



RBC BlueBay  
Asset Management



## (必ずしもワイルド・スピードではない) TOKYO DRIFT

先週開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では特段目新しい材料はなく、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は大方の予想通り25bpsの利上げを実施しました。米キャッシュ・レートはこれで5.35%近辺となり、短期金利市場では、今回の利上げが今サイクル最後となるか、もしくは9月または10-12月期にあと1回の利上げがあるか、といった点で市場参加者の見方が二分されています。

2023年7月28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

- 日本では、我々が予想していた通り、日銀がイールドカーブ・コントロール（YCC）政策の修正を発表しました。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）議長は大方の予想通り25bpsの利上げを実施しました。過去の利上げによりFRBが満足するほどに経済が冷えたかどうかについては引き続き様子見の姿勢がとられています。
- ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）も25bpsの利上げを決定したものの、よりハト派寄りな発言が伴いました。
- イングランド銀行（英中央銀行、BoE）の会合が間もなく予定されており、BoEタカ派姿勢を弱めると予想しています。BoEは過剰な引き締め政策にならないように注意する必要があるとみえています。

インフレは今後数カ月にわたって低下傾向を維持するとみられるものの、経済が比較的底堅さを維持している中、引き締まった労働市場が賃金への新たな圧力となる可能性をはらんでいます。

そんな中、米金融環境インデックスを見ると、FRBの姿勢にも関わらず、過去12か月間で最も緩和的な水準を付けています。過去の利上げがやや長いラグとともにこの先18か月間で経済活動に影響をもたらすとは予想されるものの、経済活動が今後も持ちこたえるのであれば、FRBが利上げを継続しても不思議ではないように思います。

実際、米消費者の力強さに関しては、「もし政策金利が0%から5%になっても景気が減速していないのであれば、政策金利が6%もしくは7%に達することを食い止めるものはあるのか？」との見方を主張する一派もあるようです。

FRBに関する、よりタカ派な見方は、インフレを3~4%のレンジからFRBの目標である2%近辺に戻すためには、経済が著しく減速する必要があるとの考え方によって正当化されるとも考えられます。しかし、政策金利が既に抑制的な水準に到達している中、仮にインフレや成長関連の指標が、予想される通りにこの先も低下傾向を維持すれば、FOMCがほぼ利上げを終了したと考えることは概ね妥当であると言えるでしょう。

そのような点を踏まえ、先物市場で目先12か月間における過度な利下げが織り込まれているという点に着目した方が良さそうです。現時点では、2024年6月時点での米キャッシュ・レートが4.8%（今より50bps低い水準）として織り込まれています。また、2024年12月時点での金利は、4.0%近くとして織り込まれています。

ひとたびFOMCの緩和サイクルが開始されれば、政策金利が比較的速いスピードで低下すると考えることは妥当かも知れませんが、経済環境が今日の状況よりも著しく悪化しない限りは、市場がさらに低い政策金利の水準を織り込むことは困難であるように思えます。

そのような見方を踏まえ、利回り曲線が現時点でかなりの逆イールドとなっていることから、金利がこの先大きく低下することは難しいと考えています。したがって、米国金利がさらに低下した場合、10年国債で3.75%、もしくは2年国債で見て4.7%近辺に近づいた際には、米国金利のショート・ポジション構築を検討していきます。

ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）も先週の会合で大方の予想通り25bpsの利上げを決定しました。ラガルド総裁はこれまでの会見と比べてハト派寄りで、ECBが9月の会合もしくはそれ以降に利上げを実施するかどうかは、今や不透明となってきました。

仮にそうであれば、ECBがFRBよりも先に、金利据え置きモードに入る可能性は十分にあり、その先を見据えれば、もしかしたらECBが2024年に金融緩和に着手する最初の主要中央銀行になる可能性もあるかもしれません。

米国と比較して、欧州の経済指標はここ数週間で大幅に悪化しています。具体例を挙げると、経済指標サプライズ指数は米国で+68であるのに対し、ユーロ圏では-136となっています。ユーロ圏購買担当者景気指数（PMI）はこの1ヶ月で繰り返し過去最低水準を更新しており、直近のECBシニアローン・オフィサー調査では、さらなる与信の厳格化見通しや新規ローンへの需要の弱さが浮き彫りとなっています。南欧は旅行シーズンによる恩恵を受けていますが、ここ最近の各地での熱波が観光業に影響をもたらしています。

製造業は特に弱く、中国政府による需要喚起のための政策にも関わらず、中国経済が引き続き弱いことも足かせとなっています。結果として、ユーロ圏の成長は財政刺激策に依存している状態ですが、域内のセンチメントはやや弱含んだままです。

現時点において、ユーロ圏の利回り水準に確信度の高い見方は持っていませんが、ユーロ金利が米国金利をアウトパフォームしたとしても不思議ではありません。一方で、成長及び金利格差の拡大は、この先の米ドル高基調の追い風になるかも知れません。このような見方に基づき、米ドルに対するユーロのショート・ポジションを選好します。ユーロ圏のファンダメンタルズを踏まえれば、今月初めに付けた年初来高値をさらに突破してユーロが上昇する可能性は低いと考えています。

先週は米国債及びドイツ国債利回りに大きな動きが見られず、株価の上昇とともに社債スプレッドも縮小傾向を維持しました。先週のコメントで触れた通り、価格の反転を促す明確なきっかけが目先乏しい中、強い弱気派もポジションを諦め、投資家が資金を投資に回したり、ヘッジ・ポジションを解消したりする動きが見られています。

