

もしもFRBがフォロワーなら…

彼らの声明の情報量は？

先週開かれた米連邦準備制度理事会（FRB）会合では、パウエル議長がハト派姿勢を打ち出し、米経済成長及びインフレ見通しは大幅に上方修正されながらも、米連邦公開市場委員会（FOMC）参加者の予想中央値では、政策金利が2023年末までゼロ近辺に据え置かれることが示されました。

しかし、多くの点からFRBが声明の鍵として伝えたかったことを察すると、同中銀が経済指標を踏まえて対応すること、そして米国経済が完全雇用回復し、インフレ率が目標を上回って推移していることが経済指標において確認されてから初めて行動をとる方針であるということであったと考えています。

したがって、彼らが様子見モードにある中では、FRBの将来の見通しに多くの情報が含まれているとは言えないかもしれません。FRBは市場に対し、重視されるのがあくまでも経済指標であるということ伝えており、市場が注目すべきは経済指標になってきていると言えそうです。

その点で言えば、今後発表が予定されている経済指標は、力強い米経済成長を映し出す内容となりそうです。ブルーベイでは、米GDPが2021年に7%超の成長を達成するとみており、これはFRBの予想を上回ります。また同様に、雇用に関しても、広範な市場コンセンサスを上回る増加を予想しています。

さらに、多くが想定しているよりもややインフレが上振れるリスクがあるともみています。インフレ率は春に掛けて2.5%程度に向かったのち、夏場には2%未満に低下したのち、活気ある消費者からのペントアップ需要と供給及びキャパシティ上の制約といった要因が相まって、企業が数年来の強い価格決定力を有することにつながり、年末に掛けて再びインフレ率が上昇基調になると予想しています。

2021年3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）

米経済に関するブルーベ이의理解に基づけば、これらを踏まえて、FRBは今年の終わりにもテーパリング（緩和策縮小）を開始し、2022年末には利上げを実施することが出来るポジションにいる可能性もあるとみています。したがって、米国債利回りには依然として上昇の余地があるとみており、実際に先週、ハト派なFRBが確認された後の当初の反応として、利回り曲線はスティーブ化したものの、当初米国債利回りが低下ではなく上昇したことは興味深い動きであったとみています。これは投資家が、過度にハト派なFRBの姿勢による中期的なインフレリスクの高まりを織り込んだものであったとみています。

とは言いながらも、その後はブレイクイーブン・インフレ率の上昇に加え、実質金利の上昇も見られました。このような動きを踏まえると、概して利回りのベア相場が継続するよう見受けられます。

力強い経済回復が、今後数ヶ月間での利回りの上昇リスクを高めているとみられる中、投資家はデレーション・リスクに過度に晒されることを警戒していると言えそうです。

短期的な見通し

中期的には政策金利が上昇に向かうと予想されるものの、ここ数ヶ月間の米国債利回りの大幅な上昇を経て、より短期的な見通しを精査してみる価値はあるでしょう。

米国債市場のバリュエーションを見てみると、米10年債の1年フォワード・レートは2.0%近辺にあります。一方で米5年債の5年フォワード・レートは2.6%を突破しています。これらのフォワード・レートは、一部の投資家にとっては割安な投資機会が出現していることを示唆しており、その点からすれば、利回りの上昇基調が維持されるためには更なる情報が必要であると言えるかもしれません。

2021年が始まって以降、米10年債利回りはほぼ直線的に80bps上昇しており、短期的には、ショート・ポジションの利益を実現し、再び金利が低下した局面を利用して金利ショートのリスクを積み増すといった投資行動が賢明であるように思えます。

欧州について

大西洋の反対側の欧州でも、米国の市場動向につられる傾向が続いています。ただし、欧州の経済見通しは米国とは大きく異なります。新型コロナウイルスの感染拡大の第3波によって、EU各国は経済活動に制限を設け、ワクチン接種ペースの遅れも2021年の夏のバカンスシーズンに暗雲をもたらし始めています。南欧諸国の経済はとりわけ観光収入に大きく依存しており、仮に今後数週間で感染拡大防止における進展やワクチン接種ペースの加速が見られなかった場合には、「失われた夏」の再来に関する懸念が高まっていく可能性もあります。

