

日銀にさらなる注目を

日本経済の成長見通しは改善を続けており、失業率が過去最低水準にあることなども考慮すれば、日銀が予想外に政策を転換する可能性は過小評価すべきではないと考えます。

グローバル債券市場において、日銀が今年最大のワイルドカードになる可能性があります。

経済面での圧力が高まるなか、日銀が今年後半にも量的緩和（QE）策を終了し、政策金利を再びゼロ近辺に引き上げる可能性は、確実ではないにせよ高まっていると見ています。予想外の金融引き締めは市場に広範な影響をもたらす可能性があり、一部でこうした見方へのコンセンサスが形成されつつあります。しかし、市場にはほとんど織り込まれておらず、市場参加者は概ね慎重な見方を維持しています。

政策の革新者

日銀は過去を見ても、革新的な政策を打ち出す点において先駆者的存在でした。QE やフォワード・ガイダンスなどの異次元の方針は、長引くデフレとの戦いにおいていずれも2000年代初頭に導入され、その後米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）が、それぞれ金融危機及びソブリン危機への対応として追随しました。

インサイト

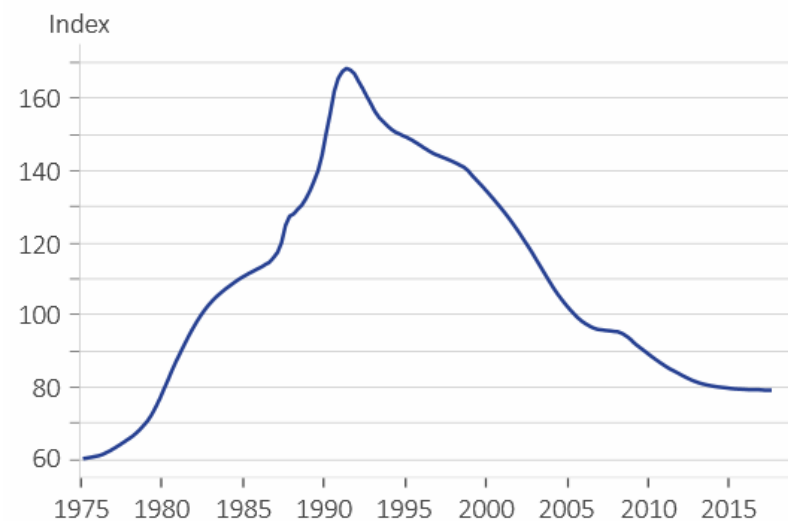


マーク・バスゲート

ポートフォリオ・マネジャー

2018年2月

日本の不動産価格指数



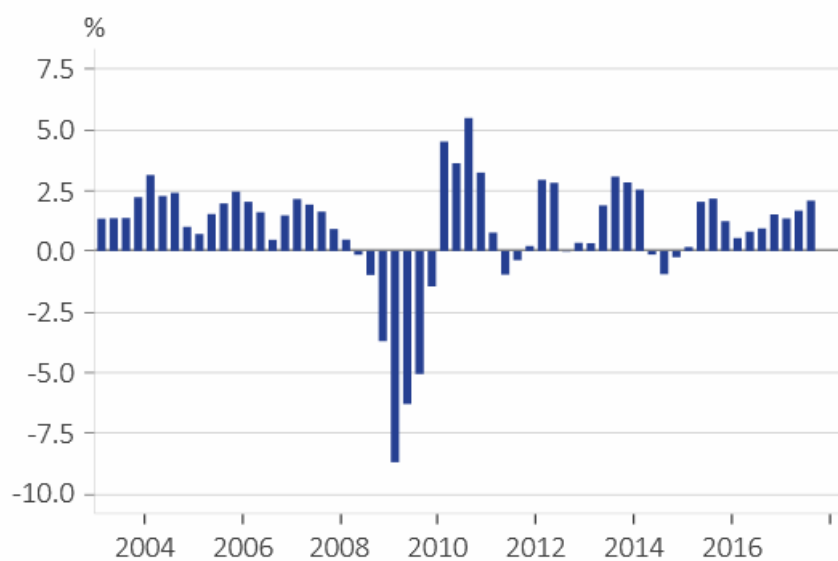
出所：ダラス連銀（直近のデータは 2017 年 7-9 月期）

ただし、日本がデフレ脱却に向け本腰を入れて取り組み始めたのは 2013 年に入り、アベノミクスが導入されて以降でした。黒田総裁率いる日銀が、「バズーカ」とも呼ばれた「量的・質的金融緩和」を開始し、2016 年半ばには、資産購入を抑制する一方で、日本の 10 年物国債利回りを 0-0.1% に留めて利回り曲線上の長期金利を誘導する、いわゆる「イールドカーブ・コントロール」を打ち出しました。それ以降、日本経済は回復を続け、2018 年を迎えるにあたり勢いを維持しています。

