

## 不安定な均衡

### 市場のヨーヨーのような動きは、この先起きる地震の余震を示しているのでしょうか。

先週の市場では、興味深いことに、米国債利回りと米国株がまるでヨーヨーのように反対方向に動くパターンが確認されました。つまり株価の下落が金利の低下につながり、その動きが今度は株価の上昇を招き、金利の上昇、そして株価の下落につながる、といった具合です。

ここ最近の数週間で述べてきた通り、実質金利が動き始めたことから、リスク資産は利回りの変動により敏感になってきています。（主に個人の）株式投資家の一部は、株式を保有するということが将来のキャッシュフローに対する権利を有することを意味し、株価収益率が高い株式の場合には、結果として平均デュレーションが非常に長い資産を意味するということを、必ずしも適切に理解していないかもしれません。

しかし、そのような見方に基づけば、仮に堅調な経済成長見通しが、今後の業績の力強い回復を示唆したとしても、将来のキャッシュフローを割り引く際の金利が上昇することは、それらの資産の価値に間違いなく大きな影響をもたらす可能性があると言えます。

リスク資産と債券利回りのこのような関係性は、今のところ、自動修正されながら継続するかもしれませんが。ある意味では、非常に大幅な方向性のある動きをする期間を経て、市場がある種の冬眠状態のように推移すると考えることも出来そうです。しかしその状態も永遠には続かず、最終的には根底にあるファンダメンタルズが注目を浴びることになるとみています。

### 短期的な見通し

この先一か月間を見据えると、米財政刺激策が米上院を通過し、ワクチン接種が更に進展する中で、新型コロナウイルスの感染拡大も更に落ち着くとみられます。2月の米経済指標は急激な寒波による影響を受ける可能性もありますが、結果としてそのことが、その先数か月間の指標の更に力強い反発を促すことになる可能性もあります。一方で、先週発表された米ISM非製造業景況

2021年3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)

指数における仕入れ価格の指数が12年振りの高水準を記録するなど、価格圧力は高まっているとの証拠も確認され始めています。

米連邦準備制度理事会（FRB）が物価の目安として注目するコア個人消費支出（PCE）価格指数も、（5月に発表される）4月の統計で2.5%を超え、FRBの目標を上回る可能性があるとも言われています。この動きの一部は一時的な要因によって説明されるかもしれませんが、経済が継続的に力強さを増す中で、インフレ率がこの先大きく低下することはないとの見方を強めています。

結果として、FRBの言動は年央に掛けて変化してくると予想され、米国債利回りの更なる上昇要因になるとみえています。実際、先週のパウエルFRB議長の討論会での発言は、米経済もしくは米国債利回りの勢いを落ち着かせる上でほとんど効果がなかったと言えるでしょう。

FRBが、金利の急激な動きや金融環境の急速な引き締めに神経質になることは事実ですが、現時点においてはそれほど市場介入を行うようには見受けられず、最もあり得る道筋として、引き続き利回りが上昇に向かうことが予想されます。

堅調な企業業績の伸びによって、株式が足元のループから「抜け出す」ことが出来るかどうかは今後見極める必要がありますが、全般的に言えることとして、2020年の大幅な上昇の一部を戻すという意味でも、2021年は多くの市場のベータ・リターンが抑制される可能性があるかとみえています。

## ユーロ圏について

ユーロ圏では、先週、欧州中央銀行（ECB）高官の発言に利回りのいかなる上昇も食い止めたという意向が見て取れました。しかし、そのような発言の裏付けとして、ECBが先週、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）における債券購入額を増やしたことを示す証拠は確認されていません。とは言いながらも、足元の債券利回りの上昇に対するECBの許容度は比較的低下してきているとみており、利回りが直近の最高水準を上回ることがあれば、同中銀が介入を検討するであろうと予想しています。

その他のユーロ圏を見渡すと、ワクチン接種における米国や英国の状況と比較した緩やかなペースに対する非難や反省の弁が引き続き多く見られました。ただし、今後数週間のうちに供給面での課題への対応がなされると見られ、結果としてEUの大半の地域で、6～8週間程度の遅れに留まるであろうと考えています。

