



RBC BlueBay  
Asset Management

恭喜发财

2023



## 卯年は早くも息切れ間近？

2023年の干支が「寅」から「卯」に変わりましたが、縁起の良い年になるよう願っています。

2023年1月20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は、良好な経済指標や需給動向を背景に、力強く1年のスタートを切りました。先週発表された米生産者物価指数（PPI）が落ち着いた内容であったことも、インフレが減速に向かうとの期待感に拍車を掛けました。また、ベース効果によって前年比ベースでのエネルギー価格が低下に向かうとみられる中、この先数ヶ月間で消費者物価指数（CPI）が目標値に向けて低下していく前触れとなり、結果として金融政策のハト派転換を促すとの期待感が伺えます。

しかし、コア指数の減速が総合指数と比較してかなり遅いことには注視すべきで、政策担当者に行動を促すのは引き続きコア物価であるという点にもまた注意が必要でしょう。労働市場が引き締まった状態が続き、経済活動も依然として概ね健全である中、米連邦準備制度理事会（FRB）もしくは欧州中央銀行（ECB）による政策転換の発表を近々に予想することは、時期尚早であるように思えます。

FRBがその言動を柔軟に調整し、市場の動きに従うとの見方もありますが、その背景として、金融環境指標が過去3ヶ月間で緩和しているという事実が見過ごされている可能性があります。また政策担当者は、早すぎるタイミングでハト派寄りの姿勢に移行することで、インフレが高止まりするという政策ミスを極端に恐れているようにも見受けられます。

そのような点を踏まえ、2023年に入っても成長が比較的底堅いことが、現時点で中央銀行がタカ派姿勢を維持することを可能とし、米国ではFF金利が春頃に5%を超える水準まで引き上げられた後、米連邦公開市場委員会（FOMC）は金利据え置きに動くともっています。その後は、夏場に経済活動の急減速などが見られない限りは、少なくとも今年10-12月期までは利下げの可能性は低いとみています。

同様に、ユーロ圏でも、ECBが次回会合で50bpsの利上げを行い、政策金利は春までに3%を超えると予想しています。先週は、ECBが3月に金融引き締めペースを減速する可能性を示唆する出所不明の発言もありましたが、このような発言はECB内のハト派勢力によるものとみられ、主流派の意見を反映したものではないとみています。

実際に、理事会メンバーのクノット・オランダ中央銀行総裁は、よりタカ派の道筋を示唆していました。今後数ヶ月間で理事会内での議論も活発化するとみえますが、現時点では、ほとんどの人が予想していなかった2022年のインフレの急激なオーバーシュートを踏まえ、理事会内では明らかにタカ派勢力が優勢であると考えています。

このような点を踏まえ、ユーロ金利に対してはより弱気な姿勢へと移行し、イタリア国債をアウトライトで売却することで、ユーロの金利デュレーションを削減しました。ユーロ圏ソブリン債のスプレッドは、足元でベース金利と一定程度の相関を持って動いており、今後ドイツ国債利回りが上昇に向かえば、イタリア国債のスプレッドも拡大する可能性があるともっています。ドイツ10年国債利回りは年初来で50bps近く低下しており、イタリア国債の利回りも100bpsほど低下しています。

その一因として、イタリア国債のショート・ポジションを維持してきた投資家が、同ポジションを諦めたことが挙げられるかも知れません。しかし、そのようなショート・ポジションが一掃され、絶対ベースでのイタリア10年国債利回りが3.8%を下回る中、この先数ヶ月間で預金からでも3%もしくはそれ以上の金利が得られるならば、投資家によるイタリアの長期国債の購入意欲は限定的になると予想しています。

そんな中、英国における賃金及びインフレ関連の指標は、2023年に英国の物価が他の主要先進国経済と比較して、さらに高止まりすることを示唆する内容でした。イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は住宅価格の急落を警戒し、政策金利を4%、もしくはそれ以上に引き上げることに極めて慎重になるとの見方を維持しています。英国ではこのような脆弱性に加え、構造的に逼迫した労働市場や財政赤字の高止まりも踏まえ、この先の見通しは悲観的であると考えており、現時点ではそのような見方を英ポンドのアンダーウエイトに反映させることが最も理にかなっていると判断しています。

また、英国債市場における需要が下方に凸になっているという根底にある脆弱性も、引き続き注視すべき課題であるとみえています。簡単に言えば、利回りが上昇し始めれば、年金基金の負債が減少し、結果として、下落した英国債に対しての需要が減少する、という構造です。

時を同じくして国債の発行は問題となるほど巨額で、海外投資家は英国資産を保有することを警戒しています。したがって、仮に政策ミスが生じれば、英国債は再び急落するリスクがあるでしょう。少なくとも現段階では、スナク政権は比較的暖冬であることやガス価格の下落によって救われていますが、幸運がどの程度続くかは定かではありません。

