



RBC BlueBay  
Asset Management

# マクロ環境の見通し：クレジット市場の 最悪期は過ぎたのでしょうか



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

2022年12月

投資期間によりますが、状況は好転してきています。

2022年の市場ボラティリティの高まりを経て、市場が最悪期を脱したのではないかと考えるのは自然なことです。2023年を迎えるにあたり、足元のグローバル市場を形成している話題についてのマーク・ダウディングの見解を紹介します。

## 2022年に見られた市場ボラティリティの上昇において、最悪期は過ぎたのでしょうか？

来年の今頃には、インフレは現在ほど深刻な問題になっていないだろうと考えています。FRBの利上げが利下げに転換され、欧州での戦争も過去のものとなっているかもしれません。しかし、短期的には、投資環境は依然として厳しいままです。まだ困難を脱したわけではないですが、長期的に見れば、状況は明らかに良くなってきています。

「来年の今頃には、インフレは現在ほど深刻な問題になっていないだろうと考えています。」

## クレジット市場の2023年の見通しを教えてください。

グローバル経済の状況を考慮するとやや相応しくないかもしれませんが、私は銀行セクターを 선호します。一般的に、景気後退局面で銀行は苦戦しますが、今回は金利が上昇し、金利マージンが改善しています。

さらに、銀行は以前よりさらに保守的になっています。その結果、バランスシートにおいて評価減や損失はあまり見られず、資本バッファも十分に積み上げられています。銀行劣後債は、足元のクレジット市場で当社が最も選好している資産です。

その一方で、私はプライベート市場については選好していません。以前、プライベート・クレジットやプライベート・エクイティにちょっとした投資ブームが起き、公募債の投資妙味が薄れた時期がありました。全ての資金フローがプライベート市場に流入し、多くの資金調達が安価に行われました。しかし現在、これらの企業の多くはフリーキャッシュフローを生み出していないことから、結果的に、プライベート・エクイティでは目を見張るような値崩れが起これと考えており、プライベート・クレジットにもその影響が及ぶと思われます。

プライベート市場への投資ブームの背景にあった、真のハイ・イールド資産の不足は解消されてきており、今日のクレジット市場の一部の債券資産は、株式並みのリターンをより低いボラティリティで提供しています。

デフォルト率が幾らか上昇する状況は想定すべきですが、一部バンクローン市場やプライベート・クレジット市場との比較で見れば、ハイ・イールド債券は一般的にその傾向が弱いと考えています。

**「インフレがピークに達すると、国債利回りやその最終到達点のピークも見えてくると考えていますが、今はそのようなプロセスの真っ只中にあるのかもしれませんが。」**

順序としては、インフレがピークに達すると、国債利回りやその最終到達点のピークも見えてくると考えていますが、今はそのようなプロセスの真っ只中にあるのかもしれませんが。そのプロセスが完了して初めて、まずは投資適格社債、その後にハイ・イールド債やエマージング債のリスクを積極的にとることを検討していきます。2023年は、実質的に株式の価値となる、長期的なキャッシュフローの割引に使用する割引率が上昇するため、株式はその他資産と比較して冴えないパフォーマンスとなることを予想しており、株式はパフォーマンスが好転する最後の資産クラスとなるでしょう。収益モメンタムが失速し、一部のセクターでは収益が縮小する可能性もあり、これらはいずれも株式にとって大きな逆風となります。

## 米国

これまで実施された引き締め策の効果はまだ全て確認されておらず、今後経済は減速していく可能性が高いと見ています。米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げを停止する時に、その余裕があるのかどうかを自問する必要があります。絶対値で見たインフレ率は高水準のままであり、FRBが安心できる水準とは言えないことから、今後数ヶ月の間にさらなる金融引き締めが行われると思われます。

FRBがブレーキをかけるには、消費者物価指数（CPI）が4%、個人消費支出（PCE）のインフレ率が3%を下回ることが求められると考えています。3月下旬にはそのような状況も予想されます。現状では、このサイクルのピークに達するまでにあと100bpsの利上げが必要であると予想しています。来年前半は、GDP成長率が失速し、緩やかなリセッションとなる可能性もあると見ていますが、一年を通して見れば、低成長と失業率上昇が見込まれているにもかかわらず、米国経済はプラス成長を続けると考えています。

