



熱いまま

それは世界の気温ではありません！

2024年2月9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

- 米国経済が引き続き力強さを示す中、早期の利下げ期待は後退しています。
- ユーロ圏の成長見通しは弱いと考えており、インフレ低下の進展のペースは減速する可能性がありますとみています。
- 高格付け社債に対して引き続き旺盛な需要が見られる中、この先スプレッドの縮小が続くとみています。
- 今週発表の米CPIに市場の注目が集まっており、同指標の内容は、明らかに2月後半の市場のトーンを形作ることにするとみています。

先週の金融市場では、(前週に)米連邦公開市場委員会(FOMC)が3月の利下げ開始期待を押し戻したことや、力強い米雇用統計が米国経済の堅調なモメンタム継続を示したことを受け、週初に金利が大きく上昇して以降は、概ねレンジ内の動きとなりました。

多くの点から、経済指標は12月の米連邦準備制度理事会(FRB)会合以降で力強さを増しており、金融環境の大幅な緩和につながっています。2024年が進むにつれて経済活動が減速傾向となることは引き続き予想されますが、現時点においては、利下げ実施は早くも今年後半になるであろうとの、長きに亘る我々の見方の変更を促す材料はほとんど確認されていません。

これまでのところ、インフレの減速という市場の見方は揺らいでいませんが、その意味でも今週発表される消費者物価指数（CPI）は、予想を上振れした場合に一定のリスクがあるとみています。賃金や支払物価といった指標の上振れを踏まえれば、政策当局ははまだ物価圧力に関してそれ程油断できないと考えています。

警鐘を鳴らすほどではないにせよ、これまでも述べた通り、インフレを目標水準に戻すための「最後の1マイル」が長引く可能性はあり、FRBが利下げに対してより安心感を抱くとみられるコア・インフレが3%未満に低下するまでには、依然として長い時間が掛かる可能性があるとみています。

さらに、「金融政策は、登りは階段で、下りはエレベーター」という考え方に対しては、引き続き懐疑的な見方をしています。仮に経済指標が急激に悪化したり（いわゆるハード・ランディング）、もしくは金融市場にとってかなりの悪材料となるイベントが発生したりした場合には、そのような考え方が当てはまるかもしれません。しかし、S&P500種指数が先週一時5,000を初めて突破するなど、リスク資産のバリュエーションには景気のソフト・ランディングが広範に織り込まれています。そのような環境下においては、ひとたび利下げサイクルが始まっても、利下げは一定のペースで実施されていくとみています。

さらに今回は、ともに利下げ幅が100bpsもしくはそれ未満に留まった1990年代の2度の利下げサイクルと同様に見受けられます。したがって、最終的にリセッションに向かわない限り、市場は過度な金融緩和を織り込んだ状態にあるとみており、パンデミック前の2010年代の標準的な利回り水準に戻るとの期待は裏切られる可能性があるとみています。

先週は、欧州中央銀行（ECB）高官も早期の利下げ期待をプッシュバックしました。シュナーベルECB理事の直近の発言は、ややハト派寄りであった昨年12月のスタンスと比較して顕著にタカ派寄りでした。同理事はインタビューにおいて、インフレ低下の進展ペースは減速していることに言及したほか、経済見通しのわずかな改善を示唆する一部の市場調査データを強調しました。

とは言いながらも、ユーロ圏の成長見通しは依然極めて弱いものとみています。南欧諸国は比較的堅調で、労働市場も概ね底堅さを維持していますが、ユーロ圏のGDP成長率はゼロ近辺に低迷し、政策当局はこれまで以上に下方リスクに対して警戒感を示しています。そのような警戒感の多くは、この先の米大統領選におけるトランプ氏勝利によって、米国がより閉鎖的になる恐怖と次第に結び付いてきているように思います。「トランプ政権が二期目に突入してもウクライナは勝利するのか？」といった疑問が表面化しており、明らかにドイツといった国の姿勢に変化が求められますが、ドイツに関しては、脆弱なリーダーシップに加え過去の歴史への強い拘りが続いていることで身動き出来ない状態となっており、決定的な行動を起こすことが困難になっています。

