



日本を再び偉大に（Make Japan Great Again）

この春、私たちが笑顔にしてくれるのが桜だけでないことを願っています.....。

2024年3月8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

- 主要国債利回りの低下や米連邦準備制度理事会（FRB）への利下げ期待が投資家心理の下支えとなる中、リスク資産の堅調な動きが続きました。
- パウエルFRB議長の議会証言の内容は警戒されたほどタカ派寄りではありませんでした。
- 日本で投資家や政策担当者と面談をし、日銀の政策転換が近いとの確信を強めました。日本における基調的なトレンドはある種の変化であると考えます。
- 中国の全国人民代表大会（全人代）において5%の成長目標が示されましたが、中国経済に対しては引き続き弱気にみえています。
- ユーロ圏の政策当局者は、政策緩和を始める前にインフレに関するさらなる進展を待ちたいであろうと考えられています。

先週は、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の議会証言の内容が警戒されたほどタカ派寄りではなかったことなどから、米国債利回りが低下基調となりました。足元の堅調な経済指標や最高値を更新する株式市場にも拘わらず、パウエル氏が今後数か月間での利下げの可能性を改めて示したことから、米国10年国債利回りは2月末に付けた高水準から20bps近く低下しています。

そんな中、直近発表されたISM調査においても幾つかの項目で弱含みが確認され、経済活動が減速し始めている兆しであると捉える向きもあります。しかし、さらなる証拠がない限りは、そのような結論を急ぐことは時期尚早であるように思います。したがって、米国債利回りがさらに低下した場合には、金利のショート・ポジションに移行することを検討します。

先週のスーパー・チューズデーで、2024年の米大統領選がトランプ氏対バイデン氏の構図になることがほぼ確実となりました。現時点では、大統領選結果の決め手となる6つの激戦州においてトランプ氏が優位に立っており、トランプ氏が大統領の座に最も近いと思われませんが、11月までには依然多くのイベントが残されています。

とは言いながらも、トランプ氏が直面する法的な問題は後退しているようです。大統領免責特権を求める同氏の訴えに対する判決は6月以降になるとみられ、同氏が9月を前に裁判に直面する可能性は極めて低くなりました。大統領選の日程に近くなることから、結果として裁判は選挙後に実施される可能性があるかとみています。その場合、トランプ氏が裁判にかけられるのは、その時点でバイデン氏が勝利している場合のみです。

バイデン氏の現時点での支持率が歴代大統領の中で最も低水準であることを踏まえれば、民主党にとっては極めて厳しい選挙戦が予想されます。事態をさらに悪化させているのは、仮にバイデン氏が大統領選の候補者争いから撤退し、ハリス氏やニューサム氏が候補者になったとしても、トランプ氏が勝利する確率を高めるのみであると考えられることです。

先週は、日本で投資家や政策担当者との面談をし、日銀の政策転換が近いとの確信を強めました。インフレ率が持続的に2%を上回る状態にあると見られる中、自民党政権が近くデフレからの脱却を宣言すると予想しています。

実際、日本の消費者物価指数（CPI）は今年を通して2%を上回る伸びを続けるとみており、この先発表される賃金統計もその支援材料になるとみています。3月中旬には春闘の賃上げ交渉の結果が発表される予定で、今年も昨年の妥結水準を1%程度上回る4%から4.5%となり、過去30年間で最も力強い賃上げになると予想しています。

このような状況を踏まえ、日銀は来週に予定されている会合でマイナス金利政策（NIRP）の終了を発表する可能性があるかとみています。その発表が4月にずれ込む可能性もありますが、重要なのはそのタイミングよりもむしろ、その先の日本における政策金利軌道であると考えています。

その点について言えば、先週の政策当局者との面談を通じて、インフレ率が2%の下では、日本の中立金利の水準が1.25%から1.50%であるとの見方も強めました。この点から、インフレが国内の予想を上振れし続けている中、政策金利は今年末までに0.5%まで引き上げられるとみています。

そのような環境は、日本金利のショート・ポジションに引き続き追い風になるとみています。とりわけ、30年債利回りが1.7%近辺にあることを踏まえれば、日本の10年国債利回りは不自然に割高な水準に止まっているとみています。したがって、日本の10年国債利回りは年末までに1.25%に達する可能性があるかとみており、利回りが足元の低水準からさらに低下する余地が極めて限定的であることを踏まえれば、目先のリターンには非対称性が存在すると考えています。

円金利が上昇に向かう一方、他国では金利が低下に向かうという点を踏まえれば、日銀の政策行動は待望の日本円の押し上げ要因にもなる可能性があるでしょう。円をロングするために生じるキャリー・コストを考慮すると、円ロングに転換するタイミングには辛抱強さが求められます。

円が過度に割安であるという点は明確であり、海外、とりわけ米国との対比でみて、日本でいかにモノが安価であるかには驚かされます。そのような違いは日本の価格を押し上げる要因にもなり、この先は桜の季節で海外からの観光客もますます多く訪れることが予想される中、日本国民は欧米からの観光客による多額の消費に驚かされることになるでしょう。

また日本では、当初上昇にやや出遅れた機関投資家を中心に日本株に対しても熱が高まっています。日本のGDPは2023年後半に縮小しましたが、今後上方修正される可能性があるかとみています。1-3月期こそ、能登半島地震の影響もあってやや減速するとみられます。

しかし、日本における基調的なトレンドはある種の変化であると考えます。日本企業では、企業は再編によって利益や効率性を高め、終身雇用制度が過去のものとなる中、労働市場の動きも活発化しています。来年度は明らかに日本にとって極めて興味深い一年になるとみられ、日本市場はあまりに長い間多くの海外投資家に見過ごされてきた市場であると改めて強く感じています。

