



RBC BlueBay  
Asset Management



## 概ね無視された中央銀行

労働市場関連の指標は健全さを維持していますが、ネットフリックス・フロム・ホーム（NFH）が新たなワーク・フロム・ホーム（WFH）になってしまうのでしょうか。

2023年2月3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）



先週は、米連邦公開市場委員会（FOMC）を受けて米国債利回りが低下し、リスク資産も底堅い動きとなりました。パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長のメッセージは、概ねこれまで通りであったと言えるでしょう。FRBは引き続き、この先3月及び5月にあと2回の25bpsの利上げを行い、政策金を5%をやや上回る水準に引き上げるとの想定を示唆しました。その後に關しては、昨年12月の前回のドット・チャートが示した通り、当面政策金利を据え置くことを想定しているとみられます。

しかし、パウエル氏は、仮にインフレがFRBの想定よりも早くに低下した場合に、よりハト派な政策への可能性を広げたようにも見えました。そうすることで、FOMCにとってのインフレ・リスクは今や下振れリスクであるとし、上振れリスクにはそれほど言及しませんでした。

その意味で、パウエル氏は、市場の流れや足元の金融環境の緩和に逆らうような動きはほとんど見せなかったと言えるでしょう。しかし、FRBが経済指標次第のモードに入っていることは明確であり、3月の会合前にあと2回の雇用統計やインフレ指標の発表が予定されている中、その見方が大きく変化する余地もあると言えるでしょう。

市場の注目が再び経済指標に集まる中、米雇用統計の内容は興味深いと言えるでしょう。全般的には、労働市場関連の指標は健全さを維持しており、ハイテク業界などにおける解雇の話題は聞かれながらも、週次の失業保険申請件数や求人件数（JOLTS）は底堅い内容となっています。先週発表されたADP雇用統計は市場予想をやや下回る内容でしたが、より注目を集めたの

は、昨年1月から仕事を続けていた従業員は7.3%の賃上げを経験したという結果でしょう。

一方でADPの統計ではさらに、転職をした人にとっての給与の上昇率が15.4%に加速したということも示されました。このような統計は、家庭を対象とした先月の調査における、平均賃金のより緩やかな伸びと比べると対照的です。業種構成の違いもあるのかもしれませんが、このことは、逼迫した労働市場による二次的なインフレ効果を見過ごすべきではないと考える1つの理由と捉えています。

現状を踏まえると、FRBはこの先数ヶ月間において政策金利の方向性を変更することを検討しないと考えています。その意味で、米国債市場では既にかかなりの逆イールド化が進んでおり、成長やインフレがさらに弱含むことを示す材料がない限り、逆イールドが一段と進む余地は限定的であるとみています。

また、成長が突如として落ち込むことも想定しづらいと考えています。クレジット・カードの使用は過去数ヶ月間で力強く回復しており、金融環境の緩和が続く中、事業者及び消費者のセンチメントに追い風になっているとみています。

このことを踏まえ、米国債利回りがさらに低下する余地は限定的であるとみて、米国金利のショート・ポジションを維持する方針です。投資家に対する調査において、米国債のポジションがかなりのネット・ロングとなっていることを示唆していることから、どちらかと言えば、リスクは金利が上昇する方向に傾いていると考えています。

そんな中、欧州では欧州中央銀行（ECB）も市場の予想通り50bpsの利上げを決定しました。更なる引き締めが予想されており、次回会合でも、理事会のタカ派メンバーが50bpsの追加利上げを主張し、政策金利は春頃に3.5%を上回る水準でピークをつけるとみられています。

その意味で、ECBはFRBに追随し、遅れを取り戻している最中であると言えるでしょう。また多くの市場コメンテーターが、インフレがより高止まりする中でも、2023年のユーロ圏の成長が米国を上回る可能性にも言及し始めている中、ラガルドECB総裁が現時点でタカ派姿勢を維持出来ることは理にかなっていると言えるでしょう。ユーロ建て債券に関して言えば、利回りは上昇する余地があるとみており、2023年は新規発行の増加が債券への主な圧力になると予想しています。

債券資産へのアロケーションを積み増そうという動きが、今年の年初からの債券資産に対する旺盛な需要につながり、良好な需給面を後押ししてきました。しかし、その需要が落ち着けば、欧州各国における財政赤字の高止まりや、ECBがバランスシート縮小のために保有債券を売却していることなどが、債券利回りの上昇につながり兼ねないリスク要因となるでしょう。