その他では、日銀の金融政策決定会合を前に投機的な動きが強まったことから、保有していた日本国債のショート・ポジションを一部解消しました。先週の初めに日本の10年スワップ金利が1%に達し、政策の据え置きが予想された今回の会合を前に、同ポジションの利益を実現しました。会合後に利回りは低下し、スワップ金利が再び0.80%を下回る水準まで低下したタイミングで、ショート・ポジションを再度積み増しました。

日銀は、イールドカーブ・コントロール（YCC）における10年国債の許容変動幅の上限をさらに引き上げる必要があり、最終的には今後数ヶ月間でYCC政策を全て撤廃すると予想しています。インフレ率は上昇傾向にあり、企業がこれまで感じてきたであろう値上げ発表に対する罪悪感が失われていく中、今後より多くの企業が価格の引き上げを行うとみられ、インフレ率は今後も上振れる余地があるとみえています。

YCCはインフレ率が安定的に2%を上回るという目標を概ね達成したとみられますが、黒田総裁がコミュニケーションの罫に陥っていることは間違いないでしょう。黒田氏は、現状維持への強いコミットメントを示す必要があり、さもなくば一連の投機的な動きを誘発することとなります。つまり、いかなる政策変更であっても市場にサプライズとなる必要があり、このことが、先週の会合で日銀が更なる変化を示唆することに慎重であった一因でもあるでしょう。

過去1ヶ月間で、日銀はこれまでより一層早いペースで国債購入を行う必要に迫られ、例えて言えば、これは日銀が緩和策の停止信号に近づきながらも、資産購入を大幅に加速させているかのような状態です。したがって、次回予定されている会合を前に、何らかの政策変更があっても不思議ではないと考えています。インフレ指標の発表や、来月中旬頃とみられる新たな日銀総裁の発表に続いて、そうしたことがあるかもしれません。

日本の政策転換が「あるかどうか」よりも「いつになるか」であるとの見方は、為替市場において円の追い風となりました。政策据え置きが発表された会合後に見られた円安の動きは短命に留まり、投機筋の間では依然として円ロングのポジションを積み増す動きがあるようです。

その他の為替市場でも米ドル安傾向が続き、DXY指数の苦戦が続いています。しかし、足元の米ドル安基調は概ね一巡したようにも見られ、この先は一転、「米ドル・スマイル」が見られる環境へと移行するかもしれません。ここ最近では、主要国金利の低下が米ドル安につながる傾向が見られてきましたが、今後成長が予想を下回り、主要国債利回りがさらに低下するような状況では、米ドル安を促してきた相関は優に反転しやすいと言えるでしょう。

投資家のポジションは、エマージング通貨をオーバーウェイトし、米ドルをショートする方向に集中しています。したがって足元では、タイ・バーツやブラジル・レアルの利益を実現し、ベータを削減することで、為替に関しては概ね中立のスタンスに移行しています。

社債スプレッドは年明けから縮小傾向にあり、株式市場もプラス・リターンとなっています。成長に関連した良好なニュースや落ち着いたインフレ指標がこのような価格動向を促しています。しかし、債券及び株式のベータ・リターンにとって悲惨であった2022年を踏まえ、2023年の結果は期待できるに違いないと結論づけた投資家が、手元資金を投資に充てる強い意志を持っていることを認識する必要があります。そのような資金を投資に回す動きは、月末までに弱まったとしても不思議ではなく、市場を押し上げてきた力強い需給要因が徐々に薄れていくことも予想されます。

財政赤字の高止まりに加え、中央銀行が資産購入者から資産売却者へと移行することなどから、2023年には国債の純発行額が極めて大きくなるのが予想されます。結果として、その他のセクターにはクラウドディング・アウト効果が波及するリスクがあり、このことは現時点では材料視されていないものの、この先、投資適格社債のファンダメンタルズ面が十分に底堅いにも関わらず、利回りの低下幅を抑制する要因となる可能性があるでしょう。

より全体的なことを言えば、プライベート市場における信用不安に対しての警戒感の方が強く、金融セクターに関しては、成長見通しの悪化によって引当金は上昇に向かうとしても、利ざやの改善による恩恵を受けるとみて、銀行銘柄への選好を維持しています。

## 今後の見通し

今週末は、中国で新年を迎える旧正月です。2022年は、希望が持てる終わり方であったとは言え、結果として「壬寅（Water Tiger）」というよりは「涙ぐんだ寅（Weeping Tiger）」の年であったと言えそうです。2023年は卯年ですが、金融市場もウサギのようにスピード感のある良好なスタートを切ったように見えます。しかし、競争の最初にリードしていると気力をなくしてしまうウサギ同様に、金融市場もこの先数週間で息切れしてしまわないかどうか、心配です。

## 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