



1989年であるかのようなパーティー？

「時間が巻き戻った」かのような一週間でした。

2024年3月1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

- ここ最近の政策金利見通しの織り込み修正によって、足元では市場と中央銀行が自ら示す政策見通しとの乖離はそれほどなくなってきています。
- 米国経済は引き続き底堅い一方で、直近のコア個人消費支出（PCE）指標は概ね市場予想通りとなり、粘着性のあるインフレに対する懸念はいくらか緩和されました。
- 米欧の不安定な政治情勢に投資家は引き続き頭を悩ませています。
- 政策当局者は過去の量的緩和から生じる損失への対応に追われています。

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。

先週は、特に週前半は特段目立った経済指標の発表もない中、国債利回りがやや高い水準で推移しました。ここ最近の政策金利見通しの織り込み修正によって、足元では市場と米連邦準備制度理事会（FRB）などが自ら示す政策見通しとの乖離はそれほどなくなっており、この先数週間で市場が何らかの方向に大幅に動くためには、経済に関する新たな情報や中央銀行の発言などが必要となっている印象を持っています。

とは言いながらも、米国経済が底堅さを維持しているとの見方にほとんど変化は見られません。また、AI（人工知能）主導の投資ブームが、1990年代終わりに目にした光景との共通項を多く有する経済サイクルであることをさらに際立たせていることにも留意しています。

政治面では、トランプ氏が米大統領選において共和党候補者として選出される可能性がまた一段と高まり、今週予定されているスーパー・チューズデーでこれが確実になるとみられます。世論調査を見ると、トランプ氏の（支持率から不支持率を差し引いた）純支持率は、依然マイナス圏にはあるものの、前回の大統領選以降で最も高い水準にあることは特筆すべきでしょう。

それとは対照的に、バイデン氏の人気は低下の一途を辿っており、現政権での支持率は過去70年間の歴代大統領の中で最も低い水準です。力強い米国経済や株式市場の熱狂、低水準の失業率などを踏まえれば、バイデン氏の不人気には二重の意味で驚かされます。欧州の多くのコメントーターが、トランプ氏は極めて不人気な大統領であったと推察しがちな中、相対的に言えば、バイデン氏も米有権者に相当不人気であるという点も興味深いと考えています。

もちろん、大統領選の行方は、6つの「スウィング・ステート（激戦州）」における有権者の動向に左右されることになるでしょう。しかしながら、現時点においてはトランプ氏が最有力候補として認識され始めており、海外の友好国にじわじわと影響をもたらし始めています。

これまでも述べた通り、欧州各国において、プーチン氏がウクライナに勝利することは良心に照らして受け入れ難いとされています。しかし、米国がウクライナ支援を縮小させる可能性が高まっている中、その抜けた穴を埋める用意があるのはどの国であるのかという疑問が日増しに高まっています。これに関して、EU指導者の間では行動よりも発言が多く見られる状態です。その意味で、フランスとドイツの発言に整合性がないことは懸念されます。

とは言いながらも、多くの国において軍事費の大胆な変革が求められていることは間違いなさそうです。仮にそうなった場合、一部の地域では軍事費拡大が経済成長の追い風となる可能性があり、物価圧力を加速させる要因ともなり得ます。また、そのように欧州において財政緩和の必要があるとの見方は、欧州中央銀行（ECB）が金融政策の決定にあたって考慮せざるを得ない要因となる可能性もあるでしょう。

その他では、欧州主要都市において農家のデモが大惨事につながり、EU本部のあるブリュッセルでも大きな影響が出たことを衝撃とともに受け止めました。一連の動きは、グローバル化や移民受け入れ、さらには物価上昇と生活水準の低下の原因となった環境関連政策を否定する、ある種右翼的なポピュリストの言動に姿を変えているようにも見受けられます。成長が低迷した経済において、このような状況は中心にいる政治指導者に試練を与えます。多くの観点から、政治家はこれまでの政策を反故にすることには消極的ですが、こうした声のいくつかを無視していることで、右翼的ポピュリズム感情がさらに高まっています。

ある意味では、トランプ氏のような指導者の中に共通の利害を見出している欧州の有権者層は存在しており、そのような動きが加速するかどうかを見極めるためにも、とりわけフランスやオランダなどの国では世論調査の動向を注意深く見守っていきます。

別の話題として、ここ最近政策当局者との間では、過去の量的緩和（QE）時代に中央銀行が買入れた債券から生じる損失に関連したトピックが議題に挙がります。過去の金融緩和によって、中央銀行は多額の国債を保有するに至りました。例えば英国の場合、その額は総額9,000億英ポンド近くにのぼります。購入時点において、利回りは0%をそれほど大きく上回らない水準でした。英政策金利が5.25%にある中、資産部分と負債部分にかかる金利の大幅な金利差によって、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は大きな損失を抱えています。

さらに、量的引き締め（QT）による債券売却を通じてQEが縮小される中、保有資産の時価評価での損失が確定されることで痛みが増しています。その損失幅を具体的な例で見ると、2061年償還で利率0.5%の英国債を、BoEはパー価格で購入しましたが、現時点で市場で売却した場合、わずか30セントにしかならず、70%の大幅な損失を意味しています。QEの結果としての損失額を合計すると2,000億英ポンドにも及ぶと試算されており、トラス政権の悲惨な「ミニ予算」が総額（わずか）300億英ポンドであったことと比較してみても、かなりの額であることがわかります。