日本経済は 20 年に亘り堅調

日本経済はここ 10 年近く堅調な成長基調を維持しています。

日本の実質 GDP の推移（前四半期比、年率）



出所：内閣府（直近のデータは 2017 年 7-9 月期）

失業率は 25 年ぶりの低水準に近づき、足元で 2.8%となっています。

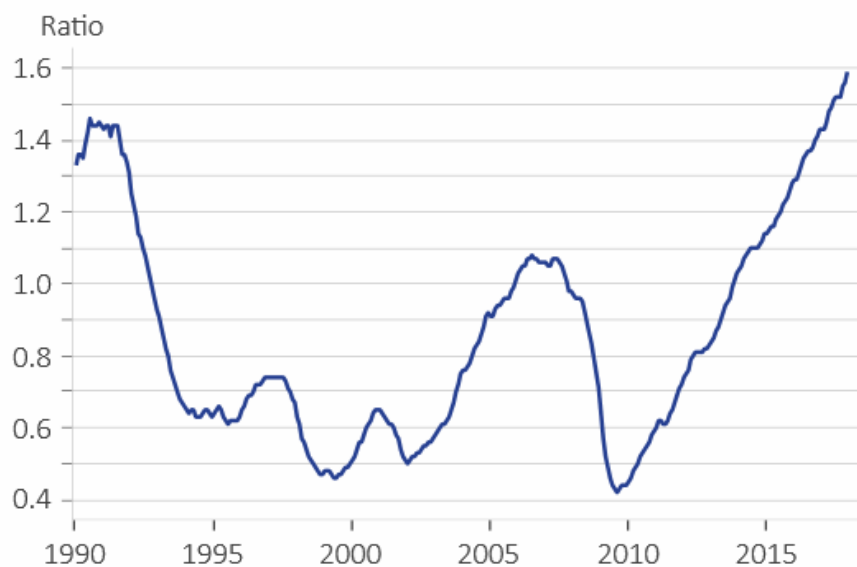
日本の失業率の推移



出所：統計局（2017年12月）

労働市場では労働力不足が大きな課題となり始めています。

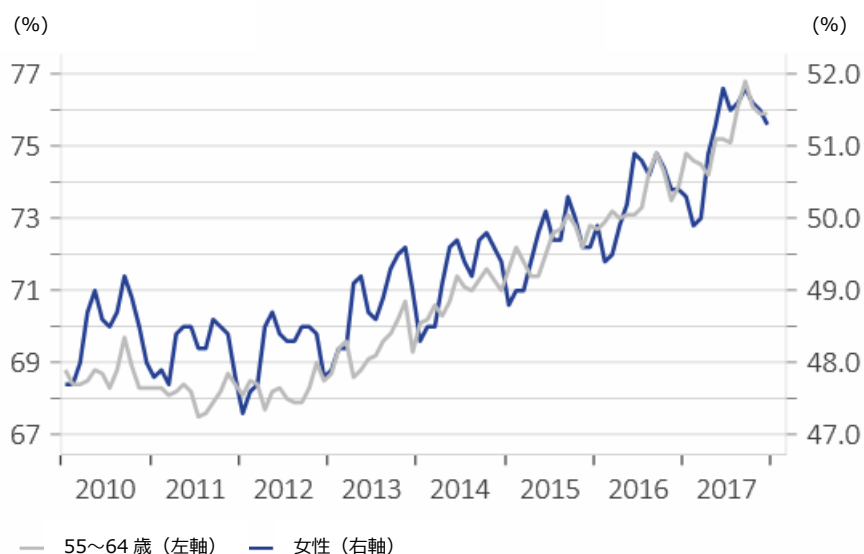
日本の有効求人倍率の推移



出所：厚生労働省（2017年12月）

