



120
100

ヒートアップの準備完了

米国の急激な寒波が過ぎ去れば、国債利回りの上昇がグローバル債券市場の温度を高める要因となりそうです。

先週は、新型コロナウイルスの新規感染者数が減少傾向を維持し、経済活動に対する規制緩和に向けた動きが見られる中、リフレタームの醸成が利回りの継続的な上昇圧力となりました。

これまでのところ、米国債の利回り曲線はベア・スティーピング傾向にあります。しかし、長期金利が2%を突破する中で、短期金利にも幾らか上昇が見られ始め、またその過程で、他の資産クラスに対する投資家のリスク選好にも幾らか影響を及ぼし始めたということは興味深いと考えています。

米国の財政緩和は、2020年に2.5%の落ち込みを記録していた米経済の成長を、2021年に7%近くに押し上げる予想されています。その場合、新型コロナに起因する需給ギャップは今年末までには解消するとみられ、ホスピタリティー関連等のセクターが正常化する中、失業率が12月までに4%程度に落ち着いても不思議ではないと考えています。

同時に、今年春にはコア個人消費支出（PCE）物価指数の伸びが2.5%を超える可能性は十分にあり、結果として、今年の夏を迎える前に、米連邦準備制度理事会（FRB）の発言が幾らか転換し始める可能性もあるとみています。

現段階では、先物市場に織り込まれている米連邦公開市場委員会（FOMC）の最初の利上げは2023年半ば頃となっていますが、それよりも早いタイミングで訪れたとしても驚くことはないでしょう。とりわけ、新型コロナ救済のための財政刺激策ののち、今年後半にはインフラ及びグリーン・テクノロジーに関連した更なるイニシアチブが続く、というブルーベイの予想が正しかった場合には、尚更そのことが言えるでしょう。

バイデン政権が、広範な経済における政府支出の役割拡大を前提としたスタンスを取る中で、財政刺激策は2022年及び2023年を通して成長の支援材料になるとみています。

2021年2月19日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

フォワード曲線では、今年末時点の米10年債利回りが1.5%を小幅に上回る水準として織り込まれており、今後数週間での利回りの更なる上昇余地は幾らかあるとみています。足元では米国金利のショート・ポジションを維持していますが、ユーロドル金利先物を通じて、同ポジションの一部をやや短期ゾーンへとシフトさせました。

大西洋の反対側では

欧州金利が米国金利の動きに追随する傾向が見られました。現時点で、ユーロ圏の金利上昇を議論し始めるのは極めて時期尚早であるとも思われますが、マクロ環境が改善する中で、2022年にはパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の購入額縮小に向けた動きが見られるかもしれません。

今のところは、ユーロ圏の国債の純発行額はマイナスで、このことがスプレッドの縮小を促す要因となっているほか、このような動向が今後数ヶ月は続く可能性があるかとみています。ただし来年には、このような景色は一変し、政治的なボラティリティが高まる可能性もあるでしょう。

したがって、とりわけイタリアでは今、ドラギ政権誕生のハネムーン期にあり、楽観的な見方が勝っている状態にありますが、ドラギ氏の道りは非常に険しいものになることが予想され、市場の期待感が比較的早期に剥落し始める可能性もあるとみています。

社債市場について

社債市場に対する見通しは、経済見通しの改善に支えられているほか、利回りに敏感な投資家が、足元の利回り上昇を債券購入を積み増す好機と捉えていることなどによっても支えられています。リフレーションが継続的に社債市場におけるコンプレッションを促し、低格付けの高ベータ銘柄が引き続きアウトパフォームしています。

これとは対照的に、エマージング市場（EM）に対する投資家心理は、ここ数週間でやや弱含んでいます。その一因として、相対的な発行額の違いが挙げられます。EMでは年初来での新規発行額がかなりの額に達していますが、ハイ・イールド債などのセクターでは比較的新規発行額が抑えられています。

新発債への需要は多くあるものの、参加者の一部は短期取引によって債券を手放すことを前提とした投資家であるように見受けられます。したがって、ここ最近の米国債利回り上昇による価格の下落は、需給面での下押し圧力が市場の一部にのし掛かっていることを示唆していると言えます。

また、為替相場で幾らか米ドル高基調が見られたことも、EM資産全般の重石となりましたが、年初来で見ると、EM通貨全体のパフォーマンスは一部の先進国通貨と比較して底堅く推移していると言えます。その一因として、利回り格差や割安なバリュエーションが挙げられますが、コモディティ価格の上昇も特に強力な支援材料になっていると言えるでしょう。

先週は、米国各地を襲った急激な寒波などを背景に原油価格が18ヶ月ぶりの高値を更新し、ロシア・ルーブルなどの原油輸出国の通貨を押し上げる要因となりました。また、ファンダメンタルズの改善によって、トルコ資産に対する投資家心理は引き続き改善基調にあります。

今後の見通し

今後数週間の広範な市場センチメントを形成する要因として、米国債利回りが重要な役割を果たす可能性があると考えています。米国債利回りが現状の水準から更なる上昇に向かえば、リスクオフのような市場環境につながるリスクも生じると考えています。特に、そのような動きが米短期金利の上昇につながり、利回り曲線がより平坦化する動きにつながった場合には、尚更そのリスクがあるでしょう。

また、実質金利の上昇は、より広範な投資家心理にもマイナスの影響を及ぼすきっかけになり兼ねないと考えています。これまでのところ、名目金利の上昇は米インフレ連動債のブレイクイーブン・レートの上昇につながっているのみで、実質金利の動きは概ね抑制されています。ただし今後数週間で、このような動きにも変化が見られる可能性があると考えています。

とは言いながらも、依然として経済に多くのスラックが存在している中、早すぎるタイミングでの金融環境の引き締めはFRBとしては避けたいものであるとの見方を維持しており、FRBは現時点では需要を刺激し、インフレを抑制するためにあらゆる手を尽くす意向であると見ています。したがって、米国債利回りが上昇する中で、FRB高官もより声高になっていくと予想しています。

さらに、利回りの変動がリスクオフ及び質への逃避へとつながった場合、結果として利回りは再び低下に向かうことになるでしょう。こうして、利回りは上昇したとしても再び自らその動きを修正することになると予想しています。

一方で、仮に足元の利回り上昇が一旦落ち着けば、緩和的な政策環境や、改善傾向にある一連の報道などから、多くの資産クラスが良好なパフォーマンスを継続できる環境下にあると考えています。

先週の米国各地での厳しい寒波について言えば、冬はもうじき終わりを迎えるであろうと結論づけてしまいたくなります。明らかに、ここから先は少し暖かくなっていくようです。そして利回りの上昇が一段と加速すれば、市場も少しずつ熱を帯びてくるかもしれません。

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