



RBC BlueBay
Asset Management

満開の日本

先週の日本訪問は非常に示唆に富むものでした。

2023年3月31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)



コメント要約

- 金融環境の引き締めが実質的な利上げに相当するかどうか、見極める必要があるでしょう。
- 米国の政策担当者は物価の安定及び金融の安定のために様々な手段を実行できると考えています。
- 欧州のイベントは金融システムにおいていかに信用が重要であるかということを再認識する機会になりました。
- 従来姿勢とは反対に、日本銀行はインフレの上昇を受け入れているように見えます。
- 経済見通しに関連した不透明感は強まっており、投資家心理は不安定な状況が続きそうです。

過去数週間的大幅な動きを経て、取引環境はここ数日間で幾らか落ち着きを見せています。マクロ的な視点から言えば、グローバル市場で見られた、金利のショート・ポジションの損切りの動きが一段落したと見られました。

結果として先週は利回りがやや上昇に転じました。ただし、月初来で見れば利回りは大幅に低下していますが、ここ最近の銀行の破綻によって金融環境が引き締まることで、それが追加利上げに相当する分を投資家が織り込む動きが続いたためだと考えています。

そんな中、この先数か月間での経済のリセッション入りの可能性とそのタイミングについての議論は継続しています。当社では、5月に米連邦準備制度理事会（FRB）による追加利上げがあり、米政策金利は5%をやや上回る水準になるとみています。しかし、その先成長が低迷したとしても、すぐに利下げに向かうかどうかについてはやや懐疑的にみています。

最終的には、FRBがより緩和的な政策スタンスに動くことを検討し始める前に、インフレが大幅に低下する必要があるとみています。銀行に関して言えば、米国経済の約半分の与信を担うとされる地銀や中小規模の銀行セクターに対する信頼回復のためにFRB及びその他の政策担当者が実行できる政策は他にもあると考えます。

その意味で、物価の安定と金融の安定の両立は難しいとの見方には同意し兼ねます。それらはいずれも政策担当者にとって重要であり、両方の目的を達成するために異なる手段を用いることが可能であると考えています。こうした考えながら、FRBの利上げ見通しが後退した前週に構築した米国金利のショート・ポジションは、中長期的なポジションというよりも、FRBの利上げサイクルが終盤に差し掛かっている中で、短期的なポジションとの位置づけとなっています。

欧州でも、銀行関連の懸念が過去数日間で後退しつつあります。ドイツ銀行は前週、不必要な圧力下に置かれることとなりましたが、その価格動向は根拠を欠けていたとみているほか、下落のきっかけとなったのは、市場での流動性が低いドイツ銀行のCDSの少額取引であった可能性があるとの報道も見られました。

クレディ・スイス（CS）に関して言えば、崩壊のきっかけは同銀行に対する信用の喪失であったとも言え、CDSスプレッドが500bpsを突破して拡大した時点でカウンターパーティーが同銀行との取引を停止し、その結果信用を更に失うことになった可能性があります。支援がない中、CSは脱出することの出来ない、ある種の死のスパイラルのようなものに陥っていたと思います。株主からの支援はなく、その後にはスイス当局からむしろ中途半端な流動性支援を受けて、同銀行の命運は決したと言えるでしょう。

今回の出来事は、銀行の経営存続においていかに信用が重要であるかということをお話するものであり、信用はひとたび失われれば、容易に取り返せるものではないということを示したと言えるでしょう。その意味で、CDSスプレッドは信用の度合いを示す上で重要な役割を果たすものの、この市場の流動性が比較的低いことによってミスプライズが発生しやすく、市場参加者に誤解を招きかねないシグナルを発する可能性があることも念頭に置くべきでしょう。

このような点を踏まえた上でも、欧州の銀行の経営環境は過去15年間で現在が最も良好であると言え、利上げが行われている中で純預貸利ざやは改善し、銀行の収益性を押し上げている点を考慮すれば、銀行及び銀行の劣後債は極めて割安であるとみて、前向きな見方を維持しています。

欧州では、中小の銀行から大手銀行への預金の逃避傾向は見られておらず、米国と比較してユーロ圏では、ここ最近の銀行の破綻が金融環境に与える影響は抑制されているとみています。

先週訪問した東京での政策担当者との面談などを通じて、日銀の政策変更が進み始めているとの見方を再認識しました。引き続き、イールドカーブ・コントロール（YCC）は4月、もしくは（より可能性が高いのは）6月の会合で撤廃されると予想しています。

日本のコア・インフレ率は先月、今サイクルで最高水準となる3.5%を記録し、春闘の賃上げ交渉でも当初の予想を上回る4%近い平均賃上げとなりました。日本では値上げに付きまとうネガティブな感情は薄れつつあり、国内の予想を既に大きく上回るインフレが今後も続くとの見方を持っています。ここ最近の銀行セクターの混乱から、日銀が4月に何らかの行動を起こすことを手控えるとの見方もあるようです。