米国において深刻なリセッションは起きないと考えていますが、雇用市場が非常にタイトであることもあり、その懸念は残ります。インフレ率がFRBの目標値である2%を上回る期間が長引けば、賃金が上昇し始め、インフレはさらに加速する可能性があります。そのため、FRBのガイダンスでは物価指標だけでなく雇用市場にも注目しています。大まかに言えば、現在、インフレがコントロール下に収束していくことを示す分析データが十分にあると考えています。ただし問題は、そのスピードです。モノのインフレは、医療などのサービスとともに減速してきています。さらに、住宅市場の動きを受けて家賃が下がる可能性もあり、米国では状況が改善してきています。足元の米国債市場を見ると、概ねフェアバリュー近辺にあると見ています。

## 欧州

欧州の政策担当者は、インフレに対して悲観的で無力であると感じながらも、戦争のさなかで景気が後退するなか、金利を引き上げざるを得ない状況にあります。ユーロ圏のGDPは、おそらく年間で1%程度縮小すると予想しています。ただし、仮に冬の寒さが厳しくなり、ガスが配給制となるダウンサイド・リスクもあり、その場合はより深刻な成長減速も予想されます。

欧州のインフレは、来年の春までピークに到達しないと考えています。欧州中央銀行（ECB）はタカ派姿勢を維持する必要がありますが、政策金利は3%までに上昇すると見ています。その時点でFRBが利上げを終了する状況になれば、ECBも同じことを望むことになるでしょう。もしそうであれば、米国と同様、現在の利回り水準は、フェアバリューから大きく離れているとは考えていません。

**「欧州周辺国の成長が、来年も伸び悩むのであれば、よりポピュリズム的な政策が導入され、再びストレスが高まる可能性があります。」**

投資家は、ストレスを高めるイベントが再び起きる可能性に注意を払う必要があります。例えば、イタリアでは、新たなポピュリズム政権がEUが同国に割り当てた復興基金「次世代のEU」を受け取るために必要な言動を見せており、ソブリン・スプレッドは縮小基調にあります。しかし、欧州周辺国の成長が来年も伸び悩むのであれば、よりポピュリズム的な政策が導入され、再びストレスが高まる可能性があります。

## 英国

英国は、欧州が直面している問題を同じく抱えているほか、いくつかの要因が重なり、より悲観的な見通しとしています。この国の若くて生産的な労働者の大半は島国の外からやって来ていましたが、ブレグジットとCovidの大流行で帰国してしまいました。

英国経済は弱く、雇用市場はひっ迫しているものの、賃金のインフレがさらに進んでいることから、インフレの二次的影響も予想されます。このことは、実質的に変動金利型住宅ローンが主流である社会では、特に問題となります。インフレが消費及び住宅市場の冷え込みを招き、イングランド銀行（BoE）は、経済崩壊への懸念から、思うように利上げを行うことが難しくなっています。BoEは米国や欧州と比較して小幅な利上げを実施せざるを得なくなり、結果的に、英国のインフレ率はより長期に亘り高止まりし、英ポンドは引き続き弱含むと考えています。

## 中国

ゼロコロナ政策に固執する姿が見られたように、政府や習近平主席にとって社会で起きていることを管理する力を持つことは極めて中毒性が強いこととなっています。中央から全てを管理するという考えは、中国経済の期待成長率は押し下げました。結果的に、シクリカルな観点から見ると、住宅市場の崩壊が起きる中で政策は緩和方向に舵が切られており、2008年に米国で起きた状況と似た展開が予想されます。

中国に対しては、建設的な成長見通しではなく、むしろダウンサイドリスクを抑えることが焦点になってくると見えています。コロナ規制が緩和されたとしても、西側諸国と同様のリバウンドは期待できないと考えています。感染拡大により規制が再び導入されることもあるため、行動制限の緩和に伴う成長環境の好転は、欧米のように上手く行かない可能性があります。つまり、この先の道のりは平坦ではないと考えています。

## エマージング市場

異なるダイナミクスを持つ様々な国々によって構成されるエマージング市場に対して見通しを立てるのは困難なことです。しかし、基本的には、エネルギー及び食品輸出国を選好しています。一方で、両方をともに輸入に頼っている国は厳しい状況にあると見えています。

さらに、北アフリカ地域は混乱に陥っているように見え、エジプトは次のアルゼンチンになる可能性があるほか、トルコの政策ミックスは問題だらけです。その一方、前向きに見ているのは、メキシコや南アフリカ、政治面において懸念は残るものの、ブラジルにも注目しています。ブラジルは、インフレが落ち着いてきていることから、金利は相対的に割安な水準にあると考えています。

ディスクレマー

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になります。

| 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ようお願いいたします。

以上