このような点からすると、QEは過大な費用のかかる愚策であったように見受けられます。ただし、反証がない限り、そのような緩和的な政策が実施されていなかった場合、新型コロナのパンデミック禍において経済に何が起こっていたかを知ることは困難でしょう。実際、QEや同様の緩和策実施は決して英国に限ったことではなく、当時その他先進国経済の大半で実施されていました。英国においてそれがより大きな問題となるのは、インフレのオーバーシュートによって損失がより大きくなっているためです。さらに（QEに含まれず）値上がりしたインフレ連動債の負債も、英国財政を圧迫しています。

その点において、日本の例との比較は興味深いと言えます。日本では、日銀が同様にかんりの国債を保有しており、利回り上昇によって損失が拡大する可能性があります。しかし、日銀は同時に日本株式の買入も実施していたため、その損失補っても利益が残り、その金額は1,500億米ドル近くとも言われています。

この先再び中央銀行がQE実施に傾くことがあれば、この点は学ぶべきこととなるかもしれません。ただし多くの点からその可能性は低いように見え、QEに伴う損失が中心にいる政治家の間で正しく理解されれば尚更、より受け入れ難い政策となるのかもしれない。

日本では、発表された消費者物価指数（CPI）が22ヶ月連続で日銀の2.0%の目標を上回りました。一方、食品とエネルギーを除くコアコアCPIは3.5%のペースで上昇しており、ここ最近の物価基調には幾らか落ち着きは見られるとは言え、日本において物価圧力は高止まりしています。

円安の影響もあって日本企業も力強い業績を発表しており、この先予定されている春闘では、昨年を1%上回る5%に近い賃上げが達成されるとみており、これは30年振りの高水準です。このような状況を踏まえ、引き続き日銀による政策調整を予想しており、今週東京で実施する予定の投資家や政策当局者との面談を通じて、このテーマをさらに試したいと考えています。

社債及びソブリン債のスプレッドが引き続き縮小基調となる中、先週は市場のモメンタムがやや低下し始めている印象を持ちました。短期のうちに、発行体が比較的旺盛な需要を好機とみる中、比較的力強い額の新規発行が見られました。

実際2月には、事実上セカンダリー市場で取引されている既発債にほとんどプレミアムが上乘せされていない新規発行も多く見られましたが、買い手の選別が加速する中、そのような傾向は続かないとみています。したがって、これまでのスプレッド縮小を踏まえれば、この先数週間ではスプレッドがレンジ内で推移する可能性があると考えています。

しかし、新規発行額はこの先減少するとみており、経済環境が引き続き穏やかであれば、そのことがこの先数ヶ月間でのさらなるスプレッド縮小を促す要因になるとみています。

為替市場におけるボラティリティは引き続き極めて低い状態が続いています。先週は、ハンガリーが100bpsの利下げを実施し、ハンガリー・フォロントが下落基調となりました。一部エマージング市場（EM）通貨でのキャリー・ロング・ポジションが解消されるというテーマは予想していたものであり、この先も続く可能性があると考えています。

その他EMでは、UAEやその他中東諸国による積極的なエジプトへの投資によって、同国のスプレッドが大きく縮小したほか、その他のストレスもしくはディストレス水準にあった高利回り諸国にも追い風となりました。

エジプトは、食品やエネルギーの輸入国として過去数年間に亘って苦境に陥り、長きに亘ってマクロ面での課題を抱えていました。昨年10月に1,900bps近辺を付けていた同国のCDSスプレッドは、短期的なデフォルトのリスクが大幅に減少する中、先週720bpsまで縮小しました。

しかし、多くの高債務ソブリンにおける問題が解決したと結論付けることは時期尚早であるとみており、引き続き、国を厳選した慎重な姿勢を維持することが賢明であると考えています。

先週発表された米国のコア個人消費支出（PCE）指標は概ね市場予想通りとなり、ここ最近の物価指標の上振れに一服感を与えました。しかし、この先数ヶ月間での上振れは引き続きリスク要因であり、インフレ鈍化に向けた進展が止まったとの警戒感に拍車を掛ける可能性があると考えています。

今後の見通し

2024年に入って債券利回りが上昇する中でも、リスク資産は堅調に推移しており、この背景は、リセッションのリスクが後退して将来の利下げ期待が一部剥落していることを反映しているためです。

しかし、仮にリセッション・リスクが再燃したり、FRBの政策金利が本当にピークをつけたのかどうか疑問符がつくような指標が発表された場合、ネガティブな市場の反応につながる可能性はあるとみています。

イースター休暇を迎えるまでの今後数週間では、多くの経済指標や中央銀行の発表があります。来週のECB会合では、ECBの見方にそれほど大きな変化はないと予想しており、理事会は金融政策を据え置き、インフレが目標に回帰するまでのさらなる証拠を待つことを選ぶとみています。

また、経済指標に大きなサプライズがなければ、月末に予定されている米連邦公開市場委員会（FOMC）でもトーンに大きな変化は見られないと予想しています。結果として、期待に照らして大幅な政策サプライズをもたらす可能性があるのは日銀のみであるとみていますが、そのためには今後数週間で発表される経済指標が底堅さを維持する必要があるでしょう。

そのような点を踏まえれば、日本株の継続的な上昇は、日本で何かが湧き上がっていることを示唆するさらなる証拠であると言えそうです。日経平均株価は40,000円に近づき、35年振りの高値となっています。その意味で、前週はエヌビディアに市場が熱狂し、まるでプリンスが歌う「Let's party like it is 1999」さながらでしたが、先週の市場のサウンドトラックを選ぶとすれば、Cherの名曲「If I could turn back time」であったと言えるかも知れません。

興味深いことに、同曲が音楽チャートを席卷し、日経平均がこれまでの最高値を付けていた1989年に、日本のインフレ率は2.6%で、日本の政策金利は4.25%でした。一考の価値はありそうです。

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