



チタンよりも強力

一部の消費者には、いまだ利上げの影響は見られていないようです。

2024年1月26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

- 引き続き米国経済の耐性がマクロ面で市場を覆うテーマとなっています。
- 全体として、堅調な米国経済と穏やかなデysinフレ傾向が相まって、時間の余裕を米連邦公開市場委員会（FOMC）に与えるであろうとみています。
- 欧州中央銀行（ECB）は何らかの結論を導き出す前に、さらなる経済指標の動向を見守る選択をしました。
- ECB同様に、日銀も大方の予想通り政策を据え置き、「物価の安定目標を実現する確度が少しずつ高まっている」との見方を示しました。
- 今後を見渡すと、マクロ経済指標に関連した不確実性は高止まりしているほか、個別材料での地雷リスクの可能性は高いと見えています。

先週は、複数の主要中央銀行で会合があったものの、経済指標の発表という意味では比較的静かで、国債利回りは行ったり来たりの展開となりました。高金利や地政学面での不確実性、中国を起因とするグローバル経済の成長懸念にも関わらずS&P500種指数が最高値を更新している中、引き続き米国経済の耐性がマクロ面で市場を覆うテーマとなっています。

さらに、市場は米利下げサイクルの開始予想を先延ばしにしつつあり、わずか数週間前には85%まで高まっていた3月の会合での利下げ可能性は、足元で50%程度まで低下しています。しかし、この先の多くのリスク要因を踏まえると、慎重さと冷静さを保つことが賢明であると考えており、市場の見方に極めてばらつきがある足元の投資環境では尚更でしょう。そうしたことから、現状の市場環境下ではリスクテイクに対して、より機動的なアプローチを愛好し、この先もっと明確に非対称な投資機会が出現するのを待ちたいと考えています。

米連邦準備制度理事会（FRB）がブラックアウト期間に突入している中、来週に控えた米連邦公開市場委員会（FOMC）を前に、委員会が持ち合わせている足元の経済指標を一旦立ち止まって精査してみる価値はあるでしょう。インフレは改善傾向にありますが、その不確実性は高止まりしています。FRBがインフレ指標として好む個人消費支出（PCE）コア物価指数の12月分は前年同月比2.9%に低下したものの、「スーパー・コア」と呼ばれる物価指標では依然基調的なインフレ率が3%を上回る中、インフレ率2%の目標を達成するまでには、いまだ多くの課題が残されているようです。

新規失業保険申請件数は20万件を下回っており、雇用市場の差し迫ったストレスの兆候はほとんど示されていません。一方で、アトランタ連銀によれば、直近四半期の賃金インフレは5.2%と高止まりしています。金融環境は足元で弛緩しており、調査に基づく指標や経済活動を示す指標の追い風となっています。直近発表されたGDP統計も市場予想を上回りました。

全体として、堅調な米国経済と穏やかなデイスインフレ傾向が相まって、金融緩和プロセスに着手するまでの時間の余裕をFOMCに与えるであろうとみており、パウエルFRB議長も同様のトーンを打ち出すとみえています。

欧州中央銀行（ECB）は政策金利を据え置きました。何らかの結論を導き出す前に、デイスインフレ傾向の継続や、1-3月期の賃金動向の進展を見守る選択をしたと言えるでしょう。その意味で、今週発表される消費者物価指数（CPI）は重要な指標となりますが、ECBの次の「ライブ」会合は、より広範な指標を包括してマクロ経済見通しが更新される6月になるとみえています。

その時点において政策調整が必要だと政策理事会を納得させるには、2025年のインフレ見通しが2%もしくはそれを下回る水準にあり、ECBの足元の予想を大きく下回る必要があるだろうと考えています。また先週の会合では、ECBスタッフへの直近の調査で、総裁としてのラガルド氏の仕事に過半数が満足していないことを示したという結果に関する多くの質問が、ラガルド総裁自身に向けられました。同氏は果敢にこれらに反論していましたが、ECBが過去の過ちを繰り返さないために、この先1年がいかに重要であるかを示す出来事であったと言えるでしょう。