その他の市場では、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）も50bpsの利上げを決定しました。しかし、ベイリー総裁の発言はややハト派寄りであり、英国経済がアンダーパフォームしている中、英政策金利は4%でピークを付けたとの観測も広がりました。過去数ヶ月間の英国の経済指標を見ると、他の先進国経済の回復と比較して出遅れが目立ちます。

これを踏まえ、国際通貨基金（IMF）も英国経済の見通しを引き下げ、向こう1年では、戦争で荒廃したロシアを含んだ国の中でさえ最も軟調な成長が予想されています。住宅価格は下落しており、住宅ローンの承認も急減速しています。英政策金利が上昇を続け、インフレが実質所得を目減りさせる中、マクロ見通しは弱く、この先早期に改善する兆しが見られません。

労働市場の統計では、英国がパンデミック前の2016年と比較して約4%の労働力を失ったことが示されています。このことがタイトな労働市場が続くことにつながり、成長が落ち込む中でも賃金上昇圧力となっています。民間セクターでは賃金が7%超のペースで上昇しています。

通常では、このような状況を踏まえてBoEはよりタカ派姿勢を強めたいところでしょう。しかし、政策金利を4%超に引き上げることは、住宅市場の落ち込みが崩壊へとつながるリスク要因となり、住宅市場の崩壊は英国にとってシステムティックな影響をもたらします。したがって、ベイリー総裁はこの先ハト派な姿勢を余儀なくされ、結果としてインフレ率はBoEがおそらく望んでいたであろうよりも長きに亘って高止まりすることになると予想されます。

しかし、インフレがより持続することは労働組合の怒りを買い、このようなトレンドは、2024年に政権交代がない限りは変化しづらいとみています。このような状況を踏まえ、英国資産に対しては慎重な姿勢を維持することが賢明であるとみており、特に下押し圧力が掛かるとみられる英ポンドに対しては長期的に弱気な見方を維持しています。

中央銀行の話題以外では、先週、国債利回りの低下がリスク資産の更なる上昇を招き、社債及び株式は堅調なパフォーマンスとなりました。このような市場の動きが、より魅力的な水準でエクスポージャーを積み増そうとしていた多くの投資家に痛手となったことを示唆する調査も見られました。

代表的な社債指数のスプレッドは昨年3月の水準に戻っており、リセッションやデフォルト・サイクルに関連した懸念は急速に後退しているように見受けられます。目先はゴルディロックス的な動きが進行していますが、このような動きには注意が必要であると考えています。中央銀行はまだ仕事を終えず、労働市場がタイトな中で、成長も依然底堅い状況です。また、多くの投資家が既に問題は終わったと思っている中で、インフレに関しても市場の落胆を誘う余地はあるとみられるためです。

## 今後の見通し

今後は、経済指標が鍵となるでしょう。金融引き締めはタイムラグを伴って効果をもたらすものであり、今年が進むにつれ、グローバルに成長は減速すると予想しています。しかし短期的には、センチメントの改善によって、一部の金利感応度の高いセクターを除けば、金利上昇による経済への影響は比較的抑えられた状態がもたらされる可能性があるでしょう。しかし、仮に経済が今のところ好調であれば、いくら市場がプッシュしたとしても、中央銀行は金融政策に関してハト派なシグナルを発することに極めて慎重になるとみています。

逆説的ではあるものの、年初の経済及び市場が強ければ強いほど、2023年後半に掛けてのそれぞれの見通しはいずれも弱くなるでしょう。逆に、現時点で状況が大きく悪化していれば、力強い年後半の予兆であると言えるでしょう。

そんな中、先週は、米動画配信大手Netflixに関する、あるデータも目を引きました。これまでは、Netflixの視聴時間のピークは日曜の夜であることが一般的でした。しかし、この傾向に変化が見られ、最近では平日の昼間がピークとなっているようです。もしかしたらこれは、労働者の間で「静かな退職（Quietly Quitting）」が増えていることや、在宅勤務（ワーク・フロム・ホーム）環境下における注意力やモチベーションの低下に関連した何らかの情報を提供しているのかも知れません。

少なくとも生産性が失われていることを示しているように見え、私たちの多くが、ちょっとした機会があれば怠惰になりやすいのかもしれないと、改めて考えさせられます。Netflix・フロム・ホーム（NFH）が新たなワーク・フロム・ホーム（WFH）になってしまえば、中期的に見れば経済にとってネガティブな影響をもたらしかねない、心配なサインかもしれません。仮にそうであれば、Netflix・アンド・チル（Netflix見ながら寛ぐこと）効果は、資産価格のチル（下落）につながり兼ねないでしょう。

## 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