



RBC BlueBay
Asset Management



騒ぐ子猫、喉をならす市場

「ミーム株」への熱狂が再び市場を賑わせました。

2024年5月17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

- 大方の予想通りとなった米消費者物価指数（CPI）は市場に安心感をもたらし、リスク資産は上昇基調となりました。
- 消費者需要の減速の証拠は見られ始めているものの、米連邦公開市場委員会（FOMC）が利下げ開始に向けて安心感を抱くためには、さらなる指標を確認する必要があると言えるでしょう。
- 欧州中央銀行（ECB）による6月の利下げはほぼ既定路線となっています。
- 英国では、インフレ指標が高止まりしていることを踏まえれば、利下げへの熱狂は一旦脇に置かれる可能性があるでしょう。
- リスク資産の価格が上昇を続ける中、規律を維持し、上昇局面で利益を実現する機会を探ることが賢明であると考えています。

先週は、大方の予想通りとなった米消費者物価指数（CPI）の発表を受け、債券利回りは低下し、リスク資産は上昇基調となりました。4月の米コアCPIは前月比0.3%の上昇となり、1-3月期に数ヶ月連続で市場の落胆を誘う内容となっていたインフレ率が、ようやく再度低下トレンドに入るとの期待感をもたらしました。

とはいえながらも、米連邦公開市場委員会（FOMC）が利下げ開始に向けて安心感を抱くた

めには、さらなる指標を確認する必要があると言えるでしょう。その点に関して言えば、今回は再び予想を上振れることはなかったものの、未だインフレに関して過度な慢心を抱く余地はそれほどないように思えます。

一方、小売売上高の減速は、これまで明確にデータには表われていなかったものの、消費者需要の減速が示唆されていたこと最近の傾向について、その確度を高めるものでした。仮に消費減速が現実となれば、価格圧力にはさらなる減速が予想されることから、この発表も市場の動きを支えました。

しかし、経済活動がより大幅に減速すれば、2025年のリセッション懸念が表面化し始め、リスク資産はやや危ない橋を渡ることになるかも知れません。

欧州市場は、先週も米国の動きにつられる格好となりました。クノット・オランダ中銀総裁は先週、欧州銀行監督機構（EBA）フォーラムにおいて、欧州中央銀行（ECB）による6月の利下げはほぼ既定路線であることを示唆しました。利下げ開始後、ラガルドECB総裁は四半期毎に利下げを実施したい意向があるのかもしれませんが、50bps利下げを行った時点で、さらなる政策緩和は、この時点で米国が同じ方向に動いているかどうかによって依るとみえています。

そんな中、EU内では共同の財政支出が必要との議論が活発化しているようです。これはマリオ・ドラギ氏がここ最近では推し進めていたもので、EUが自らの安全保障やグローバルな競争激化に対応するための投資において、歩み寄る必要があるとの考えに基づくものです。

しかし、現時点においてはEUの大国が結束を強める準備があるかどうかは明確ではありません。その点について言えば、先々週に開催されたユーロビジョン・ソング・コンテストで見られた抗議と分断は注目すべきものでした。

分断というテーマは、オランダの極右政党「自由党」のウィルダース党首が新連立政権の一角を担うことになったことにも現れており、当初、他の政党は極右やポピュリスト活動とは協力しない姿勢を見せていました。

政治的な意見が極めて大きく分断されている中、より広範な財政イニシアチブや、連邦国家制の「欧州合衆国」に向けた動きが隆盛を見せることは難しいかも知れません。

また先週、スロバキアの首相が銃撃を受けたとの報道も、EU加盟国内での緊張を幾らか示唆するものであり、ドラギ氏自身が欧州委員長になるという発想こそ、より野心的なアジェンダの後押しになるかも知れないものの、国家レベルで進展させることには多くの障害が残されていると言えるでしょう。