実際、このような場面こそが英国のEU離脱が最も惜まれる時であると言え、ドイツ政府があまりに長い期間に亘って何の行動も起こさず、後悔する展開とならないことを祈るばかりです。

英国では先週特段目新しい材料はありませんでした。英国長期国債のアンダーパフォーマンスは、財政懸念がそれほど遠くないところにあることを改めて示したものであり、与党保守党が3月の減税に向けてギアを上げるとともに、労働党の財政計画に対する目がより厳しくなると予想されることも、中期的に懸念材料となるでしょう。

日本でも、先週は日銀の内田副総裁による発言が注目を集めながらも、比較的静かな一週間となりました。内田副総裁は講演で、今年の政策金利軌道に関して幾らか慎重なシナリオを示しました。しかし、米国経済が再び勢いを増していることも、おそらく日銀が3月に行動を起こす可能性をむしろ高めるとみています。

その他では、米地銀関連の話題は市場の懸念材料となりましたが、超大型株主導で市場全体は上昇しました。ニューヨーク・コミュニティー・バンク（NYCB）の株価急落は、昨年3月のシリコンバレー銀行（SVB）の再来との警戒感を高めました。

ただし、これらの価格動向の背景は大きく異なり、これまでに実施された規制等を踏まえれば、同セクターでの圧力が新たな流動性イベントにつながるなどの懸念はそれほど抱いていません。ただし米国地銀に関しては、金利上昇や不動産価格の下落にさらされた、やや脆弱なセクターであるとの見方を維持しています。引き続き、商業用不動産価格については低迷が予想されるものの、多くの点から市場の価格動向は最悪期を脱したとみています。

社債市場では、高格付け社債に対して引き続き旺盛な需要が見られており、今後数ヶ月間に亘ってスプレッドの縮小要因になるとみています。中でも欧州の金融社債に最も投資妙味があるとみています。欧州の大手銀行の収益と利益率に関しては前向きな見通しを持っており、ここ最近の政策担当者との会話もそのような見方を後押しする内容になっています。

為替市場では、米国の力強い経済指標が過去数週間で米ドルを押し上げる要因となっています。しかし、米ドルの価格評価が膨らんでいることが、ここから先の米ドルのさらなる上昇の妨げとなっています。

さらに、足元ではより興味深い投資機会がエマージング市場（EM）通貨に存在するとみており、先進国と比較してより早期の利下げが予想される国の通貨に下落の可能性があるかとみています。これらの国については、現地金利市場を極めて強気に見ることも出来ませんが、通貨に関して言えば、特にキャリアを重視した投資家からのポジションが集まった通貨は最も脆弱であるとみています。

今後の見通し

この先を見据えると、まずは今週発表の米CPIに市場の注目が集まるでしょう。同指標の内容は、明らかに2月後半の市場のトーンを形作ることになるとみています。概ね事前の市場予想通りの数字であれば、市場のボラティリティは落ち着き、市場参加者は次なる経済指標の発表や3月の中銀会合を前に一息つくことになるでしょう。

市場コメンテーターが、この先1年後や2年後に今の価格動向を振り返ったとき、経済が減速するよりもむしろ加速していることを示す証拠が多く見られる中でも、利下げで頭がいっぱいになっている足元の市場状況をやや異様に思うかも知れません。金融政策の次の動きが利上げになるかもしれないとの見方は、もはやかなり時代遅れですが、現時点においてその可能性がゼロであると言い切ることは難しいと言えるでしょう。

気候関連のデータでは、世界の平均気温が上昇基調にあり、既に（工業化前から）「+1.5度」の上限を上回ったとの見方もあります。少なくとも現時点においては、米国経済の温度もかなり高まっており、広範なトレンドに目を配る予測の専門家を当惑させ続けています。マクロ・エコノミストにとっては不運なことですが、ここ最近では気候を予想する方が、（最終的にはより憂慮すべき結末に至ったとしても）経済動向を予想するよりも容易であると言えるかも知れません。

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