



ゼロ金利とは永遠にお別れ？

インフレ率が高止まりする中、政策金利は正常化へと向かい、この先ゼロ金利政策へ回帰する可能性は低いように思います。

2022年3月18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)



先週の金融市場では、ウクライナにおける戦争が膠着状態に向かい、交渉による解決につながるの期待感が投資家のリスク心理を押し上げました。一方で、投資家の注目は再び経済指標や政策へと移り、先週は米連邦準備制度理事会（FRB）が25bpsの利上げを実施するとともに、追加利上げ及び量的引き締め（QT）が今後実施されるとの見通しを示しました。

ロシア関連のリスクは存在するものの、米国の成長見通しは引き続き比較的堅調であるとみています。米国はエネルギーに加え、他の多くの生産においても自給自足国であることから、ここ最近の地政学的な混乱からは比較的距離を置いています。米連邦公開市場委員会（FOMC）は先週、2022年の成長見通しを引き下げた一方でインフレ見通しを引き上げましたが、それでも今後12ヶ月から18ヶ月以内でのリセッションの可能性は極めて低いように見受けられます。ブルーベイでは、FRBが会合毎に利上げを実施し、2004年から2006年に掛けての引き締めサイクルと同様の道のりを辿ることになると考えています。

最終的には、インフレ圧力が多くの想定よりも長きに亘って高止まりすることで、政策金利を（FRBが2.5%近辺であるとする）中立金利よりも更に高い水準まで引き上げる必要が出てくるとみています。しかし、引き締め軌道は漸進的になるとみており、名目金利が消費者物価指数（CPI）未滿に留まっている中、実質金利は当面マイナス圏に留まるとみられ、成長見通しを過度に損なうことのない、やや緩和的な政策スタンスがしばらく維持されることになるとみています。

したがって、中期的には金利が上昇に向かうとの見方を維持しているものの、短期的には、現段階で十分な水準まで米国金利が上昇したと考えています。

2022年に関しては合計7回の利上げが既に市場に織り込まれており、不確実なマクロ環境を踏まえれば、とりわけ利回り曲線が逆イールドとなり始めている中で、短期的には市場が更に積極的な利上げ見通しを織り込むことは想定しづらいとみています。インフレ指標の更なる上昇は、FRBが今後の会合で50bpsの利上げを実施するリスクがあることを意味しますが、FOMCはリセッションへの警戒感を高め、成長見通しに影響をもたらしかねない利回り曲線の更なる逆イールド化を避けるために、むしろバランスシートの削減ペースの加速を選択するとみています。これらを踏まえ、米国金利については再び低下に向かえばショート・ポジションを構築する方針を維持しながらも、足元では一旦利益を実現しました。

さらにユーロ金利に関しても、現段階では十分な水準まで上昇をしたと判断しています。先週発表されたドイツの欧州経済研究センター（ZEW）の期待指数の急落は、ウクライナにおける戦争が、米国と比べてユーロ圏経済の成長に極めてネガティブな影響をもたらしかねないことを改めて思い起こさせる内容でした。

その意味で、FOMCが2022年の成長見通しを1.2%引き下げたことは興味深いと言え、ユーロ圏に関しては、2%程度の成長見通しの引き下げが妥当であるように思えます。しかしそれでも、財政刺激策を考慮すれば、ユーロ圏経済は2%近くの成長が見込めるとみています。これまでのところ、欧州の財政インシアチブはまとまるまでに時間が掛かっており、やや残念に受け止めていますが、今後は安全保障やエネルギー、難民に対する財政支出計画が予想され、結果としてGDP縮小の可能性は非常に低いと予想しています。

英国では、先週行われた会合で、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が大方の予想よりもややハト派寄りの姿勢を見せました。政策金利は25bps引き上げて0.75%としたものの、今回は50bpsの利上げを主張した金融政策委員会（MPC）メンバーがいませんでした。他の中央銀行と比較して、BoEは生活費の高騰による成長への下方リスクをより警戒しているように見受けられます。しかし、英国ではインフレ期待が上昇している明確な兆候が見取れ、逼迫した労働市場により、賃金上昇圧力の高まりも見られています。

