



## 日銀のあやまち

### そして現実と錯覚

2023年11月3日

著者  
マーク・ダウディング  
ブルーベイ債券部門  
最高投資責任者(CIO)



### コメント要約

- 先週は、米国債利回りの低下を背景にリスク資産のパフォーマンスが持ち直しました。
- 米経済指標はやや強弱入り交じるものとなり始めているものの、経済活動が大幅に減速し始めていると結論付けるには早いと考えています。
- 欧州及び英国で経済指標が減速するなか、中央銀行が政策金利を据え置いたことに驚きはありませんでした。
- 日本の経済活動は金融及び財政刺激策によって支えられています。

先週は、主要国の中央銀行会合が相次ぐ中で米欧の債券利回りは低下しましたが、足元のサイクル下において金融政策が異なる性格を持つ日本でのみ、債券利回りが上昇する展開となりました。

米国では、経済指標がやや強弱入り混じるものとなり始めました。米労働省雇用動態調査（JOLTS）は引き続き米労働市場が健全さを維持していることを示唆したものの、ISM製造業総合景況指数は46.7と、多くの業種で需要が減速基調に差し掛かっていることを示す内容でした。これは、明確なデータには表われていないながらも、個別企業にヒアリングをしている内容とも一致します。

しかし、現段階ではまだ、経済活動が大幅に減速し始めていると結論付けるには早いと考えています。7-9月期の極めて堅調なGDP成長率に加え、インフレ率が依然として4%近辺にあることを踏まえれば、米連邦準備制度理事会（FRB）がタカ派バイアスを維持したとしても不思議ではありません。また、ある意味では、先週米連邦公開市場委員会（FOMC）が利上げを見送るという結論に至った決め手は、（長期債利回りの上昇による）ここ最近の金融環境の引き締めでありました。

今後を見据えると、経済指標は弱含むと予想され、結果としてFRBの利上げは既にピークをつけている可能性もあるでしょう。しかし引き締めバイアスは維持され、2024年後半を迎えるまでの間に金融緩和が実施される可能性は低いとの見方を維持しています。

このような見方を踏まえ、現時点では米国金利の取引において構造的というよりは機動的な姿勢を取っています。

今のところは、利回り曲線の短期ゾーンが比較的安定している一方、より年限の長いところでは変動性が見られています。利回り曲線のスティープ化を予想したポジションが多くの投資家のコンセンサスになっていると見られ、短期的には長期債利回り（のロング）を愛好しています。

とは言いながらも、依然として長期的なリスクを取る適切なタイミングではないと判断していることから、レンジ内の水準に応じたのポジション取りを意識しています。

欧州では、より明確な形で経済指標が減速基調にあるように見受けられます。企業信頼感は低下を続け、ドイツでは、先週発表された小売及び失業率に関する指標が大きく悪化しました。欧州中央銀行（ECB）がこれ以上の利上げをすることは予想していませんが、FRB同様に、利下げまでには依然として距離があるとみています。政策転換のためにECBが自信を持てるような水準までインフレ率が低下するまでには時間が掛かるとみています。

しかし同時に、ユーロ圏ではバランスシートの縮小ペースが米国と比較して速いということを念頭に置く必要があります。ECBのバランスシートは既に8.7兆ユーロから7兆ユーロに縮小しており、来年には6兆ユーロに縮小するとみられています。これを踏まえれば、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）再投資を2024年12月よりも前に終了する必要性はないと考えており、その時点ではむしろ延長をせざるを得ない可能性もあるとみています。

英国でも経済指標が減速しており、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が先週の会合で政策金利を据え置いたことに驚きはありませんでした。インフレ率が他の主要国を上回る水準にあるにも関わらず、BoEは引き続きハト派バイアスを維持しています。今後数ヶ月間で、ベース効果によってインフレ率が低下し、経済活動もさらに減速すると予想しています。

しかし、英国における利下げを織り込むいかなる動きも時期尚早であると考えています。インフレ率は新年に再び上昇へと向かう可能性があり、それを食い止めるためにBoEは、最終的に来年利上げを再開しなくてはならなくなる可能性があるとして警戒しています。この先の予算案において、英国政府がさらなる減税策を発表することとなれば、追加利上げの必要性はさらに増すことになるでしょう。

英国政府の財政状況は既にひどい状態ですが、保守党政権もかなり必死な状況です。直感的に言って、英国のスタグフレーション・リスクは明確かつ差し迫った危険性を帯びていると考えており、英国債及び英ポンドに対する中期的に弱気な見方を維持しています。

そんな中日本では、経済見通しが大きく異なります。経済活動は金融及び財政刺激策によって支えられています。一方、インフレ率は引き続き市場予想を上回り、政策担当者はインフレ見通しを慌てて引き上げている状態です。

その点において、日銀は緩和的な政策を長きに亘って維持し続けることにより、政策ミスを犯している可能性があるでしょう。植田総裁ら高官は、2023年を通して実質金利がマイナス圏にあったことや、利回りに上限を設けることで資産購入を拡大させ、バランスシートの膨張につながっていたことによる影響を過小評価していた可能性があるでしょう。

