



## 夢に終わった史上最高のパーティー？

最初のイベントが大惨事に終わっても、もう一度挑戦すればいいのです。

2023年9月1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

- 米労働市場の力強さに鈍化の兆しが見られるものの、失業率が依然としてかなり低水準に留まっていることを踏まえれば、賃金リスクは依然として上方に傾いているように思えます。
- 米政策金利が既に十分に抑制的な水準にあることを踏まえれば、9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、その後の追加利上げの選択肢を引き続き残しながらも、政策金利が据え置かれる可能性がやや高いとみています。
- ユーロ圏では、直近のインフレ率が事前の市場予想をやや上回ったことから、9月のECB会合は依然として「（その時になって判断する）ライブ」な議論になるでしょう。
- 直近の日本の消費関連指標は予想を上回る内容となり、金融政策のさらなる正常化を示唆する材料は豊富にそろっているようにみています。
- 年末に近づく中、経済及びマクロの道筋に関しては議論の余地が多くあり、不確実性が高いと考えています。

先週は、米労働市場の力強さに鈍化の兆しが見られる中、米国債利回りが低下しました。米労働省雇用動態調査（JOLTS）では7月の求人件数が880万程度であったことが示され、1,200万近くとなっていた昨年初めの水準から大幅な低下を示しました。

しかし、求人数は依然としてコロナ前の平均的な水準を優に上回る水準に留まっており、週次の失業保険申請件数においても、今のところ労働市場の大幅な減速の兆しは見られていません。雇用統計も注目を集めますが、政策担当者が、経済環境が急速に変化しているという結論を急ぐことはないとしています。

インフレの高まりを受けて、労働者が実質ベースで過去の損失分を取り戻そうとする動きが見られる中、採用のペースは減速していますが、政策担当者との面談からは、引き続き賃金圧力が高止まりする懸念が見受けられます。

ある報道では、平均的な長距離トラック運転手の年収が17万米ドル、大手ハンバーガーチェーンの店長は16万米ドルを稼ぐことが可能で、いかに多くのサービス関連業種で賃金圧力が高まっているかを物語っています。

経済のその他の分野を見渡すと、比較的高収入の業界（銀行や証券）では年収に大きな変動が見られず、平均時給を抑制する役割を果たしていますが、失業率が依然としてかなり低水準に留まっていることを踏まえれば、賃金リスクは依然として上方に傾いているように思えます。

一連の雇用関連指標の発表が終われば、市場の注目は再びインフレ環境へと移るでしょう。7月の米消費者物価指数（CPI）は、それまでのやや落胆を誘う数字と比べて落ち着いた内容で、当初はインフレ率が2%に回帰するための進展が見られているとの期待感が広がったように見えました。

しかし、8月の指標に関しては、生鮮食品物価での圧力から、やや上振れするリスクがあるとみています。個人消費支出（PCE）コア指数の傾向を精査すると、インフレ率は3-4%近辺に留まる可能性があり、米連邦準備制度理事会（FRB）にとって心地よいとは言えない高水準と言えるでしょう。

米政策金利が既に十分に抑制的な水準にあることを踏まえれば、9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では政策金利が据え置かれる可能性がやや高いとみています。しかし、パウエルFRB議長は、少なくともその後の会合における追加利上げの選択肢を引き続き残すと予想しています。2024年前半の利下げ開始予想は後ろ倒しされるとみており、そのような点を踏まえれば、利回りがこの先さらに低下する余地は限定的であるとみています。

ユーロ圏では、先週発表されたインフレ率が事前の市場予想をやや上回りました。結果として、9月のECB会合は依然として「（その時になって判断する）ライブ」な議論になるでしょう。しかし、シュナベル理事やその他ECB高官の発言からは、ユーロ圏の政策担当者が日増しに経済の下方リスクを注視し始めていることを示唆しています。

この夏のユーロ圏の経済指標は総じて軟調で、金融政策が既に引き締め領域にあることを踏まえれば、ラガルドECB総裁が次回会合で据え置きを選択するための材料はそろっているように思えます。

最終的には、4%への追加利上げが必要かどうかは経済指標次第とみられますが、今後数か月間ではユーロ圏の経済活動やインフレ関連指標において弱含みが確認されると予想しており、結果としてECBの政策金利は既にピークを付けた可能性もあるとみています。

先週発表された日本の消費関連指標は予想を上回る内容となりました。7月の小売売上高は前月比2.1%増、前年同期比では6.8%増となりました。日銀の田村審議委員は、同中銀の2%物価目標の実現が今や「はっきりと視界にとらえられる状況」と発言しました。これに関しては他の審議員との間で議論がありますが、今後数か月間における金融政策のさらなる正常化を示唆する材料は豊富にそろっています。引き続き、10月の会合でインフレ見通しが上方修正され、政策転換のきっかけになるとみています。また、足元の円安基調もそのような動きを加速させる要因であると捉えています。

その他、先週は金融市場にとって比較的静かな一週間となりました。振り返ってみれば、ジャクソンホール会合では目新しい材料はほとんどありませんでした。多くの点から、過去数年間において、むしろECBの夏のシントラでの会合が「新たなジャクソンホール会合」とも言える位置づけになっているように思えます。

また米国政治では先週、米共和党・マコネル氏が記者会見の最中に突然黙り込んでしまう場面があり、共和党の重鎮に対する心配の声が挙がりました。次期大統領選での両党の候補者もそれぞれ（マコネル氏同様）80歳前後の人物になると予想され、この年齢の者がそもそも国の政治のトップを務めるべきなのかどうかに関して、疑問の声が挙がっても不思議ではありません。

社債市場では、この先一週間で新規発行が大幅に増加すると予想され、どの程度の水準で取引されることになるかは興味深いとみています。広範に言えば、今年初めの時点と比較して、投資家はクレジット及びデデュレーション・リスクに関して、それぞれオーバーウェイトのポジションに移行していると思われるため、何らかの情報がそのような見方の再評価を促すきっかけとなれば、再び困難な市場環境となる可能性もあるとみています。

## 今後の見通し

今年も残り4ヶ月となる中、ここから年末までの経済及びマクロの道筋に関しては議論の余地が多くあり、不確実性が高いと考えています。政策はデータ次第モードにあり、成長及びインフレそれぞれに関してかなりの不透明感が存在します。つまり、あらゆる可能性が残されているということです。

8月の後半は、債券及び株式市場がともにそれまでの下落分を取り戻す動きを見せ、市場のボラティリティも低下しました。しかし、市場参加者が夏休みから戻る中、このような穏やかな投資環境が秋に掛けても続くかどうかは興味深く見守っていきたいと思います。

下落局面では押し目買いをし、上昇局面では利益を実現する、という投資スタンスは当たり前のように聞こえるかもしれませんが、市場参加者がいかに忘れやすく、慢心を抱きやすい存在であるかということには常に驚かされます。

最初のイベントが大惨事になったにも関わらず、ファイア・フェスティバル（FYRE Festival）の第二弾（場所及び出演者はいずれも未定）の前売りチケットが既に売り切れているという状況を鑑みれば、人々が誇大広告や勢いにいとも簡単に流され、最終的に後悔することになってしまうかということも想像がつくでしょう。実際、ここ最近バブルのようにも見え始めたAIを巡る熱狂にも、そのような側面があると言えるかもしれません。

とは言いながらも、金融引き締めサイクルの最中であって、FOMO（Fear of Missing Out; 取り残される不安）は実を結ぶ投資戦略とは言えないでしょう。この先、JOMO（Joy of Missing Out; 取り残される喜び）に取って代わられる日も近いかもしれません。

## 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