

## 3月の熱狂

潤沢な流動性やロックダウン措置が取られてから一年が経とうとしている状況が、金融市場に熱狂をもたらしました。

先週は、米国の消費者物価指数（CPI）が落ち着いていたことを受けて米国債利回りが低下し、リスク資産が反発するなか、米国株式は史上最高値近くまで上昇しました。インフレ動向が最終的に今後数か月及び数四半期先の政策金利や債券利回り、広範な市場の方向性を握る鍵となることがより現実的になってきています。

簡単に言えば、インフレ率が低位で推移すれば、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げへの圧力は強まらないことから、この場合は底堅い経済成長や潤沢な流動性が引き続き市場を押し上げると見えています。

しかし、インフレ率が上昇すれば、債券利回り及び政策金利は上昇し、より厳しい状況が市場にもたらされる可能性があります。

インフレ見通しを精査すると、ベース効果によって5月に発表される4月のコア個人消費支出（PCE）価格指数は、2.5%を超える可能性があります。その後は、インフレに対するハト派は物価上昇圧力が和らぐことを予想するでしょう。それに対して、タカ派はその後の低下幅は小さく短期的なものとなり、それ以降の物価上昇圧力は強まるとみているようです。

潤沢な流動性がベントアップ需要につながり、供給が不足している中でミルトン・フリードマン氏の言葉を引用すれば、「多すぎるマネーが少なすぎる投資先を求めている」状況と表現するのが良いかもしれません。 $MV=PY$ （貨幣量×流通速度＝価格×取引量）が成り立つフィッシャーの交換方程式に当てはめると、昨年M（貨幣量）は急激に増えたものの、P（価格）はほぼ上昇していないことから、V（流通速度）は大きく減速したと考えることが出来ます。しかし、足下で経済成長やアニマルスピリッツが回復する中、今後数か月間でVが加速すれば、この状況は変わる可能性があります。

2021年3月12日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

この観点から見ると、財政政策の拡大が続く状況があり、そしてFOMCが物価の変化に予防的に行動するのではなく、実際の変化に対して行動することを示しているなかで、中期的にインフレ率は上昇する可能性が高いという見方をしています。

1.9兆米ドルに上るバイデン政権下における財政刺激策は、法案が成立する準備が整えられ、各家庭が郵便ポストで小切手を受け取る日もまもなくでしょう。以前の給付金の多くは貯蓄に回っています。

しかし、消費者のバランスシートがかなり健全な状況にあると見られ、経済活動が正常化する中にあっては、今回は貯蓄ではなく消費という傾向が強まって不思議ではないでしょう。ロックダウン下においての生活では、消費をしたいというインセンティブが削がれます。例えば、行くところがないにも係わらず洋服を新調しようとは思いません。しかし、ロックダウンが解除されると共に、こうした傾向にも変化が見られるでしょう。

さらに、今回の給付については低所得家計をターゲットとしており、こうした家計は消費性向が高いと言えます。そのため、元々経済活動のエンジンが消費である米国において、今後数ヶ月に亘って需要の高まりが見られると考えられます。

## 今年後半の刺激策について

さらに、今年後半にかけてもさらなる財政刺激策が実施されるとみられており、民主党は現在、4兆米ドルに上るインフラ投資計画を進めています。2021年後半に、この約半分のサイズで決着すると予想しており、その支出は複数年に亘って続くものと考えられます。より長期に亘って支出されることから、足元の刺激策よりも経済への直接的な影響度合いは小さくなるかもしれません。

とは言うものの、多くの州でインフラ投資が必要とされていることを踏まえれば、この支出がGDPに対して強い乗数効果をもたらす可能性があります。さらに、この財政緩和策によって、2022年に迎える財政の崖の懸念が緩和され、バイデン政権下においては支援的な政策が続くことが確実になるでしょう。

こうした背景から、米国債金利が引き続き上昇する余地があると考えています。一方で、その他の資産の下落による強い質への逃避の動きが見られない限りは、金利が大幅に低下することは考え難いと見ています。