2021年のユーロ圏の成長率は、米国のわずか半分程度に留まる可能性もあり、今年後半にかけて追い上げるかもしれませんが、少なくとも今後数ヶ月は、米国との経済パフォーマンスの乖離は拡大の一途を辿るとみています。また、英国においても同様の傾向が予想されます。

これまでのところ、英国はワクチン接種における成功例として称賛されてきました。しかし、供給面での課題を浮き彫りにした直近の報道に基づけば、50歳未満の国民への接種は（今後数ヶ月で50歳以上の国民への2回目の接種が優先されるため）一時停止されることとなり、ロックダウン解除がリスクに晒される可能性があることを意味しています。

リスク資産について

金利市場以外の市場に目を向けると、リスク資産はFRBのハト派なメッセージを当初は歓迎しました。しかし、国債利回りへの更なる圧力は引き続き投資家の懸念材料となっており、リスク選好を抑制しています。米国株式は最高値近辺にあり、金融環境も緩和的です。

社債スプレッドは比較的安定さを維持していますが、スプレッドの縮小基調はその勢いを失ったと見られ、スプレッドがややレンジ内で推移する傾向が見られています。また今後数日間で四半期末となり、日本では年度末を迎えることも特筆すべきでしょう。過去数年間に亘って、3月末付近には流動性が低下し、リスクオフ心理が働きやすい傾向が見られています。つまり4月に突入していく中で、市場には再びポジティブなトーンが戻る可能性もあるとみています。ただしそれには、米国債利回りがより安定した状態となっていることが条件となりそうです。

そのような状況はエマージング市場（EM）にも当てはまるでしょう。ここ最近のEMクレジット債のスプレッドの動きは、先進国と比較してややボラタイルな傾向がありました。先週は、FOMCを迎えるにあたってやや軟調となっていたEM債スプレッドですが、会合後には縮小に転じました。

為替市場について

その一方で、FOMC後に米ドルがやや軟化しました。ただし、その後の価格動向は、通貨の方向性が引き続き利回り動向に強く連動しやすいことを示しました。経済パフォーマンスの相対的な見通しを精査すると、今後数ヶ月で米ドル高に向かうと考えることも出来そうです。

力強い消費者の存在は米経常赤字の拡大につながり兼ねないものの、成長における米国例外主義は米ドル高と足並みを揃える可能性があるかとみています。また米政権も、一時的なインフレ圧力の緩和を可能にする要因として米ドル高に支援的な立場を取ると予想しています。

しかし、ここ数ヶ月で見られたEM通貨に対する米ドル高という傾向とは異なり、この先は主に他の先進国通貨に対する米ドル高を予想しています。したがって先週は、ユーロ及び英ポンドの両方に対する米ドルのロング・ポジションを構築しました。EM通貨に関しては、より相対価値に基づく見通しを持っており、メキシコやコロンビアの通貨をロングする一方で、南アフリカやインドの通貨をショートするポジションを選好しています。

今後の見通し

この先を見据えると、市場の注目を集める次なる経済指標は、2週間後に発表が予定されている米雇用統計となりそうです。したがって、今後数日間は、財政及び金融政策に関する発表も予定されていないため、市場の価格変動要因となりそうな材料はそれほど多くないかもしれません。つまり価格動向は比較的需給主導になりやすく、米国債利回りは直近の上昇を経て幾らか低下する可能性があるものの、四半期末を迎えることから、やや慎重な姿勢を取ることが賢明であると考えています。

先週末で英国は最初のロックダウンから丸一年を迎えました。経済活動の正常化を待ち望む中、正常化した際の景色には明らかな勝者と敗者が存在するように思えてなりません。企業やセクター別に勝ち組と負け組が明確になり、国別でも差が見られそうです。

ハト派なFRBは、困窮者や取り残された人々たちにとっての万能薬のように聞こえるかもしれませんが。しかし、経済指標の基調的な道筋についてのブルーベイの見方が正しければ、パウエル議長（もしくは彼の後任）の12ヶ月後の口調は今と大きく異なっているかもしれません。これまでの相場格言であった「Don't fight the Fed（FRBとは闘うな）」が、もしかしたら今後は、「Don't fight the data（指標とは闘うな、指標には逆らうな）」に置き換えられるかもしれません。

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