



ようやく春、でも春風に入り混じるのは愛よりもヘイト？

花は咲きましたが、今の世の中には楽観的な見方が不足しているようです。

2024年4月5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

- 力強い経済指標によって市場参加者の利下げ期待が後退する中、グローバルに国債利回りが上昇基調となりました。
- やや急な景気減速を予想し続けているエコノミストは肩身が狭い思いを強いられています。
- ユーロ圏のインフレ率は足元で幾らか改善傾向にあり、ECBは6月にも利下げを開始するため順調に歩んでいるとの見方を維持しています。
- 日本国債利回りも上昇し、四半期の日銀短観は経済状況が上向いていることを示す内容となりました。
- 1-3月期は、リスク資産が極めて力強いパフォーマンスを見せました。経済活動を示す指標が引き続き堅調であれば、リスク資産の底堅い動きが4-6月期も続く可能性があるとみています。

先週は、イースター休暇を挟み取引日としては短い一週間となりましたが、力強い経済指標によって市場参加者の利下げ期待が後退する中、特に週の前半はグローバルに国債利回りが上昇基調となりました。前週に発表された米ISM製造業景況指数は2022年以来初めて（拡大と縮小の境目とされる）50を上回るとともに、各項目の数字も力強さを示しました。このような指標の動向は、サイクル後期というよりはむしろ中期に見られる傾向で、やや急な景気減速を予想し続けているエコノミストは肩身が狭い思いを強いられています。

そんな中、市場参加者の間では、5.375%の米政策金利は経済活動にとって特段抑制的ではないとの見方が強まっているようです。結果として、米国債利回りは昨年11月以来の高水準を付け、多くの投資家のコンセンサスのポジションに逆らう動きを見せました。

市場参加者はあまりにも早い段階で米国経済がだめだと見切りをつけ、インフレの落ち着きによって長い金融緩和サイクルが始まることを想定してしまっていると、これまで長きに亘って我々は指摘してきました。同時に、投資家はそう遠くない将来に利下げがあると信じ続けることを望んでおり、またそのことが弱気な価格動向を抑える要因になっていると考えています。さらに、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長も、経済指標がそれを許容する限り、利下げの機会を伺っているように見受けられます。

今週、ワシントンDCで政策当局者との面談を行います。今の段階では、FRB議長としての輝かしい遺産を確かなものとするため、パウエル氏はソフトランディングに賭けたい意向があるように思えます。また、大統領選に向けた動きが本格化する前に、利下げを開始したいとの願いもあるように伺えます。したがって、米連邦公開市場委員会（FOMC）は7月にも利下げを開始する可能性もあるとの見方を維持していますが、経済活動の減速ペースが大幅に加速しない限り、年内の利下げ回数は1回もしくは2回に留まるとみえています。

中東情勢の緊迫化による原油価格の上昇も、債券利回りにとってのリスク要因となっています。3月の米インフレ指標では再び前月比+0.3%が見込まれ、コアCPIも前年同月比+3.7%近辺に留まるなど、FRBの目標である2%に向けた進展が鈍いことを示すと予想されています。

対照的に、ユーロ圏のインフレ率は足元で幾らか改善傾向にあります。3月のコアCPIは前年同月比+2.9%に低下しました。したがって、ECBは6月にも利下げを開始するため順調に歩んでいるとの見方を維持しており、パウエル氏が何とか利下げを実施できるという時に、ラカルド氏が既に2回の利下げを実施していたとしてもそれほど不思議ではないと考えています。

その他ユーロ圏では、利回りが上昇する中で、周辺国国債の спреッドも拡大しました。ただし、価格動向のきつかけとなるような目立った報道はなく、さらにソブリン債の動きとは対照的に、ユーロ圏の社債スプレッドは引き続き需給要因などに支えられて比較的堅調な動きとなりました。

とりわけ、欧州銀行に関しては、高金利環境下における力強い業績などが追い風となって株価が9年振りの高値を更新する中、スプレッドもアウトパフォームを続けています。指数レベルで見れば相対的にデュレーションが短く、平均信用格付けが高いにも関わらず、足元で欧州金融社債指数のスプレッドは非金融社債のスプレッドをかなり上回っており、引き続き欧州銀行債には割安感があるとみえています。

