



かんしゃくの予感？

念のため、その備えをしておくことが一番かもしれません。

先週も、国債利回りの動きに投資家の注目が集まり、米30年国債利回りは2.30%まで上昇しました。新型コロナウイルスの勢いが鈍化し、経済見通しが改善する中、米長期国債利回りは年初から既に50bps以上上昇し、12か月ぶりの高水準をつけています。また、他のグローバル市場もこのような動きに追随しています。

このような状況を背景に、先週行われた米議会上院での証言において、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、米連邦公開市場委員会（FOMC）が緩和策縮小に関するシグナルを市場に送ることを検討し始めるのは依然として当面先になるとの見方を示し、市場に安心感をもたらす演出がなされました。またそれ以前には、ラガルド欧州中央銀行（ECB）総裁も、ECBが債券利回りの動きを注視しているとの発言をしました。

これらを踏まえれば、主要中央銀行高官らが、ここ最近の利回り上昇のペース及び上昇幅に懸念を抱き始めており、このような傾向が続くようであれば、今後口先介入も辞さない構えであると捉えることも出来そうです。

リフレ期待

とは言いながらも、市場でのリフレテーマは概ね継続しており、財政政策に関する動向が中銀高官の発言よりも重視される傾向にあるとも言えそうです。依然として新型コロナウイルスのパンデミックの最中にあり、失業率が高止まりしている中で、金融環境の早すぎる引き締めは何としても避けたいというFRBの意向はよく理解できます。

ただし、投資家は常に先を見据えており、その点から言えば、債券利回りの上昇を予想する投資家の数が、反対に利回り低下を予想する投資家の数を上回る状態が続いたとしても、同様に不思議ではないと言えるでしょう。

2021年2月26日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

FRBにとって課題の一つとなるのは、堅調な経済成長によってインフレ率が上昇し、失業率が低下している中で、過度にハト派寄りの発言を奨励した場合、市場参加者はFRBを信頼しないことを選択し、結果としてFRBの信頼が損なわれる可能性があるということでしょう。

米国債利回りが上昇する中、他の資産クラスにより大きな影響をもたらさ兼ねないのは、実質金利の動きであるとみています。

名目利回りは昨年8月から既に上昇基調にありましたが、ここ最近までは、ブレイクイーブン・インフレ率が上昇していたことにより、実質金利の変化は小幅に留まっています。しかし、米10年国債利回りが1.25%を突破する中で、ブレイクイーブン・レートの更なる上昇は限定的となっています。つまり、実質金利が上昇し始めており、このことがより広範な投資家のリスク選好に影響をもたらしています。

株価指数は最高値から下落に転じ、エマージング市場では、投資家が米政策サイクルの将来的な転換を意識する中で、主要ベンチマーク指数の年初来でのアンダーパフォーマンス基調が続いています。

社債市場のスプレッドのパフォーマンスは、これまでのところ、相対的に持ちこたえていると言えます。ここでは、絶対的な利回り水準の高さがLDI (Liability Driven Investment) に基づく投資家や、その他の利回りに敏感な投資家からの需要を引きつけていると見られます。ただし、投資家心理の根底には、仮に米国債利回りの上昇の勢いが早期に止まなければ、2013年の「テーパー・タントラム (かんしゃく) 」(バーナンキ・ショックとも言われる) 再来のリスクが高まるとの懸念が存在するようです。当時は、FRBが債券購入を縮小させるとの発表を受け、市場が下落に見舞われました。

今後の見通し

市場ではリスクが高まっているようにも見えますが、投資家心理は概ね支えられているとみています。その証拠として、先週は、いまだ一台も販売したことがない電気自動車メーカーであるルーシッド・モーターズが特別買収目的会社 (SPAC) であるチャーチル・キャピタルとの合併を通じた株式公開で合意し、合併後の株主価値が240億米ドルにのぼるという報道がありました。同時価値総額は、フランスのルノーなど歴史ある大手自動車メーカーの二倍であるということを考えると、これは出来すぎとも言えるでしょう。

余談ではありますが、過去数か月間で、SPACの価格パフォーマンスに注目することに興味を持ち始めました。今回の取引のPIPES (Private Investment in Public Equities; プライベート・エクイティ会社などの投資家が上場企業の私募増資を引き受けること) に応募が殺到したことから見受けられるように、新たな取引への参加を希望する多くの資金があることは明らかです。プライベート市場は今のところ熱い視線を浴びていますが、他の資産クラスの展開によって今後そのセンチメントが変化するかどうかは興味深い点であると言えます。

概して言えば、国債利回りの方向性が、より広範な市場の方向性を握る鍵となる可能性があると考えています。基本シナリオとしては、金利の上昇は一旦落ち着くとみています。仮にそうなった場合、社債やクレジット国債における投資機会を活用し、スプレッドのコンプレッションに期待する余地はあるとみています。

しかし、市場の需給面が利回りの更なる上昇を招き、中央銀行の発言も価格動向を落ち着かせることが出来なかった場合、再び波乱の3月を迎えることになるかもしれません。これまで、2021年の前半はリスク資産をロングしながら過ごし、年後半に掛けて、よりディフェンシブなポジションに移行していけばよいとの期待感を持ってきましたが、その可能性はまだ残されており、今年の後半にはさらに大きな金利変動があるかもしれないと考えておくことにも一理あるかもしれません。

そのような点を踏まえると、米10年国債の5年フワード・レートが既に2.5%近辺に達していることから、今回のミニ・サイクルは既にかなり終盤に近づいていると捉えてもいいかもしれません。しかし、そのタイミングはやや微妙で、仮に米10年債利回りが早期に1.75%を上回ってくるのであれば、S&P500種指数が5%か、もしくはそれ以上下落しても不思議ではなく、社債やエマージング資産

の下落のきっかけにもなり兼ねないとみています。

今後数か月間で市場のかんしゃくが起きないことを祈っていますが、念のため、その備えをしておくことが賢明であると考えています。

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のようになります。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