結果として、利回り上昇への市場のプレッシャーは高まっており、実際にそのような動きは、他の地域では国債利回りが低下した先週も見られました。

日銀は、先週開かれた金融政策決定会合において、実質的にイールドカーブ・コントロール（YCC）に対するコミットメントを形骸化しました。利回りのレンジを撤廃した上で、10年国債利回りが1.0%を超えた場合には、より裁量的に債券を購入することを示唆しました。これは政策正常化に向けたさらなる一歩であると受け止めており、今後日銀は12月もしくは来年1月の会合でマイナス金利政策を撤廃する可能性があるかと予想しています。

日本国債利回りは上昇を続けるとみており、10年国債利回りは今年末までに1.2%、来年には1.5%を上回る水準まで上昇する可能性があるかとみています。さらなる財政緩和も日本を格下げリスクに晒しており、長期債にはリスク・プレミアムが付与されても不思議ではないように思えます。

最終的に、インフレ率が2%近辺で安定すれば、長期債利回りもこれと同等の水準になるとみていますが、このことは、同中央銀行にとって大幅なバランスシート上の損失につながることも事実です。

同時に、政策正常化における日銀の漸進的かつ暫定的なアプローチは金融市場にフラストレーションをもたらしており、今や日銀がビハインド・ザ・カーブであるとの見方が大勢になっています。これによって円安が進んでおり、円の下落を予想したポジションがここ数週間で継続的に増えているように見受けられます。財務相による介入への警戒感が、160円に向けたさらなる大幅下落を食い止める要因となっており、中期的に見れば円は極めて割安な通貨であるとみています。

金融当局は、円安トレンドを反転させたいのであれば、明確な形で口先介入をすべきであると考えていますが、もし日銀の政策が今後も信頼感を欠くようであれば、（トレンドが反転したとしても）その後の持続性は疑わしいと言えるでしょう。

先週は、米国債利回りの低下を背景にリスク資産のパフォーマンスが持ち直しました。また、イスラエル・ガザ地区における衝突が抑制されているとの見方もその背景にありそうです。同地域の専門家と話したところ、パレスチナを擁護する抗議活動や、民間人の犠牲に対する怒りの声にも関わらず、ハマスにはほとんど味方がおらず、衝突が広範に広がるリスクは低下しているようです。原油価格は安定的に推移しており、イランも米国の力に直接的に対峙することは賢明ではないと判断しているようです。

とは言いながらも、地政学リスクは長きに亘って高止まりする可能性があるかとみています。軍事費は大幅に拡大の一途を辿り、政府予算に圧力となっています。一方で、分断され、痛ましい世の中において、西側諸国の都市におけるテロ攻撃のリスクは日増しに高まっていることも事実でしょう。

その他の地域では、先週も中国において経済指標の弱含みが確認されました。このような傾向が人民元の下落につながるとの見方を維持しています。一方、社債市場では、中東関連の警戒感が後退し、株式市場が上昇に転じる中、CDS指数の спреッドが縮小しました。

ポートフォリオでは、前週のspreッド拡大を踏まえてCDS指数を通じたヘッジ・ポジションを削減していましたが、短期間でspreッドが縮小すれば、再び同ヘッジ・ポジションを積み増すことを検討します。不確実性を増す足元の投資環境を踏まえれば、方向感を持ったリスクは抑えたいと考えているためです。

## 今後の見通し

今後を見据えるにあたり、ここ2か月間で、世界の中央銀行の間で利下げの数が利上げの数を上回ってきた事実は特筆すべきかも知れません。この傾向は過去2年間で初めてです。つまり、我々がサイクルの転換点にいることを示唆していますが、この先金利と利回りが過去10年間で「正常」とされてきた水準に回帰するとの結論を急ぐことは誤りであると考えています。

G3の中央銀行が利下げを実施するのは少なくとも9ヶ月以上先になるとみており、同時にその間、政府による国債の発行額についても懸念が高まる可能性があるとみています。全ての政策担当者が財政規律をもたらすための緊急性を認識しているかどうかは明らかではなく、もしかしたら、放漫財政の統治には債券市場のタントラム（かんしゃく）が必要となる将来もあり得るかも知れません。

まさにそのような状況は昨年英国で見られましたが、先進国の中では引き続き英国がその再発に最も脆弱であるとみています。しかし、目先過剰な債務水準に関連した懸念を抱える国は決して英国のみではなりません。

実際、債務に関連した懸念はここ最近で金価格の上昇を促す一因となっています。また、昨年米国がロシアの預金を凍結したことによる米ドルの「武器化」を経て、中央銀行の準備金においても金の需要が増大していることも興味深いと言えるでしょう。

さらに、資産クラスとしての暗号資産の魅力の低下も、ビットコインが金に対する興味を再びよみがえらせたという意味で、影響しているかも知れません。ここ最近、中東地域での衝突を受けてビットコインの価格は上昇しています。

しかし、この先は、テロリスト・ファイナンスにおいて暗号資産が果たす役割に対して監視の目が厳しくなることで、同資産に対するさらなる規制強化も予想されます。これまでに既に学んだように、暗号資産には現実とは異なる錯覚が存在するようです。先週、裁判に出廷したサム・バンクマンフリード被告（暗号資産交換業者FTXの共同創業者）の法廷画も、実際よりもかなり美化されているように見え、そのような錯覚が影響したのかもしれない。

## 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