



不公平な市場

儲かりすぎて笑いが止まらないのは誰でしょうか？

2024年2月23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

- 債券市場は静かな動きとなった一方で、決算内容は引き続き市場の期待に応え、堅調な株式市場を下支えしました。
- 複数の政策当局者との面談では、彼らが2024年初めの時点のかなり積極的な利下げ予想に対しては懸念を示していたものの、足元の織り込み具合には概ね満足している様子が見受けられました。
- 英国では、財政緩和が来月のテーマになるとみられる一方、ユーロ圏においては比較的財政面での慎重さが見受けられます。
- 今後の見渡すと、米PCEコア価格指数に市場の注目が集まるでしょう。予想を上振れることがあれば、インフレの低下基調に疑問符が付き、債券利回りの上昇が続く可能性があります。

先週初めは、国債利回りが異常なほどの狭いレンジ内での取引となり、金融市場は極めて静かな動きとなりました。注目すべき経済指標が少ない中、まるで多くの債券コメンテーターが、水曜日に予定されていたエヌビディア社の四半期決算発表を控えて、同社の株価をあれこれ分析することに気を取られていたかのようです。

AI（人工知能）は流行りのテーマであり、この先数世代に亘って私たちの知っている世界を大幅に変え得るテクノロジーであると言えます。究極的には、AIの搭載によって幾つかの仕事は不必要とな

るかも知れません。しかし、過去に何度も目にしてきたように、社会は新たな役割や仕事において労働者を活かす術を知っており、そのような仕事の多くははまだ社会に出現していないものかも知れません。

とは言いながらも、短期的な意味合いに注目してみると、AIを巡る狂乱やAI戦略を練る必要性が、米国においてある種の投資ブームとも呼べるものを加速させているような印象を持っています。多くが経済活動の減速を予想していた最中に、足元の景気拡大がまだ続く余地があることを示唆する新たな要因が出現しているとも受け止められるでしょう。

明らかに、企業のCEOは大勢に乗り遅れまいとしており、AI関連の話題はエヌビディアなどの企業への需要を急増させる一助となっています。とは言いながらも、AIを巡る大騒ぎは、それらの企業の株価のバブルをもたらすリスクもあり、1990年代後半のドット・コム・バブルや、1900年代の鉄道の発達においてすらも見られたように、過去にも破壊的なテクノロジーが出現するときに何度も目にしてきた光景です。

ある時点で、エヌビディアのような企業が膨らんだ期待を上回り続けることができず、市場の落胆を誘う時が訪れることになるでしょう。そのような見方からすれば、企業経営者とは人から嫌われる運命の厄介な立場かも知れず、「儲かりすぎて笑いが止まらない」状態にでもならない限り、気の毒にさえ思えるかも知れません。

ただし、先週発表された決算内容は引き続き市場の期待に応え、堅調な株式市場を下支えしました。株式市場はリセッション・リスクを払しょくしてきており、これまで織り込まれていた水準よりも金利が上昇しているにも拘わらず、価格評価は何とか持ちこたえています。リスク資産は、直近の残念なインフレ指標はある程度一時的なものであり、来月にはディスインフレ傾向が再び見られることを期待する市場参加者の一般的な見方に引き続き支えられているようです。

しかし、米生産者物価指数（PPI）の予想を上回る伸びを踏まえると、今週発表される米個人消費支出（PCE）コア価格指数には上振れリスクがあると見ています。また、労働市場の引き締め具合も賃金にとってのリスク要因であり、それらを踏まえ、インフレ低下という定説はこの先数週間で試されるリスクがあるとみています。

それ以外では、市場が織り込む米連邦準備制度理事会（FRB）の政策金利見通しは、もはやFRB自身の予測とそれほど大きく乖離していません。先週行った複数の政策当局者との面談では、彼らが2024年初めの時点で先物市場に織り込まれていた、かなり積極的な利下げ予想に対しては懸念を示していたものの、足元の織り込み具合には概ね満足している様子が見受けられました。

したがって、米国金利では引き続きアクティブなポジションは取らず、日本や英国金利においてショート・ポジションを選択する方針としています。全体としては金利デューレーションをショートとしており、これは米国経済に対して極めて前向きである広範な見方と足並みを揃えたポジションであると考えています。また欧州では、米国と比べるとその見通しはかなり暗いものの、1-3月期には成長の回復を予想しています。

