

## 非本質的なものに目を向ける市場

### 執筆者



Robert M. Almeida, Jr.  
ポートフォリオ・マネジャー  
兼グローバル・インベストメント・  
ストラテジスト

### 概要

- 経済学や金融論が科学として成り立たないのは、原因と結果が混同される場合があるからです。
- 金利がピークに近いあるいは到達したかどうかは、多くの人が考えているほど市場にとって重要ではありません。これは非本質的な部分です。
- ニュースは多くの場合、非本質的です。これらが重要でない、あるいは価値のあるデータではないと言っているのではなく、これらははるかに大きな絵の中の小さな一部に過ぎないのです。

### 金融論は科学ではない

金融論や経済学はソフトサイエンスとみなされています。ソフトであるというのは、物理学と異なり不変の法則を欠くためです。水は摂氏ゼロ度で凍り、100度で沸騰します。これは物理学の法則であり絶対的なものです。

経済や金融市場は人々の意思決定によって成り立っています。こういった決定は合理的な場合もありますが、そうでない場合もよくあります。規則や法則の欠如は往々にして見解の誤謬や要因分析の誤りにつながります。これは、人々が観察やパターンに頼って因果関係を推測し、時には相関性と偶然を混同することがあるためです。その結果、多くの場合、残念なことに金銭的な損失が生じます。そうすると、人々は非難すべき誰かあるいは何かを探しまわります。

### 悪魔のトリック

中央銀行の政策金利がピークに達する時期を判断するために膨大な労力が費やされてきました。現在のコンセンサスでは、ピークが近いとされています。

政策金利がピークに近いかどうかは重要であるように見えますが、そうではありません。これは非本質的な部分です。

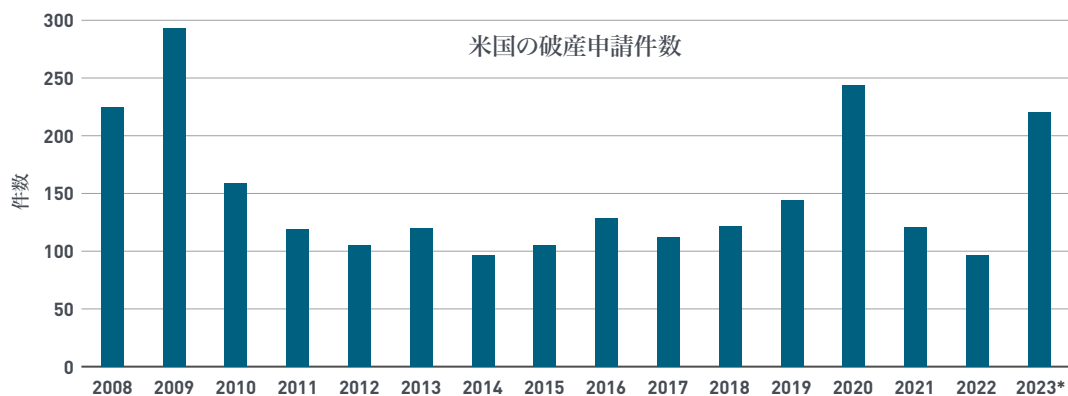
市場は投資家を騙して過ちを犯させる悪魔のようなものです。市場は投資家の注意を本当に重要なことからそらします。この点で何世紀にもわたって市場は成功を収め、人々を貯蓄から遠ざけてきました。

米連邦準備制度理事会(FRB)がさらに25ないし50ベースポイント利上げするか、米短期国債市場で示唆されるように年内に50ないし75ベースポイント利下げするとして、経済や企業のファンダメンタルズはすでに打撃を受けています。昨年の資本コストの大幅な上昇は過去40年間で最も急激でした。米国経済の大部分が固定金利に基づいていることを踏まえると、今はその影響が出てくるのを待っているところであるとみられます。

一つの目安は破産申請です。2023年に入りこれまで、負債額が5,000万米ドルを超える企業で74件の申請がありました。これは、下の表で行ったように年率換算すると、コロナ禍のロックダウンにより米国内総生産が1/5近く減少した2020年を上回っています。



図表1:倒産件数はコロナ禍の急増を上回るペース



出所: Bloomberg、2023年5月1日現在。暦年ごとに計算された破産申請の数。\*2023件の破産申請件数は2023年1月1日から2023年5月1日までの件数を年率換算したもの(年率換算しない数値では74件)。件数に含まれる企業は負債額が5,000万米ドルを超える企業。

ほとんどの企業は、税務上の理由や、利益の悪化、資金源の多様化などさまざまな理由から負債を抱えています。重要な点は債務の金額です。人為的に資本コストが抑制された時代が過ぎ去ったばかりですが、企業は歴史的な水準まで債務を積み上げました。現在、これらのコストは以前よりも劇的に高くなり、多くの企業にとって将来の収益性の大きな足かせになるとみられます。今回決算報告を行ったいくつかの企業で、すでにその悪影響が見られます。

## 全体像

市場は年内のFRBによる政策金利の引き下げを織り込んでいます。しかし、それでも破産申請件数と資本利益率低下の傾向は変わらないと考えます。大半の企業の最大のコスト項目が労働力であることを気にかける必要はありません。労働力は依然として不足しており、米国やユーロ圏の数十年にわたる失業率の低さを考えると、これが変わる兆しはないからです。

政策金利のピーク水準やその他の肯定的または否定的なニュースは、多くの場合、非本質的です。これらが重要でない、あるいは価値のあるデータではないと言っているのではなく、これらははるかに大きな絵の小さな一部なのです。金融資産にとって最も関連が深いのは、将来のキャッシュフロー、すなわち利益です。少なくとも、低金利と安価な労働力を背景に利益率を上昇させることができた企業の株式や債券には、期待外れの結果がこれから市場で待ち構えていると考えます。これをきっかけに、今後の運用環境がより厳しくなり勝者と敗者が分かれる中で、今後数年にわたりアクティブ運用ポートフォリオに革命が起きるとみています。▲



出所: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG®は、Bloomberg Finance L.P.およびその関連会社(以下、総称して「ブルームバーグ」)の商標およびサービスマークです。BloombergまたはBloombergのライセンサーは、Bloomberg Indexのすべての所有権を有します。Bloombergは、本資料を承認もしくは保証するものではなく、本資料に記載された情報の正確性または完全性を保証するものでもありません。また、本資料から得られる結果について、明示または黙示を問わず一切の保証を行わず、法律で認められている最大限の範囲において、一切の責任を負わないものとします。

当レポートの中の意見は執筆者個人のものであり、予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー (MFS) および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFS および当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

## MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第312号

加入協会：一般社団法人 投資信託協会/一般社団法人 日本投資顧問業協会