



RBC BlueBay
Asset Management

物価上昇が続き、追いつめられる日銀

東京の鉄道各社が、運賃値上げを相次いで発表しています。

2023年1月13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)



前週末に発表された米雇用統計を踏まえ、現段階では米雇用が堅調さを維持しているながらも、賃金に関してより穏やかな見方が広がったため、米国債利回りは前週末に掛けて大きく低下しました。インフレ環境が改善に向かう中、市場参加者の間では今年の春頃に政策金利がピークを付け、7-9月期には利下げへの道が開かれるとの見方があるようです。

しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）高官の発言は、引き続きそのような見方を押し返す内容であるとともに、新年を迎える中、経済活動もかなり健全な状態を維持しているため、このようなややハト派的な予測の一部は今後巻き戻される余地があるとみています。消費者物価指数（CPI）は低下基調にあり、この先数か月間も、前年比データにおけるベース効果が剥落する中で、そのような傾向が続くとみられます。

しかし、インフレ率がFRBの目標である2%に回帰するまでには、一部の人が予想するよりもかなり長い時間が掛かる可能性があるでしょう。一方で、失業率が3.5%と今サイクルで最も低い水準にある中、米連邦公開市場委員会（FOMC）は年末に利下げを行うまでの間、時間稼ぎをする可能性が高いとみています。

先週は、米国債の動きにつられて欧州の国債利回りも低下基調となりました。前週に発表されたユーロ圏のインフレ指標や、エネルギー価格の下落が投資家心理を支えています。エネルギー価格の下落は、ユーロが昨年9月に付けた底値から上昇基調にあるため、ユーロベースでみるとより急速になっています。

ユーロ圏の経済成長はほぼゼロに留まっていますが、比較的暖冬であることや代替エネルギーの存在、広範に見てより拡張的な財政スタンスなどが、ダウンスайд・リスクを抑えています。欧州中央銀行（ECB）は、政策金利を3%を上回る水準まで引き上げ、今年末まで同水準で維持することに強くコミットしているようです。

仮にそうであった場合、引き締め策はこの先数か月間で経済活動に下方圧力を加えるとみられ、かつて予想されたほど確実ではないにせよ、ユーロ圏がリセッション入りする可能性は引き続き高いことを意味しています。

そんな中、先週は日本国債の利回りが再び上昇圧力にさらされました。東京の物価上昇率が高まったことで、今週予定されている日銀の会合において、更なる政策修正が行われるとの観測が高まりました。12月の東京のコア・インフレ率は前年同月比4.0%上昇となり、市場参加者は、日銀がイールドカーブ・コントロール（YCC）の下で維持してきた超緩和的なスタンスが、その要因となっていることを認識し始めているようです。

日本のインフレ上昇は政治的な批判の対象となっており、岸田首相の支持率の低下に影響しています。1-3月期に予定されている今年の春闘における賃金交渉では、労働市場がひっ迫する中、生活費の上昇を埋め合わせることを労働者が要求し、3%超の賃上げが達成される可能性を示唆する兆候が見られています。

実際に先週は、「ユニクロ」を運営するファーストリテイリングが、若手社員の賃金を最大40%引き上げると発表したことが、市場の注目を集めました。また東京の鉄道各社も、バリアフリー化のためながら、運賃値上げを相次いで発表しています。日本では多くの価格が非常に長期に亘って据え置かれてきたことから、調整が行われれば大幅な変化となる場合があるという点を懸念しています。

したがって、エネルギー価格に関連したベース効果が剥落していく中でも、日本のインフレ率が日銀の目標である2%を上回る状態は続く可能性があるとみています。

多くの点から、YCCは、政策担当者が継続的なデフレ圧力に対してかなりの懸念を抱いていた時期に、インフレを押し上げることを目的としたものであったと言えます。そしてその目的を達成した今となっては、もはや必要のない政策であると言えるでしょう。しかし、同政策が抱える試練の一つに、政策の終了に向かう過程で、利回りを安定させるため、日銀が国債購入ペースを加速させる必要があるという点が挙げられます。

結果として、日銀が緩和策を引き揚げ始めたいと考える中であっても、実際にはより速いペースでバランスシートを拡大させていることに気がつくことになります。そういった意味で、10年国債利回りの変動幅上限を0.25%から0.50%に引き上げるといった決定は、政策ミスとも言えるかもしれません。したがって、今後の会合では、例えばその上限を0.75%へと再度引き上げるといった調整ではなく、YCC自体を撤廃するという決定を下す方が適切となるかもしれません。