中国では、先週開かれた全国人民代表大会（全人代、国会に相当）において5%の成長目標が示されましたが、指標の信頼性にも欠ける上、市場コメンテーターのほとんどがその達成は難しいであろうと見ているようです。不動産市場に起因する成長の低迷を中国政府が輸出によって押し上げることは難しいでしょう。米国やEUが、中国からの輸入を増やそうとしていないためです。

実際にここ最近では、EUが補助金によって安価になっている中国の電気自動車に関税を課す動きに進展が見られています。同様に、中国政府は経済を消費主導のモデルへと移行させることにも消極的であるように見受けられます。そのようなアプローチは、アングロサクソンの短期目線の政策であるとの考えがあるためです。したがって、中国経済に対しては引き続き弱気にみえています。ただし、中国国内におけるデフレが、1990年代の日本の例のように、他国における物価の低下につながる可能性は低いとみえています。

英国では先週、保守党政権が総額90億英ポンドの減税を発表しました。2022年に当時のトランプ政権が打ち出した300億英ポンドの規模と比べればやや控えめであったと言えるでしょう。しかし実際のところ、ハント財務相とスナク首相にとっては、比較的前向きな経済予想にも関わらず、英予算責任局（OBR）から与えられた財政拡大余地が控えめであったことが制約になったとみられます。

一方で、労働党が今年11月にも政権を奪取すると見られる中、英国の財政計画にはこの先数ヶ月間でさらに注目を集めることになるとみられます。これは英国債に付与されるリスク・プレミアムの上昇につながる要因であるとみており、英国債は中期的にアンダーパフォームするとの見方を維持しています。

英国の総合インフレ率は今後数ヶ月間で低下するとみえています。しかし、コア・インフレ率が5%近辺にあり、賃金も6%で伸びているほか、多くのサービス業者が今後数週間で小売物価指数（RPI）に上乘せした価格上昇を発表するとみており、インフレ率は中央銀行の目標を大きく上回る水準に再び上昇する余地があるとみえています。

市場参加者の多くは現時点で英国債に対して前向きなポジションを取っており、市場が望む形でイングランド銀行（英中央銀行、BoE）が利下げを実施することは難しいと見られる中、市場参加者が落胆する余地はあるとみえています。同時に、財政赤字を抱える中で国債発行額が高止まりする一方、量的引き締め（QT）によって英国債が継続的に売却されることで需給面ではマイナスの影響が予想され、英国債に対する市場センチメントが転換し始めれば、リスク要因となる可能性もあるでしょう。

ユーロ圏に目を移すと、先週の欧州中央銀行（ECB）会合では特段目新しい材料はありませんでした。政策当局者は、政策緩和を始める前にインフレに関するさらなる進展を待ちたいであろうと思われ、最初の利下げは6月頃になると予想しています。その意味で、足元のドイツ国債利回りの水準はフェア・バリュウに近いとみえています。

一方、軍需に対する財政を拡大させるとの議論は引き続き興味深く見守っています。孤立主義的なトランプ氏が大統領に返り咲くとの警戒感が高まる中、そのような議論の緊急性は日増しに高まっています。軍事費の拡大は成長を押し上げるとともに、原料や部品調達で競合する一部セクターにおける価格圧力の加速につながるとみえています。

国債利回りが低下し、米利下げ期待の高まりが投資家のセンチメントを支える中、リスク資産は先週も堅調な動きを続けました。一部の投資家は、「根拠なき熱狂」に関連した懸念を示し、実際に株価が上昇する中、投資家の慢心は拡大しているようにも見受けられます。

しかし、AI（人工知能）主導のブームは、最終的に消滅するまで、今年を通して続く余地があるかもしれません。そのような点を踏まえ、正味ではリスク資産に対してロングのポジションを取りながらも、市場が上昇する中でポジションを削減し、利益を実現していく姿勢が引き続き最も賢明であると考えています。

今後の見通し

この先は、米雇用統計やインフレ指標の発表が予定される中、市場参加者の注目は再び米国経済指標に向かうでしょう。米労働需要に関しては、この先やや減速する可能性があるともみているものの、CPIはここ最近のデフレ傾向から予想される数字を上回るリスクがあるともみえています。

足元のマクロ経済状況を踏まえると、明らかに話したいこと（そして書きたいこと）はたくさんあり、経済や市場横断的に多岐に亘るテーマが存在します。この先の道筋を予想する上では、引き続き経済指標を精査し、政策当局者に耳を傾けることが重要であると考えており、それらのトレンドから市場の織り込みが乖離したところに投資機会を見出すことが出来ると考えています。

2024年は多くのアクティブ投資家にとってトリッキーなスタートとなり、一部ではウォール街におけるコンセンサスの集団的思考に巻き込まれたり、AIによるクオンツ・モデルが発した、誤解を招く取引シグナルに惑わされたケースもあるようです。マクロ面では多くの不確実性が存在するため、先入観を持たない姿勢が賢明であると考えます。

一方で、日本のような一部市場では、より明確かつ魅力的なリスク・リターンを提供する投資機会が存在し、分析においてより注力したいと考えています。先週訪れた東京で、いわゆるロスジェネの世代が本格的に景気回復を目にし、この先もっと笑顔になれる話題が多くあることを祈っています。同僚の日本株運用者が言っていた通り、ビットコインが70,000に至りそうな中、どうして日経平均株価が70,000円を付けないと言えるのでしょうか。

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