



ねずみが去り、うしに期待

春節をきっかけに、疫病は終わりを迎えるのでしょうか。

先週は、株式市場のボラティリティが正常化して低下に向かいました。ゲームストップ株やその他投資家のショート・ポジションが集中していた株式の不安定な価格変動によって、前週にはボラティリティの大きな上昇が見られていました。これに伴って、堅調な米経済指標や、新型コロナウイルスの感染拡大ペースの低下、ワクチン接種の着実な進展などを背景に、投資家のリスク選好は回復しました。

米国の事業信頼感に関連した調査は米経済の底堅さを示し、ISMや新規失業保険申請件数、ADP雇用統計などの指標も、12月に落ち込んだ雇用関連の見通しが足元で回復基調にあることを示唆しました。

そのような中、直近の米連邦準備制度理事会（FRB）会合の内容や、今後の追加財政刺激策などを踏まえると、政策見通しは依然として緩和的であると言えるでしょう。このことがリフレ期待の支えとなり、米長期国債利回りは先週、昨年3月以来で最も高い水準に上昇しました。

ただし、このような動きが概ね落ち着いていることから、より広範に、リスク資産に混乱を与える状況には現段階では至っていません。一方で、このようなトレンドは今後も続く可能性があるとも見ており、米国金利に対するショート・ポジションを選好しています。今後数週間で、米10年国債利回りは1.25%に達する可能性もあるとみています。

利回りの上昇により、米ドルが先進国通貨に対して上昇する傾向が続き、先週はユーロに対して1ユーロ=1.20米ドルを突破して上昇しました。ユーロ圏の購買担当者景気指数（PMI）や成長見通しが米国に対して出遅れていることを踏まえると、ここ最近の米ドル高の一因はユーロ安であるということも言えるでしょう。これは、成長における米国例外主義の復活を示唆します。

力強い成長見通しや米国債利回りの上昇は、依然米ドル高を下支えする余地があると見られ、エマージング市場（EM）通貨は足元で大きな（米ドル高の）影響を受けてないとは言えるものの、このような動きが更に続けば、今後その影響が及んだとしても不思議ではないとみています。そ

2021年2月5日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

んな中、英国では、イングランド銀行（英中央銀行）の発言がマイナス金利導入見通しの後退につながり、英ポンドがここ最近の堅調なパフォーマンスを維持しています。

ブレグジット関連の貿易懸念は英国の見通しの重石となっているものの、英国はワクチン接種において他の多くの地域に先んじた進展が見られており、英国に対する投資家心理の追い風となっています。これに対してEUは官僚機構の混乱がワクチン接種の遅れをもたらしているとして注目を浴びており、否定的な立場を取っていた人々たちにとっても、最終的にブレグジットは悪いことではなかったのだという考えですら浮かんできそうな状況です。

その他の欧州では

イタリアの政治情勢が投資家の注目を集めました。コンテ政権が崩壊し、先週はドラギ前欧州中央銀行（ECB）総裁に首相としての白羽の矢が立ったとの報道があり、金融市場には歓迎されました。ECBでの実績を背景に、ドラギ氏は明らかに信頼の厚い人物ですが、彼の性格自体は、首相よりもむしろ大統領に向いているのではないかと考えています。

ECB総裁時代には、同氏一人でリーダーシップを発揮する局面が多かったものの、複数の政党から成る連立政権の首相としては、同意を形成し、彼の後を付いてくるようにする必要があります。このことが、ドラギ氏が目的を達成するための障壁となる可能性があり、幾らかの衝突は避けられない状況になるかもしれません。

さらに、金融市場がドラギ氏に対する既に高い信頼感を保つことが出来るかどうか不透明で、政治家としての経験は浅い同氏が、市場の高い期待に応える、もしくはそれを超えることが困難になる状況も予想されます。

イタリア国債のドイツ国債に対するスプレッドが100bpsまで縮小したことを踏まえ、長きに亘って保有してきたイタリアのロング・ポジションについては利益を実現しました。

スプレッドは今後も縮小傾向で推移することを基本シナリオとはしているものの、政治的リスクが払しょくされない中でのロング・ポジションにはリスク・リターンの観点からやや疑問符がつき、仮に再び政権が崩壊した場合には、スプレッドの比較的大幅な拡大が予想されます。

ユーロ圏のソブリン債スプレッドの縮小及び株式市場のボラティリティ低下を背景に、先週は社債スプレッドも縮小しました。新規発行ペースの鈍化と、依然投資先を探す市場参加者によって、需給面に改善が見られました。EM資産に対する見通しにとっては、コモディティ価格の上昇が追い風となりました。先週は、原油価格が1バレル55米ドルを突破し、過去12か月間の最高値をつけました。また、新規発行の減少により、EM債のスプレッドは1月の拡大幅の一部を取り戻しました。一方で、米ドル高基調が引き続きEM現地資産の逆風要因となりました。

とは言いながらも、インドやトルコなどでは通貨が上昇基調を維持し、南アフリカでは政府予算状況の改善が現地通貨建て債券市場の追い風となりました。

今後の見通し

米雇用統計の発表が終わり、マクロ経済面でのイベントは比較的落ち着くとみられます。市場での価格変動をもたらしやすい経済指標の発表や、中銀の会合は予定されておらず、米国で財政刺激策に関連した議論が活発化する3月を迎えるまでは、何らかの重大な政治的進展も予想されていません。

レディット（個人投資家のSNS投稿サイト）上の個人投資家たちも一旦はその勢いを失ったとみており、新型コロナウイルスの突然変異型に対するリスクは継続しながらも、ワクチン接種が進み、ウイルスとの闘いは次第に終息に向かっているとの認識が広がりつつあるように見受けられます。これらを総合すると、ボラティリティは今後数日間で更に低下する可能性があり、仮にそうであれば、先週見られたトレンドが少なくとももう少しの間続く可能性があるとみています。

このような穏やかな見通しに疑問符をつけるのが米国金利の上昇であるとみており、今後数週間での米10年国債利回りが1.25%を突破した場合、投資家はよりディフェンシブに転換する可能性があるとみています。したがって、現段階では、リスク資産のロング・ポジションと、金利のショート・ポジションの保有が、自ずと最適な組み合わせであるように思えます。ただし、外的なリスクオフのイベントがあった場合、株式及び債券利回りの相関は再び高まるとみて注視しています。

とは言いながらも、金融状況の早期の引き締めを警戒する中央銀行は、利回りの大幅かつ急激な上昇を望んではないとみられ、仮にそのような状況になった場合には、市場を落ち着かせるために何らかの口先介入を行うと予想しています。

疫病から安定へ

目先予想される静かな市場環境と時を同じくして、中国では春節休暇に突入します。「子年」が終わることは、過去12か月間で全ての人が疫病に耐え忍んだことを踏まえるともっともらしく聞こえ、今度は、より安定的かつ信頼の置けそうな「丑年」を迎えることとなります。

今後数カ月で政策サイクルが転換点を迎えれば、市場のボラティリティは再び上昇すると予想されますが、それまでの静かな期間はまさに必要としていたものであったように思えます。

ディスクレームー

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。

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	マーキング債	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%
					成功報酬 (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