そんな中、EUの大半の地域においてはロックダウン規制が英国よりもかなり緩やかなものになっています。英国の学校では、今週になってようやく今年の授業が開始される予定ですが、スペインでは、公衆の場での飲食が通常通りされている状況で、英国の規制水準が大陸欧州と同水準まで緩和されるまでには当面時間が掛かるとみられます。

そのような状況を踏まえれば、ワクチン接種における英国の取り組みは一定の評価を受け、財務相が先週発表した予算案には、目先の更なる刺激策が盛り込まれていたにも関わらず、英GDPは来年の終わり頃まで2019年末の水準には回復しないであろうとみられます。さらに、今後数年間で増税し、消費を抑制していくという計画は、必要以上に過度な財政緊縮を示唆し、結果として中期的な英国の経済見通しに対しては特段前向きになれないのが現状です。

そのような点を踏まえ、ワクチン接種が比較的上手く行っていることを評価してこれまでのところ英ポンドは他通貨をアウトパフォームしていますが、ブレグジットによる影響も今後数カ月に亘って及んでいくと見られる中で、英ポンドの上昇基調がこの先も長く続くかどうかについては疑問視しています。

## エマージング市場について

その他の市場では、エマージング市場（EM）が引き続き外的要因によって試練にさらされました。ブラジルでは、財政懸念から利回りが大幅な上昇を続けたのち、週末に掛けては大きく回復しました。

概して言えば、過去継続的に資本の輸入国であった国が圧力下であり、その他の国では、底堅い商品価格が支援材料になっているようです。石油輸出国機構（OPEC）の協調減産が維持されていることなどから、原油価格は大きく上昇しており、2018年の水準まで回復しています。

一方で、中国の見通しがやや軟化していることは、市場心理を幾らか削ぐ要因となっています。EMクレジット債及び通貨は、ここ数週間で他資産に出遅れており、EM現地通貨建て及び外貨建て債の代表的な指数は年初来で3%～4%の下落となっていました。しかし、これらの動きは米国債の動きと概ね一致していることも事実で、例えば米投資適格社債のリターンも概ね同等となっています。

ただし、社債スプレッドの動きは実際にここ一カ月間で比較的落ち着いています。利回りの上昇が社債に対する需要の増加につながっており、新発債への申し込みも、引き続き健全な市場の需給を示唆しています。

## 今後の見通し

今後を見据える上で、米国金利が広範な市場の行方にとっての鍵になるとみています。ここ最近でリスクを削減してきたことから、質への逃避によって利回り及び株価が低下及び下落に向かえば、米国金利のショート・ポジション及びリスク資産のロング・ポジションを積み増すことが可能な状況です。反対に、利回りが上昇した場合は、その後市場が調整に向かう可能性が高いとの見方から、リスク資産を更に削減し、米国の金利デューションをフラットに戻すことを検討していく方針です。いかなる方向にも大幅な動きとなることも予想されるため、どちらに向かったとしても対応出来るようなポジションでいることを選好しています。

2021年の中期的な見方として、拡張的な政策が力強い成長やインフレ率の上昇、利回りの上昇につながるとみています。ある特定の見通しを固定している訳ではありませんが、年末時点において米10年国債利回りが2%を超える可能性もあるとみています。そのような動きは、長期の割引金利の上昇につながることで、リスク資産全般にとってやや困難な環境をもたらす可能性があるともみています。

とは言いながらも、利回りのそれほどの上昇がすぐに起こると考えることはやや時期尚早であるようにも見受けられ、更に大幅な金利上昇は今年後半のリスク要因であるとも言えるかもしれません。このような見方にはFRBの言動の変化という証拠が確認される必要があり、それは当面先になるかもしれません。

その点からすれば、足元の市場動向は、この先起こる地震の余震であると捉えることも出来そうです。しかし、投資家にとっての課題は、ひとたび地面が揺れ始めたとき、どのようにしてそれが「本震」ではないと踏んで行動するかどうかであり、この先は慎重に進む必要がありそうです。

先週のスペースXの宇宙船試験機の着陸後の炎上のように、現時点では全てが概ね順調であるように見受けられたとしても、転倒して炎上してしまわないリスクを完全に排除することは不可能なようです。

## 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