## 欧州では緩和策が継続される

欧州では、米国債利回りの上昇がドイツ国債利回りへのいくらかの上昇圧力となっています。しかし、ユーロ圏の経済成長率は2021年に約3.5%に留まると予想され、米国の半分の成長しか見られないかもしれません。そのため、欧州中央銀行（ECB）が金融環境の時期尚早な引き締めを回避したいという意向は十分に理解でき、次四半期には資産買入を加速させる計画を発表しました。

このことで欧州周辺国債のスプレッドはやや縮小し、イタリア、ギリシャ、スペインがアウトパフォームしました。しかし、パンデミック緊急買入プログラム（PEPP）の買入が、利回りの大幅な低下やスプレッドの縮小をもたらすとは考えにくく、金利上昇に対する保険のような役割を果たしているとみています。

## マクロ面での進展

先週、株式市場では面白い旋回が見られました。ナスダック指数は週初に大幅な下落が見られたものの、その後大きく反発しました。

リフレ及び経済再開によって、バリュー株へのローテーションの動きが見られました。しかし、欧州株やエマーGING市場などのシクリカル性の強い資産クラスが特段の恩恵を受けたということではありませんでした。

エマージング市場については、クレジット債、金利、通貨、いずれに対してもセンチメントは弱含んでおり、年初来のパフォーマンスはマイナスとなっています。

その他、社債のスプレッドは安定的に推移しました。新規発行も引き続き見られ、投資家にはエクスポージャーを高める投資機会がもたらされ、その多くに堅固な需要が見られました。

今週はFOMC会合が開催されますが、経済成長、インフレ、金利見通しを示す「ドット・チャート」に関するコメントに注目が集まります。FRBはECBと比較して金利上昇に対してかなり寛容であると捉えています。

一方、資産価格において今後数ヶ月のインフレの動きの重要性を強調しないわけにはいきません。今後数週間では、強い経済成長が企業の価格決定力を強めるのか、それとも抑制された状態にあるのかを見極めるには早すぎるかもしれません。その間、市場心理の変化を反映する形で、資産価格は上下する可能性があります。

## 潤沢な流動性は維持されるか

米国金利の動きが引き続き注目の中心となるなか、昨年FRBが補完的レバレッジ比率（Supplemental Leverage Ratio）規制を一時停止しましたが、それが今月末に失効します。この関連で、銀行は昨年、規制があった場合よりも多くの米国債を買い入れることが可能となっていました。そのため、この停止が延長されない場合、多くの米国債が銀行のポートフォリオから売却される可能性があります。その総額は2,000億米ドルに上ると試算されています。

そのため、多くの銀行は延長を求めたロビー活動をしています。バイデン政権は、グローバル金融危機を受けた政策の枠組みの一部を巻き戻したいという意向は小さいと見られるものの、銀行が自社株買いに流動性を用いている中で流動性を供与することは、多くの政策当局者の直観にはそぐわないでしょう。

さらに流動性は概して潤沢にあり、政治的な面からは、2020年3月と比べてマクロ環境がそれほど困難でない現状において、政策当局者がウォール街に屈服するような姿を一部の民主党議員が受け入れるかは分かりません。

米大学バスケットボール・トーナメント（「March Madness（3月の熱狂）」と呼ばれる）が今年も始まるとするなか、金融市場においては潤沢な流動性が同様の熱狂を生み出しているようです。

ゲームストップ株は3日間で3倍に上昇した後、ファンダメンタルなニュースがない中で、およそ30分で半値に下落しました。個人投資家は仮想通貨（ビットコイン）で収益を上げようと必死になっているようで、Kebab Token、Pancake Swap、Pancake Bunnyといった仮想通貨は信じがたい上昇を見せています。

流動性が溢れる市場においては、投資の原則を忘れることも時として許されてしまうようです。これは、権利自体に投資をするというのではなく、投機やエンターテインメントの要素が強いものであるのかもしれませんが。今もなお多くの人々が家に閉じ込められ、最初にロックダウン措置が取られてから一年が経とうとしている中、ちよ“びつと”の3月の熱狂をみんなが享受出来ている訳ではないことに特段の驚きはないでしょう。

## 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