8月を迎えるにあたり、このような動向が続く可能性が高いように見え、S&P500 種指数は2022年初めにつけた4800近辺の直近最高値を更新する可能性もあるように見えます。500bpsの利上げが行われ、将来のキャッシュフローを割り引く際の長期金利がほぼ2倍の水準となっているにもかかわらず、そのことが株価の下落を促す要因とはほとんどなっていないことにはやや驚いています。企業の業績モメンタムが良好で、現時点では大幅な減速の兆しが見られないことも事実です。

しかし最終的には、景気が減速して業績の悪化を招くか、もしくはFRBが利上げを続け、リスク資産の価格再評価を招くかのどちらかが起きるように見えます。ただし、中期的な軌道を予測することが困難である中、投資家が、かなり短い間での目先のイベントに注目しながら、現時点では市場のモメンタムに逆らうのではなく従うことが賢明である、と結論付けることも容易に理解できます。

日本では、我々が予想していた通り、日銀がイールドカーブ・コントロール（YCC）政策の修正を発表しました。日銀は同時に2023年のインフレ見通しも上方修正し、これを受けて日本国債利回りは上昇し、円高に向かいました。

同日に発表された東京のCPIも市場予想を上回る中、日銀が今後の会合でインフレ予想を引き上げるための材料は十分にあるとみられ、次回「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）が発表される10月の会合で、YCC撤廃が発表される可能性があっても不思議ではないと考えています。

今のところは、日本10年国債利回りの新たな上限は1.0%であるというのがメッセージですが、日銀は可能な限り市場の変動を避け、円滑に移行したい考えであるとみています。日本10年国債利回りは今後数週間で0.75%近辺まで上昇するとみており、日本国債のショート・ポジションを維持する妙味はあるとみています。また今回の政策修正は、円相場の安定にもつながると見ています。相対的に見て円は極めて割安であると考えており、中期的に大幅な円高に振れる余地があると考えています。

## 今後の見通し

中銀ウィークを終え、今週市場の注目は再び経済指標へと移るとみており、まずは今週金曜日の米雇用統計、その後、来週は米CPIに注目が集まりそうです。しかし一歩離れて見てみると、夏休み期間が到来しており、何らかのきっかけがない限りは比較的静かな取引環境になることが予想されます。

ただし8月は、しばしば多くが想定するよりもボラティリティが高まることがあるということも事実です。1年の中でも多くの人の気持ちがピーチへと向かいがちなのはこの時期は、金融市場におけるイベントもほとんどないと見られがちです。しかし、季節的に流動性が低下し、シニアのリスク・テイクが不在となるこの時期には、過去の経験則上、何らかのショックをきっかけに市場がオーバーシュートしやすい傾向にあると言えます。

また来週は、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）の会合が予定されており、再び英国にも注目が集まると予想されます。前回会合での50bps利上げ以降、インフレを再度コントロールするため、再び大幅利上げに踏み切るとの観測が高まっています。

しかし、6月のCPIが予想を下回ったことで、BoEがタカ派色を弱めることも可能であると考えています。食品小売店が値下げを実施し、電力料金も低下している中、インフレ率は今後数ヶ月間で5%に向けて低下するとの見方に確信を持っています。これは依然として望むよりも高い水準ではあるものの、BoEは過度に引き締めを行わないよう慎重になる必要があるとみています。また英財務省も同様のメッセージを発しているようです。

とはいいながらも、英国政府には、インフレを押し下げるために、財政政策を緩和する余地はないということを理解してもらいたいと思います。BoEによる量的緩和（QE）の資産買入の損失に伴い、大幅な財政赤字となっていることを踏まえれば尚更です。これらを踏まえ、今週の会合ではBoEが25bpsの利上げを決定し、英政策金利は、足元で市場が織り込んでいる水準を下回る5.5%近辺でピークを迎えるとみています。

政治面では、極右政党への熱狂が、新たなアンチ・ウォーク（いわゆる、反「意識高い系」）的なアジェンダへの道をもたらしているという、新たなトレンドを興味深くみています。前週末に行われたスペインの世論調査では、右派政党のVoxへの支持率が低下したことが示されました。多くの国において、極端な政治的思想を持つ政党の台頭に小休止が入った兆しであるとも言えるかも知れません。オランダでは、グリーン政策の見直しを求める農民市民運動党（BBB）が躍進を見せています。

「ジャスト・ストップ・オイル」などの団体による独善的なプロテスト運動に対する大衆の反感は、私たちの日々の暮らしから旅行、食べるものに至る全ての分野における行動の変化を促すことを目的とした政策が相次いで施行されていることによっても、さらに高まっているように思えます。その意味で、英労働党が掲げた、郊外に超低排出ゾーンを延長するという計画に対する抵抗感から、英保守党がアックスブリッジでの補欠選挙で1選挙区を確保したことを興味深く受け止めました。

その他の英国での話題としては、先週の英銀行ナットウエストの不幸は、図らずも自らのレピュテーションが押し上げられることとなったナイジェル・ファラージ氏にとっては朗報であったと言えるでしょう。ウォークな経営陣がファラージ氏のような顧客との関係を絶つことによって、自らの会社のレピュテーションを維持しようとする思惑は見事に裏目に出て、ナットウエストのレピュテーションは今やどん底に落ちました。ウォーク系（意識高い系）の人たちは、そろそろウェーク・アップして（目を覚まして）、手遅れにならないうちに、自らの行動による意図せぬ、真逆の結末に気がつくべきなのかもしれません。

## 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