英国では、財政緩和が来月のテーマになるとみられ、スナク政権は、英予算責任局（OBR）が承認すると予想される200億英ポンドのほぼ全てを活用しようとするでしょう。緩和的な財政政策は米国でも話題となったテーマであり、財政の持続性に関連した懸念の拡大はじわじわと市場に影響をもたらす、投資家が長期資産の保有に必要とするターム・プレミアムの上昇につながるとみています。

その意味で、ユーロ圏においては比較的財政面での慎重さが見受けられます。しかし先週、エストニアの首相が防衛費強化のため1,000億ユーロの資金調達が必要であると主張したように、ロシアがウクライナ支配に向けて突き進む中、欧州大陸の指導者が立ち向かわなければならない多くの試練が存在しています。プーチン氏勝利は決して許されることではないとの見方では多くの政治家が一致しているものの、その点に関して言えば、そのために現時点で多くの議論がなされていながらも、誰が主導権を握るかという点において、ほとんど行動がとられていない状態であると言えるでしょう。とりわけ、米大統領選でトランプ氏が勝利すれば米国が支援を縮小するリスクを勘案すれば、尚更です。

また、トランプ氏勝利は、移民を押し戻し、関税を引き上げることにつながるでしょう。これらはいずれも、中期的にインフレ懸念を高める可能性のある政策項目であると言えるでしょう。さらに、このような政策の方向性は、米国債の利回り曲線のスティープ化につながる可能性もあるでしょう。ただし、ここ最近の米国金利の上昇局面においては、投資家がコンセンサスのポジションを解消する中で、ある種のフラット化トレンドが見られていることも事実です。このような点を踏まえ、スティープ化を予想したポジションを構築することがより魅力的であるように思いますが、2年/10年ゾーンに注力するよりは、10年/30年のカーブ形状においてポジションを取るの方が賢明であると判断しています。

そんな中、直近の米連邦公開市場委員会（FOMC）議事録においては、参加者が時期尚早な利下げリスクに言及する中で、同委員会が利下げ開始を急がないであろうという姿勢が見受けられました。実際に、政策当局者との会話で話題に挙がるのは、ここ最近の米経済指標は現状の米政策金利が必ずしも抑制的ではないことを示唆するということについてであり、そのことが、R*の適切な水準に関連して更なる疑問を投げかけるとともに、今や中立金利はどの程度の水準であるかを問いかけるきっかけとなっているようです。したがって、次回FOMCを来月に控えるにあたり、現時点で2.5%にある「長期的なドット水準」は、今では広範に低すぎると認識されており、同水準が上方修正される余地が相応にあるとみています。

欧州のPMI指標は、昨年末頃と比較して1-3月期の活動が上振れたことを示しました。これは、リセッションの回避を意味するかもしれませんが、成長がゼロ近辺であることは事実です。現時点ではリセッションよりもスタグネーションという表現がより正確であるかも知れず、労働市場の大幅な弱含みを示唆する証拠が見られていないことにも留意する必要があるでしょう。

一方で、指標を精査してみると、南欧が北欧をアウトパフォームしている傾向が続いており、ドイツの製造業は引き続き「欧州における病人（ze sickmanner of Europe）」のように出遅れています。その点に関して言えば、ドイツの武器製造を増やすことが1つの解決手段になり得るのではないかとこの見方もありますが、シヨルツ首相らがそれほどの決断力を見せると考えることは引き続き困難でしょう。

その他、英国においても経済指標がやや上向きました。イングランド銀行（英中央銀行、BoE）の発言からは、彼らが概ね市場の政策金利の織り込みに納得しているように見て取れました。統計的には、英国の総合CPIは4-6月期に低下し、その後再び上昇するでしょう。

しかし、妥結賃金が依然として5%を上回る中、ブロードバンドや保険料、地方税などに至るまでの広範な物価がインフレを上回るペースで上昇している中、サービス・インフレの動向は引き続き課題になるとみています。甘党の人たちには残念ですが、チョコレートの価格ですらこの先引き上げられるようです。

この先の財政緩和も視野に入中、英国のインフレはコンセンサス予想を上回るとの見方を維持しており、結果として多くが望むようなBoEの今年の利下げは困難であるとみています。