ECB同様に、日銀も大方の予想通り政策を据え置きました。ただし、経済・物価情勢の展望（展望レポート）やその後の植田総裁の会見において、幾つかの特筆すべき点が見られました。展望レポートでは、2024年度及び2025年度のコアコア・インフレ率予想が1.9%に据え置かれましたが、「物価の安定目標を実現する確度が少しずつ高まっている」との文言が盛り込まれたことは、4月にこれらの指標が2%に引き上げられ、その後の利上げに向けた素地を作るとの期待感を高めるものでした。

さらに植田総裁は会見で、この春の春闘に向けて労働組合の要求が昨年より高まっており、さらなる賃上げが予想される兆候が見られると発言しました。4%近い賃上げは、賃金と物価のスパイラルが実際に起きていることを示すに十分な証拠になるとみえています。植田総裁の会見はややタカ派寄りを受け止められ、日本国債利回りに関しては辛抱強くその上昇見通しを維持しています。

英国では、紅海での物流の混乱が企業コスト及び見通しにとうとう影響し始めたことが確認されました。直近のPMIでは、紅海付近のサプライチェーンの混乱が輸送時間の長期化につながり、サービスセクターの価格圧力が高止まりしている最中に、工場のコストも上昇していることが示されました。英国は、インフレが振れやすく、また構造的に高止まりしやすいとの見方を維持しており、国内の政治的混乱と相まって、とりわけ英国債に関してはより高いリスク・プレミアムが必要な資産とみえています。

為替市場に目を移すと、2024年は単なるキャリーそのものよりも、キャリーの「コンプレッション(縮小)」が注目を集める年になるとみえています。その背景として、今年インフレ懸念が後退し、成長懸念が台頭する中で、複数のエマージング市場の中央銀行が大幅な利下げを実施するとみられる

ことがあります。

その代表例がハンガリーやコロンビアであり、それぞれの中央銀行は500bpsもの利下げを実施するとみられています。さらに、これらの国の通貨にはいずれも割高感があり、キャリーを追求した昨年の資金流入の結果として、投資家のポジションも集中しているという特徴があります。

社債市場は、新発債市場の活動が落ち着いたことや、金利の安定化、特に投資適格社債（IG）市場への力強い資金流入などが追い風となり、堅調なパフォーマンスとなりました。欧州IGが米国IGをややアウトパフォームしましたが、両市場のスプレッド差は2022年以降で最も大きく、また歴史的に見ても大きい水準となっています。

セクター別に最も注目されたのは金融セクターで、一般的に価格評価（バリュエーション）が最も魅力的であるとされているとともに、シニア債が最も多く新規に発行されています。また不動産セクターも、過去18か月間で見られた大幅なスプレッド拡大からの反発基調が続いています。

バリュエーションはやや伸びきった状態に近づき始めているようですが、良好な需給バランスに下支えされています。引き続き市場全体に対して概ね前向きな見方を維持しますが、上昇局面においては利益の実現やCDSを通じたヘッジ・ポジションの積み増しを検討します。

今後の見通し

今年に入って以降、2023年の初めと同じような傾向が見られているように思います。個別材料での地雷リスクの可能性は高く、マクロ面では、主要先進国においてデイスインフレが金融引き締めとの度合いを問う、政策面で困難な移行期間に突入する中、マクロ経済指標に関連した不確実性は高止まりしています。

今後半年から1年間の成長及びインフレ軌道を正確に予測することは誰にも困難だと考えていることから、主要金利市場においてはより機動的かつ反射的にエクスポージャーを取ることで利益獲得を狙うことを選好します。ただし日本金利と、ある程度は英国金利に関しては、その例外と考えています。

今年を迎えるにあたり、市場の利下げ織り込みを金融当局がプッシュバックする状況を想定していました。そしてそのような見方は一部実現したと言えるでしょう。しかし、よりトリッキーになり得るのは次の段階で、今後数か月間で米国経済がどのようになるかに大きく左右され得ると言えるでしょう。

一つ確かなことは、米国経済は、カニエ・ウェストが85万米ドル（約1.3億円）を掛けて新たに作ったとされるチタン製の入れ歯と同じくらい強力に見えるということです。少なくとも彼の消費に、利上げの影響は見られません。

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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(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