



RBC BlueBay
Asset Management



黒田サンタからのプレゼント

ミンスパイやプレゼント、イルミネーションの季節です。しかし、私たちにとってはこの先の未来を予想する時期でもあります。

2022年12月22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)



グローバル金融市場がクリスマス休暇の前に静まり始める中、今週は日銀が市場にサプライズをもたらしました。日銀は、長期金利の変動幅を従来の「 $\pm 0.25\%$ 程度」から「 $\pm 0.5\%$ 程度」に拡大するとし、イールドカーブコントロール（YCC）政策に調整を加えました。このような変更は、黒田総裁就任後に導入された超緩和的な金融政策スタンスからの転換を示唆する、極めて重要な出来事であるとみています。YCCは、これまでのところ概ね成功を収めた政策であったと言えるでしょう。

新型コロナ関連の規制が緩和される中、日本経済はここ最近勢いを増しています。足元のインフレ率は日銀が目標とする2%を十分に上回り、デフレの呪いからも脱却しつつあるようです。したがって、日銀の政策スタンスが今年の日安加速の要因ともなる中、現状の政策スタンスはもはや必要ではなくなっていることは日増しに明らかになっていました。それを踏まえ、ブルーベイでは、日銀がスタンスの変更を示唆することを過去数ヶ月間に亘って予想してきました。

今週日銀の発表したタイミングは、政策転換は黒田総裁が2023年3月に退任した後、新たな総裁の下で発表されると予想していたであろう、多くの投資家にとってサプライズとなりました。しかし、YCC策の下では、固定為替制下と同様に、実際の変更前にその可能性を示唆することが不可能であることは、これまでも指摘してきました。そのような行動は、一般に認識されているバグ状態に対する投機的な動きを直ぐさま誘発するためです。

したがって、政策転換は常にサプライズとなる必要があり、日銀は、投機的な動きへの対応に迫られて行動するよりも、熟慮の上、堂々と政策転換を運営することが出来るタイミングを自ら選んで行動したと言えるでしょう。

さらに、黒田氏が総裁の席を後任に引き渡す前に、YCCからの脱却の道筋をつけたかったというのは良識ある中銀総裁としての行動と言えるでしょう。さもなくば、後任の総裁は就任早々に極めて困難な状況に直面したと思われるためです。したがって、黒田総裁がそのプロセスを今開始することは責任ある行動であり、来年4月の円滑な総裁交代を促すものであると考えています。

この先日本では、堅固な経済指標やインフレ指標が日銀の予想を上回る状況が予想されます。その結果、日銀は来年3月までに長期金利の変動幅を再び「±0.5%程度」から「±0.75%程度」に拡大し、2023年後半にはYCCを完全に終了させると予想しています。しかし短期的には、日銀が来年1-3月期に国債購入を月額9兆円に増額すると発表したことから、0.5%の上限は突破させないとの意向を持っていることが伺えました。

したがって、次なる金利上昇は1、2ヶ月後になると予想しています。とは言いながらも、中期的には金利の継続的な上昇を予想し、今のところは日本金利のショート・ポジションを維持することに投資妙味があると考えています。究極的に言えば、童話の中で魔神が瓶から出てきてしまったかのように、ひとたび長期金利の変動幅が調整された今となれば、再び調整される可能性がより高まったと言えるでしょう。

日本の金融政策の地殻プレートの動きは比較的ゆっくりとしたものですが、世界的には重要な意味を持つ要因であるとみています。日本の金融刺激策は、過去数年間に亘ってグローバル市場に流動性をもたらし、世界的に債券利回りを低下させる一因となってきました。その意味で、この政策が転換しようという中、このことがグローバルな利回り上昇やイールド・カーブのスティープ化につながったとしても不思議ではないでしょう。

また、流動性の減少はリスク資産にとっても幾らか困難な環境をもたらす要因となるかもしれませんが、ただし、日本国債利回りがゆっくりとした動きを続ける限り、そのような要因は市場でそれほど目立たない存在となるでしょう。最終的には、米国や欧州の利回り見通しは、経済指標及び米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）の政策決定によって左右されるものとみています。

とは言いながらも、日銀の「タカ派」サプライズは、パウエルFRB議長及びラガルドECB総裁によるややタカ派寄りの発言に続くものであった点にも、留意する必要があります。その意味で、新年の始まりとともに、新規発行に伴って利回りが上昇する可能性があるかとみています。

政策担当者は引き続き金融環境が早すぎるタイミングで緩和に向かうことを警戒しているとみており、過去の例を踏まえれば、インフレが目標水準に落ち着くまでに時間が掛かるかもしれないとの緊張感を依然として抱いているとみています。結果として、引き締め策の転換は当面見込まれないと考えています。一方で、経済活動や労働市場に関連した指標は引き続き概ね底堅さを維持しており、リセッション予想は数ヶ月先に後ろ倒しされる可能性があります。