しかし、1か月の間に多くの変化が起こり得るとともに、この先数週間では、米国の金融関連の懸念はほとんど懸念材料ではなくなっている可能性も十分にあるでしょう。また日本国内の投資家の中には、デフレ・マインドがかなり根深く浸透しており、日銀は、インフレを2%に押し上げるための闘いにおいて勝利宣言をするのをもう少し待ちたい意向があるかもしれません。とは言いながらも、グローバルに見て他の中央銀行がインフレを抑制することを望んでいる中、依然としてインフレが上昇することを望んでいる中央銀行があるということはやや奇妙な感じがします。

先週日本を訪れる中で、日本円の構造的な安さに改めて気付かされました。実体験として、新橋で飲むビールの800円という価格は、30年前と同じだと思います。当時は、日本を訪れることがとても高く高いものを感じられたのですが、今日では当時と比較すると安く感じられます。その実感は、米国との比較において特に言えることです。

円安は日本の観光業にとっても追い風となっており、桜シーズン真っただ中の先週は、入国審査のために長い列が見られました。日本国内の労働力不足は明らかで、需要が供給を上回る中、ホテルの宿泊費も足元で高騰しています。

このような実体験が、改めてYCCを含む超緩和的な金融政策がもはや必要とされていないとの見方につながっています。ある意味、黒田総裁が最後の会合においてYCC撤廃を発表しなかったことが残念に思えます。黒田総裁の下で緩和策が導入された2016年と比較して、今日の経済状況は大きく異なります。

当時は、デフレの恐怖を払しょくするために、最大限の刺激策が必要とされていましたが、もはやそのような状況ではなくなりました。インフレに国民は不満が高まっており、日銀はそのことで非難され始めています。インフレの経験がほとんどない日本も、経済学の基本的な法則の例外ではなく、もしも過度な刺激策が維持される期間が長すぎれば、物価上昇は加速するということが認識され始めているように思います。

マクロ・ヘッジファンドがグローバルにポジションの損切を余儀なくされたことなどから、日本国債の利回りは今月に入って低下しています。このことから、日本国債のショート・ポジションが人気を集めていたことが窺えます。日本での報道も政策転換に向けた内容が多く、日本の金融政策の進展に対する見方を変更すべき理由はほとんどないと考えており、ここ最近の価格動向を踏まえ、日本金利のショート・ポジションを最大限に取ることを選好しています。

特に、日本の10年国債利回りが0.25%近辺まで低下した段階で、目先のリターン特性の非対称性が再び強まったと判断しました。つまり、日銀に対する当社の見方が誤っていても、更なる低下の余地がほとんどない利回りは現状の水準近辺に留まる一方で、当社の見方が正しければ、日本の10年国債利回りのフェア・バリューが1.25%近辺であるとの評価に基づくと、比較的大きな利益を得ることが出来るポジションだと考えています。

今後の見通し

この先を見据えると、中期的な経済見通しに関連した不透明感は強まっているように感じられ、投資家心理は不安定な状況が続きそうです。市場の流動性はここ最近でやや低下しており、多くの市場において日中の価格動向が不安定となっています。しかし、多くのアクティブ投資家やヘッジファンドが既にポジションのリスクを削減していることを踏まえれば、市場変動性が低下基調となる中でイースター休暇を挟む短い一週間に突入する可能性もあるとみています。

CSのショックの記憶が薄れていく中、欧州金融機関に対する投資家心理が改善を続ける余地はあると考えています。ただし、米国の中小及び地方銀行に関連した問題は解決されておらず、預金逃避の可能性や、融資基準の引き締めが大規模な信用収縮につながる兆候を慎重にモニタリングすることが引き続き重要になるとみています。

ワクチンの接種証明提示やマスク着用が依然としてよく見られる日本を訪れ、2021年の欧米での日常を思い起こしました。当時を振り返ってさらに興味深い記憶として、ドイツ国債利回りが30年ゾーンでもゼロを下回っていたことや、インフレは当分存在しないであろうとの見方が大半であったこと、政策金利は次世代に亘ってゼロ未満もしくはゼロ近辺で維持されるであろうとの見方もあったことが挙げられます。

しかしこの間、多くの変化がありました。日本の政策金利や日本国債の利回りが、ECBの政策金利やドイツ国債の利回りと同じ道を歩むことになるかどうかはわかりませんが、東京でのミーティングでこの話題に触れると、そのようなシナリオはこじつけとさえ見られていることを興味深く感じました。これは、コンセンサス（総意）の概念が深く染みついた結果、コロナ禍における都市封鎖という考えをほぼ完全に自主的に受け入れたおそらく唯一の国である日本という国における、いくらかの慢心を示唆するものかもしれません。

しかし、地殻プレートの動きのように、非常に長きに亘って動いていなかった物価が突然跳ね上がることもあるという考えには、興味を持ってもらったように思います。実際、新橋でのビールの価格が上がるとすれば、800円から820円に上がるのではなく、即座に1,000円まで跳ね上がる可能性も十分に考えられます。日本は今のように訪れるべきでしょう。これほど安く訪れることは二度と出来ないかもしれませんから。

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