



RBC BlueBay
Asset Management



ベア相場、もしくはただの偽物？

噛まれて痛い目を負って初めてその答えを知る、という事態は避けたいものです。

2023年8月4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

- 大手格付け機関フィッチ社による米ソブリン格付の引き下げを受けて、米国の財政状況に再び焦点が当たったものの、米国の経済活動は拡大を続けており、減速の兆しはほとんど見られていません。
- イングランド銀行は25bpsの利上げを実施し、政策金利を5.25%としました。市場では英政策金利のピークが5.50%から5.75%として織り込まれており、フェア・バリューとそれほど大きく乖離していないと判断しています。
- 日本では、国債利回りを支えるための不定期な市場介入が円安を促すなか、日銀に引き続き注目が集まりました。

先週は、長期債を中心に米国債利回りが上昇傾向となりました。米国債の発行が増える中、大手格付け機関フィッチ社による米ソブリン格付の引き下げを受けて、米国の財政状況に再び焦点が当たりました。一方で、米国の経済活動は潜在成長率並みのペースで拡大を続けており、減速の兆しはほとんど見られていません。インフレの鈍化傾向も踏まえ、米国経済に関してゴルディオックス（適温相場）的な表現も見られ始めました。

しかし、クリーブランド連銀のCPIナウキャストなどのインフレ指標を見ると、7月でもコア指数が前月比0.4%の底堅い伸びを見せています。仮にこのような状況が実際に指標で確認されれば、インフレ

が3~4%のレンジに高止まりする、厄介な状況を浮き彫りにすることになるかもしれません。もしそうなれば、更なる金融引き締めが必要となる可能性があり、引き締めサイクルにおいて、より痛みを伴う局面は過去のものではなく、まだこの先待ち構えているものとなるかもしれません。

この1ヶ月間を振り返ると、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げ終了が近いことや、米国経済が深刻な減速を避けられるとの期待感から、多くの市場参加者がリスク資産のエクスポージャーを増やし、ハッジ・ポジションを削減する傾向が見られてきました。足下では米国債利回りが上昇する中、多くのポジションに圧力が掛かり、リスク資産全般には一定の下落基調が見られています。株価は下落に転じ、社債スプレッドは拡大基調となっています。

仮に米国債のこの動きが続けば、このような傾向はこの先もまだ続く可能性があるかとみています。米国10年債利回りが今サイクルでの最高水準である4.24%を突破すれば、テクニカルな抵抗線を超え、より広範なリスク資産の下落のきっかけとなる可能性があるでしょう。仮にそうなった場合、質への逃避傾向が米国債利回りの安定につながるとみられ、その点から米10年国債利回りが4.3%を突破した際には、米国債のロング・ポジション構築を検討していきます。

その一方で、CDSを通じたクレジットのハッジ・ポジションを維持し、リスク資産に対する方向性を持ったベータ・リスクは低位を維持する方針です。

米国債利回りの上昇にも関わらず、ユーロ圏では、軟調な経済状況などによって利回りの上昇幅が相対的に控えめとなりました。ドイツ国債が米国債をアウトパフォームしていることは、ユーロに対する米ドル高の要因となっています。

そんな中、ここ数日間でのチリ及びブラジルの想定を上回る利下げによって、エマージング市場（EM）通貨に対する米ドル高傾向が見られており、DXY指数は7月の下落から回復基調にあります。それ以外では、欧州各地における熱波の影響もあり、先週の欧州市場は比較的静かでした。

英国では、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が25bpsの利上げを実施し、政策金利を5.25%としました。これを受け、目先の利上げ見通しに関する織り込みが剥落する中、短期金利が低下傾向を続け、英国債のイールドカーブはスティープ化しました。英政策金利のピークは5.50%から5.75%として織り込まれており、フェア・バリュウとそれほど大きく乖離していないと判断しています。したがって、英短期金利に対する強気な見方に対する確信度をやや弱めています。わずか1カ月前には英政策金利のピークが6.5%として市場に織り込まれていたことを踏まえれば、英短期金利のポジションにかなりの非対称な取引機会が存在していました。