また女性及び高齢者の労働参加が飛躍的に拡大していることが賃金の安定をもたらしており、現段階では賃金上昇が抑制されています。賃金上昇率は安定していますが、プラス圏を維持しており、他の先進国と同じ動きをしています。

日本の労働参加率の推移



出所：統計局（2017年12月）

また日本企業も全般的に堅調で、日経平均株価は1992年以来の高値となっています。企業のバランスシート及び純利益も非常に良好な状態で、GDPに対する企業利益は米企業と肩を並べ、企業の純利払い額は低下を続けています。

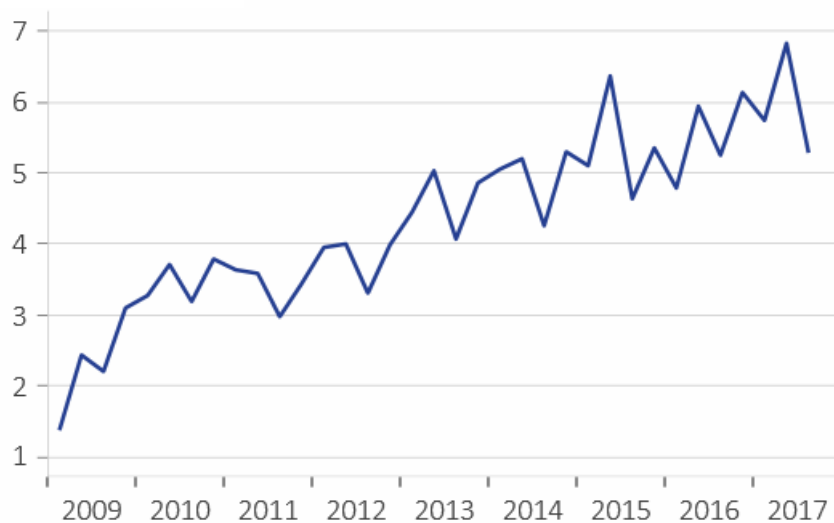
日経平均株価の推移



出所：日本経済新聞社（2018年1月31日）

日本企業の経常利益率

(経常利益/売上高：%)