さらに日銀は、国債利回りの上昇は許されないと仮説を維持する上で、もし多くの投機的な動きに揺さぶられるような事態を回避したいのであれば、いかなる政策変更であっても市場にとってサプライズとなる必要があるため、投資家を惑わすようなコミュニケーションを迫られることになるでしょう。

そのような見方を踏まえ、日銀が予想よりも早く政策修正を行う可能性は高いとみています。そのような決定に躊躇いはないはずで、黒田総裁は、経済状況が他国と比較して健全な形で後任へと引き継ぐことに概ね満足しているとみています。

しかし、その中でリスク要因は、過去数十年にも亘って価格の変化に直面することのなかった東京の政策当局者が、インフレ圧力の上昇に頑なに目を閉ざす状況だと思えます。このことが更なるインフレ上昇につながった場合、YCC終了の後、数か月間のうちに短期金利の引き上げを行う必要が生じるでしょう。これによって利回りはさらに不安定な状況となるとみられ、2022年に見られたドイツ国債利回りの上昇と同じような格好で、2023年には日本国債利回りが上昇する可能性があるかとみています。

ユーロ圏では、ドイツ国債利回りが低下する中で周辺国国債のスプレッドも縮小し、イタリア10年国債のドイツ国債に対するスプレッドは180bps近辺に縮小しました。ドイツのシュルツ首相が、環境技術への取り組みとしてEUに新たな共同の資金支援制度創設を呼び掛けたことなどが材料視されました。このような動きは、財政統合に向けた小さなステップになるとの期待感が広がっています。

しかし、過度な期待は禁物であるとみています。ECBが長い間政策金利を3%超に保てば、経済活動の落ち込みを招き、構造的に低成長であるイタリアのような国々にとっては重石となる可能性があります。このことはスプレッドの拡大につながる可能性があるとも、ショート・ポジションの構築を検討したいと考えています。

ただし、困難な2022年を経て、より前向きなリターン見通しを織り込もうとする投資家の動きを背景に、リスク資産が2023年に入って堅調な動きを見せている中、短期的には既存のショート・ポジションが縮小していくとみており、魅力的なエントリー・ポイントを辛抱強く待つことが賢明であると判断しています。

社債市場では年明けに多くの新規発行が見られていますが、それにマッチした需要の増加も見られています。その結果、投資適格及びハイ・イールドの両市場で、スプレッドが縮小基調にあります。また、金融市場全般における投資家心理の改善に伴い、エマージング市場（EM）でもスプレッドが縮小しています。

中国の経済成長の改善期待もEMの追い風となっており、EM通貨及び金利はともに力強いパフォーマンスを見せています。新型コロナの感染拡大に伴う混乱によって、1-3月期の中国経済はやや乱高下する可能性もありますが、その後は政策緩和が経済活動を押し上げると予想しています。長期的には、中国経済の成長にやや懐疑的な見方を持っており、その経済状況は2000年代初頭の日本経済を思わせます。

しかし現段階では、EMにおける投資家心理はやや前向きな方向へと向かっているように思います。そのような投資家心理の改善の兆候として、今月初旬にボルソナーロ前大統領の支持者らが暴徒化する事件が発生したにも関わらず、ブラジル市場は先週も引き続き改善基調となりました。過去には、そのような出来事が大幅な価格調整につながっていましたが、足元ではそのような弱含みは非常に短命に留まる傾向が続いています。

今後の見通し

今後の見通しとして、2023年の始まりに見られている比較的良好な投資環境が、長きに亘って続くかどうかについては、やや懐疑的にみえています。中央銀行は、よりハト派な政策への期待感を強める市場の落胆を誘う可能性があるとも注視しています。また、2023年を通して経済活動も減速し、企業業績や信用格付けに圧力を与えるとともに、デフォルト率も幾らか上昇する可能性があるともみえています。

したがって、足元では比較フラットなポジションを維持しており、リスク資産の上昇に追随する動きは賢明ではないと判断しています。むしろ、上昇局面ではポジションを売却するとともに下落局面ではポジションを積み増すことを選好します。一部市場参加者による、「中央銀行の行動はさほど重要ではなく、彼らに耳を傾ける必要はない」との声には慢心が存在するとみて、特に懸念を抱えています。2022年に学んだように、状況は瞬時に変化し得ることを心得ておく必要があるでしょう。

日本についていえば、しばしば国民的な合意が形成されやすい印象があります。過去長きに亘って、日本国民の間では、インフレがなく、日本国債利回りは変化しないという合意が存在してきたように思います。しかし、このことに疑問符がついていることで、驚くほど早く新たな合意が形成される可能性があるともみえています。今、その変化が進行しているように思います。

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