性があるとみています。先週のBoEやノルウェー銀行（中央銀行）の例に見られた通り、この先も中央銀行高官からタカ派コメントが相次ぐ可能性があるでしょう。しかし、利上げ見通しを織り込む上で、市場は再び過度に先走っているように感じています。

市場が早期に利下げを織り込むことは、政策担当者にとっては不快な状態であると以前に述べましたが、米政策金利に関してピークを越えたとひとたび市場が納得すれば、2023年のここまでの価格動向は、利回り曲線上は逆イールド化しているものの、債券を保有することに対する投資家の需要は底堅いことを示しています。

ただし最終的には、グラスが半分満たされたと捉える人と、半分空いていると捉える人との間での駆け引きは、より速く減速するのが経済活動か、もしくはインフレか、という点に左右されるかもしれないとみています。

足元で唯一、ボラティリティが再び上昇しているのは英国市場で、英国金利は他の主要金利の動きと異なり上昇基調となっています。投資家は、昨年秋の予算案に関連した混乱の再来に備えているかのようです。

その結果、英国のメディアは連日、この先数カ月間で英住宅市場に何が起きるか、ということばかりを取り上げています。そんな中、今週末は英国で、お祭り騒ぎをする人が待ちに待った大規模野外音楽フェスティバル（グラストンベリー・フェスティバル）が開催されます。例年同イベントで多くの人々が使用するテント（tent）が、一部の人にとって恒久的な場所になってしまうような、インテンス（intense/in-tents）な状況に直面しないことを祈るばかりです。

ディスクレーム

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%
					成報報酬 (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