出所：財務省（2017年7-9月期）

ここ数年の信用供与の堅調な伸びを踏まえると、銀行システムが健全性を取り戻していることも明らかです。

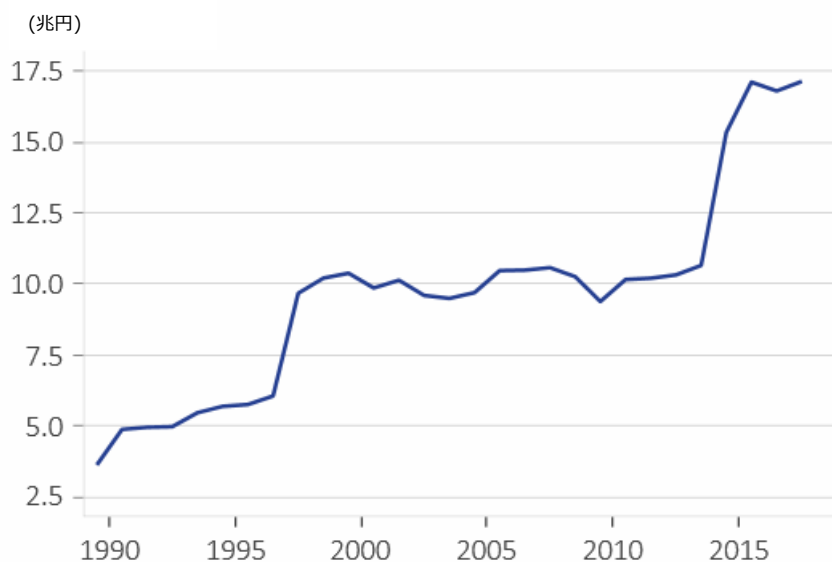
金融機関の貸出残高の伸び（前年同月比）



出所：日銀（2017年）

消費税の比重が高い「欧州型」の税制モデルへの転換に成功したことは、経済の底堅さを裏付ける証拠であると考えています。

日本の消費税による歳入額の推移



出所：財務相（2017年）

住宅価格は上昇を続けており、不動産市場に関して他の先進国との共通点が増えてきました。

首都圏の新築マンション平均価格の推移

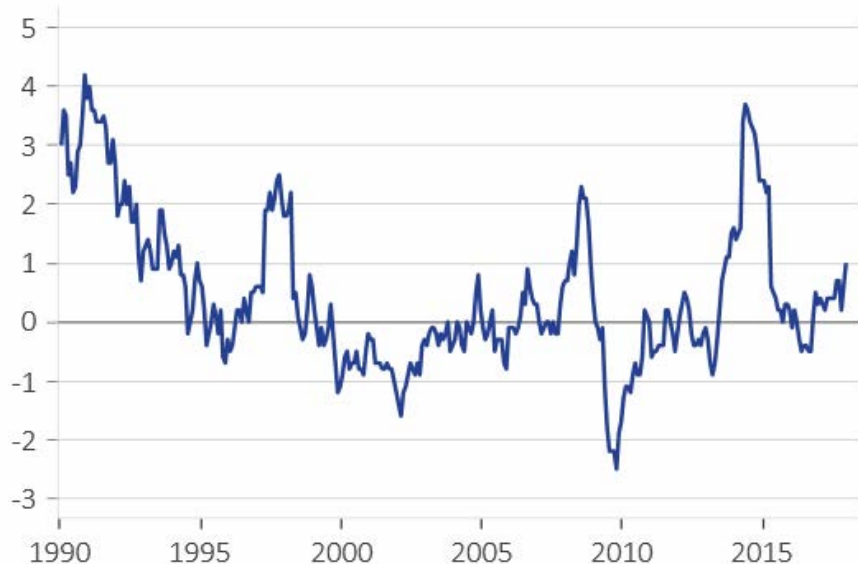


出所：土地総合研究所（2017年12月）

パズルで欠けているピース

インフレ率は依然として日銀が目標とする 2%に届いていません。ただし、1990 年代及び 2000 年代に見られたデフレ圧力の兆候もほとんど見られません。

日本のインフレ率（消費者物価指数）の推移



出所：Bloomberg（2017年12月）

ブルーベイでは、デフレ圧力の後退により、特にマイナス金利と QE の費用対効果を勘案すれば、日銀がここ数年に亘る異次元緩和策を削減することが可能になると見えています：

- **2016 年の経験は日銀にとって苦い思い出** – マイナス金利で QE を実施していることで、緩和策における「効果」に対する「費用」サイドが明確になりました。これは、ここ数年で最も重要とされる黒田総裁の 2016 年 9 月の以下の発言に見て取れます：