これらを踏まえ、2023年1-3月期に米10年国債利回りは再び4%に向けて上昇すると予想しています。ただし、経済活動が2023年にさらに減速し、米国では来年前半に緩やかなリセッションとなる可能性が高いとの見方は維持しており、米国債に対して過度に悲観的という訳ではありません。足元では、米国のガソリン価格が夏場に付けた高値からの下落を続けており、インフレ指標も改善を続けていくと予想されます。

唯一やや異なるスタンスをとっている主要中央銀行は、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）です。英国に関して言えば、成長見通しや、短期金利の上昇が英国の住宅価格にもたらす影響が、より深刻な懸念材料になっているとみられます。しかし、英国債利回りは、寒さが厳しくなり始める中で、エネルギー価格の補助金が急激に拡大しているに伴う継続的な財政状況の悪化による影響を受けています。

このような状況は、この先数ヶ月間で英ポンド安を促す要因になるとの見方を維持しています。そして、あらゆる公的セクターの労働者によるストライキが英国政府に更なる圧力を加え、英国に再び

「不満の冬」が訪れる可能性は日増しに高まっているように思えます。

その他の為替市場では、これまでも構造的な円の割安感を指摘してきた通り、この先数ヶ月間では円高基調が続くと予想しています。しかし足元では円のポジションは保有しておらず、今週見られた急激な動きを踏まえ、上昇を迫うにはやや割高な水準に達したと判断しています。しかし、円が再び1米ドル140円近辺まで下落することがあれば、押し目買いの好機になると考えています。

エマージング市場（EM）では、ここ最近の政治的なボラティリティを踏まえても、ブラジル及び南アフリカに対する前向きな見方を維持しています。これらの国ではインフレが低下基調にあり、現地金利に投資妙味があるとみているほか、通貨ではブラジル・レアルも選好しています。

その他では、高いキャリー水準を好感し、ハンガリー・フォリントに対する前向きな見方を維持しています。一方で、ポーランド・ズロチ及びポーランドの現地金利に対してはネガティブな見方を維持しています。同国では、インフレ率が20%にも達しようという中、過度に緩和的な金融政策がとられ続けていると判断しています。

社債市場では、CDS指数のスプレッドがやや拡大に向かう中でも、ポジティブな需給面が現物社債の比較的良好なパフォーマンスにつながると予想しています。投資適格社債の発行は足元で比較的少なくなっていますが、資産配分の担当者は来年の良好なリターンを見込んで、投資適格債のエクスポージャーを高めようとし、結果として少なくともしばらくは、仮にやや困難なファンダメンタルズ状況が続いたとしても、需要が供給を上回る状態が続く可能性があるとみえています。

今後の見通し

クリスマス休暇が始まろうとする今の時期は、例年、次の年の予想をするには良いタイミングです。昨年、パンデミックの終息やインフレ及び金利の上昇、軟調な株式リターンや米ドル高などの予想が的中しました。しかし、2021年12月の時点では、インフレ率及び利回りの上昇幅をやや甘く見ていました。さらに、欧州で戦争が起こることは予想しておらず、欧州社債についても当時は過度に楽観的にみていました。さらに、チェルシーがチャンピオンズ・リーグで優勝するとの予想も残念ながら実現しませんでした。そこで、来年の予想は次の通りです。

1. 米国及びユーロ圏の政策金利は2023年3月末までにピークを付けるものの、利下げは2024年まで開始されない
2. 日銀は3月末までに長期金利の変動幅を0.75%に引き上げ、その後新たな総裁の下でYCCを解除する
3. 英国経済は他の主要経済をアンダーパフォームし、インフレが高止まりする中、英国資産及び英ポンドは苦戦する
4. ウクライナにおける戦争は1-3月期に激化する可能性があるものの、2023年末までに停戦に向けた和平協議に入る
5. クレジット債のスプレッドは年初時点とほぼ同水準で年末を迎え、1年でみれば超過リターンはプラスとなる
6. プライベート・エクイティの評価減により、プライベート市場の見通しはやや厳しいものとなる
7. 株式市場の2023年のリターンは再び冴えないものとなり、これまでの高値圏を大きく下回る水準に留まる
8. 暗号資産及びデジタル資産は2023年末までには、ほぼ資産クラスとしてみなされないようになる
9. チェルシー（女子チーム）がチャンピオンズ・リーグで優勝する

今週のコメントを今年最後のコメントとし、また新年にコメント配信を再開します。今年もこの週次コメントをお読み頂きありがとうございました。メリークリスマス！そしてどうぞ良いお年をお迎え下さい。

ディスクレームー

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