日本では、日銀の植田総裁の発言から、日銀がインフレ軌道に対してより自信を持ち始めている様子が伺えました。また、トヨタ労組が今年春闘に向けて過去最高水準の賃上げを要求したとの報道は、今年の春闘で5%近くの賃上げが達成されるとの予想を裏付ける内容でした。仮にこの水準で妥結すれば、昨年を1%上回り、過去30年で最大の賃上げとなります。

日本の株式市場は先週、力強い日本企業の業績などに押し上げられ、史上最高値を更新しました。円安や、価格決定力の高まりも株価を押し上げている要因でしょう。その意味で、これらの恩恵が労働者に及び始めているのは、政治家が望んだ通りであり、心強い展開であると考えます。

日本の労働市場の引き締め具合を踏まえれば、本来その影響はもっと早くにもたらされるべきであったと言えるかもしれません。とは言いながらも、インフレ率がより持続可能な形で2%近辺に達したとの信頼感が高まっていると見られます。

株式市場の底堅い動きは引き続き社債価格にも追い風となっており、社債指数のスプレッドは力強い社債への需要も相まって縮小基調にあります。欧州社債のスプレッドは引き続き米国を上回る水準にあり、上昇局面において相対的に出遅れています。

同様に、現物社債のスプレッドは良好な需給面による恩恵を受けている一方、CDSのスプレッドにはそれが見られないため、両者のスプレッド差は縮小を続けています。欧州では金融社債のアウトパフォーマンスが続いています。月初来で見ると、CoCo債指数のような劣後債スプレッドは25bps縮小しており、昨年10月の水準から100bps程度縮小していることとなります。ただし、このようなトレンドは依然として継続する余地を残していると考えています。

為替市場では、米ドルがやや軟化傾向で推移しました。これは、成長における米国例外主義という点からするとやや意外な展開と言えるでしょう。概して言えば、資産クラスとしての通貨のボラティリティはここ最近でかなり低下しており、金利やクレジット債市場との比較では、それが一層際立ちます。

グローバル・マクロ経済の枝分かれを踏まえれば、このような動きはやや例外的であるように思えます。引き続き、一部通貨については、金利低下に伴うキャリー取引の巻き戻しに脆弱であるとみています。ハンガリー・フォリントやコロンビア・ペソがその代表例であり、ショート・ポジションを選好している通貨です。その他では、米ドルについては対ユーロで上昇基調となる可能性が高いとみており、対ユーロでのロング・ポジションを積み増す好機を探っています。

今後の見通し

今週は、米PCEコア価格指数に市場の注目が集まるでしょう。予想を上振れることがあれば、インフレの低下基調に疑問符が付き、債券利回りの上昇が続く可能性があります。一方、同指標が比較的穏やかであれば、投資家が物価指標を、とりわけこれらの指標における帰属家賃の影響を踏まえ、ある種統計上の異常値であるとして見過ごし始める可能性があるでしょう。

それ以外では、米国株式に対する市場センチメントがさらに上振れするかどうかを興味深く見守っています。S&P500種指数は5,000の大台を突破し、企業の決算シーズンは終わろうとしています。最近面談をしたある欧州の投資家の間では、「何らかの成長が見られる唯一の経済」であることを挙げ、遅ればせながら米国株式の上昇に追随しているようでした。さらに、弱気派（ベア）も日増しにその数字に恐怖を抱き始めているようです。

ある意味では、FOMO（Fear of Missing Out; 見過ごすことへの恐れ）という投資テーマの正当化という側面もあるのかもしれませんが、TINA（There is No Alternative; 代替となるものはない）という考え方は投資戦略とは言えませんが、センチメントに変化が見られない限り、現時点で潮目の変化を予測することは難しそうです。

将来いずれかの時点では、やや厄介な終末がもたらされるかもしれません。しかし今のところは、AIの投資モデルですらも、自己増強的にAIのバンドワゴンに飛び乗ろうとしているかのようです。この調子では、世界各地の地政学面での複数の話題を除けば、AIが人々の唯一の話題となりそうです。

それ以外で言えば、もし我々がAI消費の最中（もしくは初期段階）にいるのであれば、果たしてどの程度FRBが利下げを実施する必要があるのか、という疑問を抱くことも妥当であるように思えます。そんな中でも、人の能力や技術が、近い将来何かに取って代わられる可能性は低いということには安心感を抱いています。このコメント執筆についても、当面はロボットにアウトソースすることはないことをお約束します。

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