英国債は先週、米国債主導の利回り上昇に対する一定の抵抗力を示しました。しかし、電力料金の低下を除けば、インフレ関連の話題はこの先も安心材料と言うよりは懸念材料になり得ると見られる中、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が早期の利下げを実施することは極めて困難になるとの見方を維持しています。

よもや話になりますが、保険料が2倍になったとか、小売物価指数に連動して価格が大幅に上昇したといった話題をよく耳にするように思います。インフレの根強さへのこの種のショックは重要で、これが期待インフレの元になるからです。その点で、英国においては、期待インフレの上昇につながり得る証拠が、他の主要経済と比較しても足元でより多く確認されているように見受けられます。

先週は、日本国債の利回りも米国債利回りにつられる格好で上昇しました。国内の経済指標においては、四半期の日銀短観も重視され、経済状況や全般的なセンチメント、購買意欲が上向していることを示す内容となりました。政策当局者は依然として2%のインフレ目標達成について言葉が濁しています。

しかし円安圧力も継続する中で、将来の引き締め計画の前倒しを市場が日銀に迫っても不思議ではないでしょう。これまでも述べた通り、追加の政策対応がない限り、通貨の押し上げを狙ったいかなる策も短命に終わる可能性が高いとみえています。

さらに、足元では米国の政策金利見通しが日本よりも大幅に動いていることから、この先の日本円の（とりわけ対米ドルでの）道筋を決定づける要因としては、米利下げサイクルのタイミング及び規模の方が重要かもしれません。

ここ最近では、ギリシャやイスラエル、ラトビア、リトアニア、エストニア国債に関して、スプレッドが縮小し、さらなるスプレッド縮小の余地が限られているとの見方からポジションを解消しました。イタリア国債に関しては中立的なスタンスを維持し、より割安な投資機会をその他市場に見出しています。

今後の見通し

先週金曜日に発表された米雇用統計では失業率が3.8%に低下するなど、既に米労働市場に関連した広範な指標が示唆していた米経済の底堅さを裏付ける内容となりました。また今週発表される米CPIに関しては、より大きな影響力を持つ可能性があるともみています。成長が比較的強さを維持する中、今後数ヶ月間は、インフレ動向がFRBの行動を左右し得る要因になるとみています。

その意味で、3月のCPIに関しては予想を上振れるリスクがあり、ここ最近のやや残念な指標が一時的なノイズではないかもしれないとの懸念を高める可能性があります。しかし一方で、この3月のCPI発表が終われば、今の四半期のCPIについては前四半期よりもベース効果が少しプラスに働くとみています。したがって、3月CPIの発表が済んだら、水準によっては米国債への投資妙味が増す可能性もあるとみています。

1-3月期は、リスク資産が極めて力強いパフォーマンスを見せました。その背景として、金融緩和とサイクルが始まろうとしている局面で、堅調な経済活動や企業業績が確認されているという状況が重なったことが大きいとみています。

したがって、仮に成長の急減速が見られたり、市場で大幅利下げを織り込んだりすることがあれば、やや困難な市場環境となる可能性もあります。しかし現時点においては、経済活動を示す指標は堅調で、利回りの上昇も比較的抑えられており、今後数ヶ月間は投資家のリスクセンチメントが維持される可能性があるともみています。

そのような点を踏まえ、リスク資産は4-6月期もプラス・リターンとなる可能性があるともみていますが、その場合、年後半にはより試練が待ち構えていることも想像出来ます。したがってリスク資産や、2024年の金融緩和とサイクル開始の可能性を巡っては、「噂で買って、事実で売る」という展開になるかもしれません。

春の訪れは通常、期待感や愛情に満ちあふれた空気感を醸し出すものです。しかし今の世の中では、ガザ地区やウクライナで続く紛争が悲惨な映像を映し出し、愛というよりは憎しみ（ハイト）に関連した話題が多いように思えてなりません。そんな中、ポピュリスト的な政治家も、ネガティブなメッセージで大衆を刺激することに満足しているように思います。

我々により近いところでは、先週、ヘイトクライム（憎悪犯罪）法が施行されたスコットランドでの話題が注目を集めました。立法の過程において立法府自体がヘイトクライムを行ったと非難され、スコットランドのハムザ・ユースフ首相自身が（同法に照らして）警察当局に捜査されるべき首謀者となった状況から、良かれと思ったことが裏目に出ることがあるということ浮き彫りにしました。ただしそのような政治とは対照的に、少なくとも金融市場の足元の動きは幾らか理解できるように思えます。

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