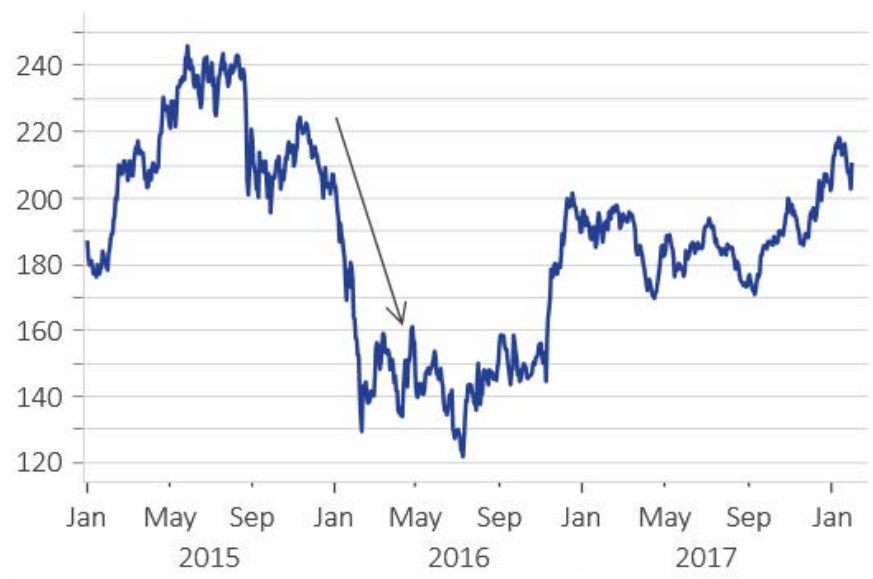
“金融政策で意識すべきは「限界」ではなく、どのような公共政策においても考慮すべき「ベネフィット」と「コスト」の比較です。どんな政策にもフリーランチはありません。ここまで大規模な緩和を行っている以上、当然に、追加措置の「コスト」はありますし、それによって不利益を受ける主体も出てきます。しかし、それが日本経済全体にとって必要なのであれば、つまり「ベネフィット」が上回るのであれば、躊躇するべきではありません。そして、大事なことは、この「ベネフィット」と「コスト」の比較衡量は、状況によって異なるということです。機動性を旨とする金融政策においては、経済・物価あるいは金融の状況によっては、「コスト」を考えたうえでなお思い切った措置が必要になることは十分考えられます。そうした対応の選択肢は、いつも準備しておかなければなりません。¹⁾”

- つまり、問題があるにもかかわらず、金融緩和をする（パズルカの弾薬を備蓄する）という心理は、これ以前の数十年とは打って変わったということを意味しています。経済成長が強く、インフレ率が許容水準で、特に株式市場が上昇基調を伴っていれば、それ故に、日銀や ECB が政策調整を行うことを予想することは自然と言えるでしょう。

¹ https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2016/ko160905a.htm/

- **マイナス金利解除の影響** - 2016年1-3月期に、マイナス金利及びマイナス圏にある利回りカーブが銀行収益に与える影響が懸念視され、ユーロ圏及び日本の銀行株が30%以上下落してからおよそ2年が経過します。金融機関にとって、マイナス金利の解除によりプラス金利及びプラス圏の利回りカーブとなることは最初に金融機関に非常にポジティブな影響をもたらすと見られ、結果として経済全体にもそれほど悪影響とはならないと見ています。

東証第一部 TOPIX 銀行業指数



出所：Bloomberg (2018年2月1日)

まとめ

1990年代のバブル崩壊後の混乱が概ね収束するなか、日本では金融政策を除くほぼ全ての経済変数が今では正常化していると考えています。日銀は今年後半にも10年物国債の利回り目標の引き上げを開始し、その後、政策金利をゼロ近辺に戻す可能性があると考えています。

2016年前半は、日銀の動向がグローバル金利市場、とりわけユーロ圏の金利市場に大きな影響力を持つことを物語る事例となりました。FRBが利上げサイクルの真っ只中にあり、ECBも今年後半のQE策終了を既に発表しています。今年はグローバル金融市場において、中央銀行の動向がより一層重要になると見ています。

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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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をご覧ください。

■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ござい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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、資料作成時点（2018年2月6日）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、当社による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