したがって、BoEは2022年を通して利上げを続ける必要があり、政策金利は2022年末までに2%まで引き上げられる可能性があるかとみています。したがって、英国債利回りに関しては、ドイツ国債利回りと比較してかなり弱気な見方を維持しています。

このようなマクロ経済環境を踏まえると、投資適格社債市場などの一部市場では、中長期的に見れば過度なデフォルト・リスクが織り込まれているとみています。しかし、期待感が警戒感をやや上回った先週を経て、目先は再び質への逃避へと傾くリスクの方が高い可能性があるかとみています。ウクライナでは、停戦に合意するよりも前に、攻勢を強めることによってプーチン氏がさらなる「勝利」を収めることを狙っているとみて、引き続き慎重にみています。

そんな中、中国における新型コロナ関連の話題もリスク回避の動きにつながる可能性をはらんで見るとみています。心配なことに、高齢者におけるワクチン接種率の低さや、シノファーム社製のワクチンの効果が限定的であるとみられることが、感染者数が同様に増加した他の国と比較しても、香港や中国における重症者や死者数の増加につながっていくとみられます。オミクロン株の感染力の強さを踏まえると、ゼロ・コロナ政策が成功する可能性は低く、この先は深圳市のような更なるロックダウン（都市封鎖）も予想されます。

最終的には、中国政府がゼロ・コロナ政策を転換し、他の地域と同様にコロナとの共生の道を探るとみています。しかし短期的には、中国のコロナ関連の話題は更に深刻化する可能性があるかとみています。

短期的な見通しが不透明であることから、この先見通しがよりクリアになるか、もしくはバリュエーションがかなり割安（もしくは割高）となり、より確たる見方を反映させる価値があると判断出来るまでは、比較的风险を抑えた運用を行うことが賢明であると考えています。今のところ、市場間もしくはセクター間の取引により魅力的な投資機会が存在するとみており、市場のミスプライスや新規発行の機会を通じたポジション構築の機会を選択しています。

エマージング市場のボラティリティは高止まりしていますが、過去1ヶ月間で軟調なパフォーマンスとなっていた一部のソブリン債は、過度に売られ過ぎであるとみられた水準から反発しました。ルーマニアやメキシコなどの長期ユーロ建て国債については、投資適格債でありながらドイツ国債に対する上乘せ利回りが400-500bpsとなっていたため、目先のパフォーマンスの反発を予想して押し目買いの機会を探ってきました。

米ドルに関しては、引き続き前向きな見通しを維持しています。米国経済は2022年にアウトパフォームするとみています。一方で、エネルギー・コストの上昇によって、EUの経常黒字は50%超縮小する可能性があるかとみています。豪ドルなどの資源国通貨はこの先堅調に推移する可能性がある一方で、インドなどの資源輸入国に関しては通貨が軟調なパフォーマンスとなる可能性があるかとみています。

今度の見通し

この先を見据えると、米国ではゼロ金利の時代が終焉を迎えたということを改めて立ち止まって考えてみる価値がありそうです。インフレ率が上昇基調にある中、この先当面に亘って、ゼロ金利政策に回帰する可能性は極めて低いように思えます。

さらに、政策が転換する中で流動性が引き締められ、政策金利は中立へと向かう過程にあるように見受けられます。このような政策転換は、リスク資産にとって下落圧力となる可能性があるでしょう。さらに、地政学リスクや中国におけるコロナ関連のリスクを踏まえると、この先は慎重な見方を維持することが賢明であるとみています。

また、債券と株式がともに下落基調となり、業界全体で投資信託からの資金流出が見られていることも、市場流動性がやや乏しい状況が続いていることと相まって、需給面でのリスク要因となりそうです。

一歩離れたところから眺めてみると、私たちは今、グローバルなマクロ経済及び政治情勢における大きな転換期の最中にあると言えるでしょう。その意味で、何を保有することが適切であり、より魅力的なエントリー・ポイントをどの程度待つべきかを問うことは妥当であるように思います。

ロシア資産に関しては、この先数年間に亘って孤立した荒野を彷徨う運命であるとみています。経済制裁が解除されるためには政権交代が必要であり、プーチン氏は全く意味のないように見える衝突によって、わずか数週間で計り知れない苦しみをもたらすととともに、自国ロシアの中期的な見通しを完全に破壊してしまったと言えるでしょう。

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



Global Asset Management
BlueBay Asset Management