そんな中、ロシアがウクライナでさらに侵攻を進めるとの見通しや、大幅な侵攻を行った後の状況は、EUの団結を強める要因となるかも知れません。しかし、それをきっかけに再び多くの避難民が国境を越える見通しとなれば、そのような団結ですらも即座に試されることとなるでしょう。

先週は、英国債利回りも低下に向かいました。先々週の金融政策委員会（MPC）を受けて、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）による6月の利下げ開始への期待が高まったこともその背景にあります。しかし、先週発表された英国の雇用関連の指標では、賃金が引き続き前年比6.0%の伸びを示しました。労働人口の生産性の伸びが極めて低いことが英国の課題であることを踏まえれば、このような賃金の伸びはBoEにとっての継続的な悩みの種に違いありません。

今週発表される英CPIは極めて重要な指標になるとみられ、多くが期待するよりも小幅な鈍化に留まるリスクがあると考えています。またそうなった場合、利下げへの熱狂は一旦脇に置かれる可能性があるでしょう。とりわけここ最近、経済成長関連の指標が予想を上振れていることを踏まえれば、尚更です。

日本では先週、日銀が定例の国債買入れ額の減額を発表したことで、日本国債利回りは上昇し、他の主要国国債に逆行した動きを見せました。政策正常化という意味では、日銀によるさらなる対応が必要とみえますが、少なくとも先週の動きは、政策委員会が円安やその影響をより注視するようになってきていることの表れであると捉えています。

為替相場では、米国債利回りの低下を背景に、米ドルがやや軟化する傾向が見られました。しかし、日本円は依然として大きく上昇しづらい状況となっており、先週はユーロに対して過去最安値近辺に下落しました。

その他、株価指数の上昇もあり、先週は経済指標の内容を受けて社債スプレッドも縮小基調を維持しました。株式市場ではここ最近、ミーム株が再び注目を集めており、その中心的存在であるゲームストップの株価は一時300%近い上昇を見せました。ただしそのきっかけとなったのは、またも伝説的な「Roaring Kitty」（という名のSNSアカウントで投稿するキース・ギル氏）による、暗示的な画像入りのツイートでした。しかしながら、このようなトレンドは投資というよりはむしろ、短期的なギャンブルや投機に近いものであり、他の資産価格は今のところそれほど大きく影響を受けていません。

今後の見通し

この先を見据えると、経済指標の発表という面では比較的静かな環境となります。英国や日本のインフレ指標は我々にとって注目材料となりますが、米国では、方向を左右する次なるきっかけを市場が待つ状況となるでしょう。金利は概ねフェア・バリュー近辺にあるように見受けられますが、株価が既に最高値圏にある中、やや慎重なポジションを取ってきた市場参加者が諦める状況に追い込まれない限り、価格がさらに上振れるための十分な材料が存在するかどうかは定かではありません。

リスク資産の価格が上昇を続ける中、規律を維持し、上昇局面で利益を実現する機会を探ることが賢明であると考えています。力強い需給面が社債スプレッドの縮小を促していますが、CDSに関しては現物債の発行がないことが現物債のようにスプレッドの縮小要因とならず、同じようなダイナミックが働きません。

したがって足元では、現物社債の保有に対して、CDSを通じたヘッジ・ポジションを維持することが魅力的であると判断しています。ただしそれ以外では、市場に特段大きな変化は見られず、参加者は依然として様子見ムードにあるようです。

ある意味では、市場の方向がより大きく動くためには、月次のCPIがさらに大きく上振れる、もしくは下振れる必要があるのかも知れませんが、足元ではフェアウェイのちょうど真ん中を真っ直ぐに進んでいるかのようで、市場は上品な拍手とともにこれに反応しています。子猫（Kitty）がしばらく騒ぐ（Roaring）ことも再びあるかもしれませんが、現時点では、まるで満足げに喉をゴロゴロ鳴らす猫のような市場の方が優勢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。

(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	アライバート戦略	
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、契約資産を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