



ファンダメンタルズに着目：2024年の株式市場



ジェレミー・リチャードソン
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
グローバル株式チーム

2024年3月

過去2年間の不透明さと短期志向を経て、2024年の株式市場環境は改善すると考えられます。その理由をジェレミーが解説します。

2023年に株式市場で起きた出来事は？

市場は、その時々で特定のトピックに関心を持ち、それが市場の方向性を左右すると考えています。2023年は景気後退に対する懸念で始まり、春には米国の地方銀行業界の混乱で「信用収縮」の時期へと変化しました。

しかし、米国はハードランディングという最悪の事態は避けられるだろうという見方が徐々に広がり、夏ごろにはソフトランディング、あるいはノーランディングもありうるという見方も出てきました。

また同時期に、NVIDIAの目覚ましい業績と、AIというテーマの出現もありました。これらは市場にさらなる勢いを与えました。特にAIを巡るストーリーはいくつかの巨大テック企業にも関連したものとなりました。

秋にFRBが発表した“higher for longer”というシナリオは、それまで堅調だった市場に冷水を浴びせましたが、その後発表されたGDPは想定よりも力強く推移し、その後の企業利益に対する期待を下支えしました。

12月にFRBがインフレ低下のトレンドが定着したとの見解を発表したとき、年末に向けて市場の転換が加速することになりました。少なくとも米国は大幅な景気後退を回避するだろうとの見方がコンセンサスとなりました。

AIといえば、昨年の米国株式市場はどれくらいこのテーマに関連していたのでしょうか？

NVIDIAの業績とマイクロソフトのCopilotの発表により、米国のAIストーリーは力強いものとなりました。一方、米国以外の地域では、AIというテーマに対してそこまで恩恵を享受できてはいません。産業によって地域間の格差があるからです。最先端をリードする技術分野ではシリコンバレーが明らかな勝ち組となっています。

現在、米国は、私たちが投資対象とする株式市場の約68%を占めています（私たちが運用を開始した2006年当時は48%でした）¹。この力強い拡大は、新しいテクノロジーや産業が要因のひとつとなっています。

¹ Bloomberg.

2023年は「マグニフィセント7」が相場を牽引しました。少数の銘柄が市場を動かす状況をどう見ていますか？

S&P500やMSCIワールドのような一般的な時価総額加重のインデックスは、それらを均等加重として計算したよりも著しく良好なパフォーマンスを示しました。これは、多くの企業がそれほど上昇していないことを示しています。極めて狭い市場を生み出し、その結果、市場をアウトパフォームする企業が少なくなり、これがアクティブ投資家にとって困難な時期をもたらしました。

FRBは（2023年末の直前に）、インフレが利下げを検討してもよい水準に達したとの見解を発表し、ゲームの流れを変えました。中小規模の企業はそれ以前から出遅れており、この発表を受けて一時的なローテーションが起きました。これらの企業の一部は市場をアウトパフォームし始めたものの、これが2024年まで続くことはありませんでした。今年初めの1ヶ月間、実際に市場をリードし、その地位を維持し続けていたのは大企業でした。

最近の市場の動きが、この運用チームの長期投資のアプローチに与えた影響はありますか？

ファンダメンタルズ分析に基づく長期投資家として、私たちは、将来の価値を生み出す企業の無形資産に注目しています。それは、人的資本、企業文化、イノベーションなどであり、企業のファンダメンタルズに影響を与えるため、企業の長期的かつ持続的な成功にとって重要な要素であると考えています。

一方、過去1年半を振り返ると、金利が上昇し、市場の不確実性が高まったことを背景に、投資家は企業評価の時間軸を自然と短くしてしまいました。

この不確実性の上昇により、市場は長期的な価値創造よりも短期的な収益やキャッシュ・リターンを高く評価するようになりました。数理的に言えば、実質金利の上昇は割引率を上昇させ、割引率が上昇すれば、長期的な価値は短期的な価値よりも大幅に低下します。

“数理的に言えば、実質金利の上昇は割引率を上昇させ、割引率が上昇すれば、長期的な価値は短期的な価値よりも大幅に低下します。”

私たちのチームは、この状況を、投資家が将来的な価値を生む投資や無形資産の創出よりも、将来価値の前借りとなるような債務の形成を好んだ、と表現しています。投資家が株式市場で求めるものが変わったのです。

株式市場とRBCグローバル株式チームにとって2024年はどのような年になるのでしょうか？

金利上昇の影響は徐々に解消されつつあり、ファンダメンタルズが再び株価に反映され始めていると思われます。

価値転換（価値が非財務の資産から財務、株価、ポートフォリオのリターンへと転換していくこと）がうまく行かなくなると、ボトムアップ型の長期アクティブ投資家にとって大きな逆風となる可能性があります。

しかし今年は、その価値転換を妨げる要因が少なくなっています。FRBはインフレが安定に向かっていると考えており、金利上昇とインフレ進行のリスクは以前より低下しています。その結果、不確実性は低下し、投資家の時間的視野は再び長期化しつつあります。

広範にわたる投資環境が改善されつつあり、株式市場が最近のショックの影響を消化したことは明るい材料です。

私たちは、投資哲学とプロセスに沿って、引き続き企業のファンダメンタルズに焦点を当てていきます。ファンダメンタルズは株価の原動力であり、長期的に投資家に報いるはずだからです。

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

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management (UK) Limited、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay
Asset Management

■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ようになります。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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬 (上限)	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬 (上限)	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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。