その他では、前週イールドカーブ・コントロール（YCC）の調整を発表した日銀に引き続き注目が集まりました。国債利回りを支えるための不定期での市場介入を見ると、10年国債利回りが0.5%を超える動きをスローダウンさせたいとの意図があるようです。しかし、そのような市場介入の影響によって円安が促されています。

植田総裁は、ハト派な政策スタンスを過度に強調することで、為替の投機筋がキャリー・トレードを積み増すことを促し、円が1米ドル150円を超えて大幅安となるような状況を招かないよう、慎重になる必要があるでしょう。これまでには、145円を突破した際に財務省が介入したこともありましたが、日銀が市場に正反対のメッセージを発信していれば、そのような市場介入は説得力に欠けると言えるでしょう。

その意味で、日本の政策担当者は、10年国債の利回りの水準か、円の水準かの、両方ではなくどちらかのみをコントロールすることしか望めないであろうことが明確となってきました。米国債利回りが上昇する中で利回り格差は拡大し、このような状況に圧力を与え続けています。この先数週間で、日銀は、10年国債利回りが現状の0.65%近辺から0.75~1.0%のレンジへ上昇することを許容する必要があると認識するであろうとみています。

中期的に見れば、日本円は極めて割安な通貨であるとみています。しかし、日銀の姿勢は円のバリュエーションを弱め、究極的にはインフレを押し上げ、この先さらに大幅な政策調整を迫ることになると考えています。

今のところは、日本国債のショート・ポジションと日本円のロング・ポジションを維持し、ポジション量としては国債のポジションを多めにしています。日銀が比較的早期に、ここ最近の10年国債市場への介入のデメリットを認識することに期待しています。この先数週間で日銀が買い入れを縮小させれば、国債利回りはより高い水準で安定し、円も最終的には上昇に向かうと予想しています。

今後の見通し

この先は、米雇用統計の発表で米国の労働市場に再び注目が集まるとみられます。関連する指標を踏まえ、雇用には底堅い需要があるとみられ、状況は大きく変化していないようです。逼迫した米労働市場を踏まえ、FRBはとりわけ賃金上昇を注視するとみえています。賃金上昇は、さらなるインフレ圧力のきっかけとなり兼ねず、一部のコメントーターは、CPIの高止まりが続く中で、物価見通しの上昇が深く根付き始めているリスクを指摘しています。

そんな中、今週はインフレ指標自体が再び市場の注目の的となり、市場は上振れサプライズに脆弱であると言えるかもしれません。6月のコアCPIが前月比0.2%増に留まったことを踏まえ、FRBはインフレが2%の目標に向かっているとの期待感を持っているでしょう。しかし、6月の数字は、過去6か月間で初めて前月比+0.4%を下回った例であったことを念頭に置く必要があるでしょう。

CPIの発表が終われば、主要な経済指標の発表が終わり、市場のボラティリティは落ち着く可能性があるでしょう。しかし、過去数週間では、おそらく投資家のコンセンサスの意表を突いたであろう、幾つかの興味深いマクロ経済面での進展が確認されました。現時点において、利回りの上昇とリスク資産の下落は多くにとって苦しい組み合わせであると見られ、比較的流動性が低下する夏休みモードの市場も相まって、価格がオーバーシュートする可能性はあり、そのための材料も十分にありません。

とは言いながらも見通しは不透明で、今見ているものは、果たして本当のクマ（ベア＝弱気相場）なのか、もしくは偽物なのか、といった点で、先週（クマの正体は実は着ぐるみを着た人ではないかと）話題となった中国の動物園を訪れた人々と同じ気持ちになりそうです。噛まれて痛い目を負って初めてその答えを知る、という事態は避けたいものです。

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