

## ハッピー・イースター

### 苦しい12か月間を経て点検すべき時であると考えています。

今週は、ヘッジファンドのアルケゴス・キャピタル・マネジメントが巨額の損失を抱え、レバレッジが掛かった保有株式の売却に動いたことに伴う金融市場の混乱が大きく報道されました。これに関連した巨額のプロットレードにより、多くの大手金融機関が損失を抱える格好となり、損失が数十億米ドルに上った銀行も存在しました。

あたかも強欲がリスク管理や厳格なデューデリジェンスをも凌駕してしまうことが許されてしまったかのようであり、インサイダー取引の「前科」を持つ、アルケゴスの創業者であるビル・ファン氏に関してはとりわけこのことが言えるようです。しかし今回の出来事は、市場全体からは比較的切り離して捉えられる事例であるとみており、結果的に広範に波及する可能性を懸念する必要はないとみています。

実際、過去数日間の政策担当者とのディスカッションの内容を踏まえると、今回のイベントが脆弱な分野における規制やリスク管理慣習の厳格化の動きにつながり得るとの見方はあるようです。また、市場の下落前には強欲が存在するケースが多いことを、市場参加者にタイムリーに思い起こさせるイベントであったとも言えそうです。過去折に触れて、FOMO（Fear of Missing Out；取り残される不安）が資産価格の飛躍的な上昇基調を促す要因となってきた期間があったことも踏まえると、尚更その意味はあったのかもしれない。

### 大局的に見ると

仮にアルケゴスの一件が空騒ぎに近いものであるとすれば、中期的な経済への影響という意味でより重要性が高いのは米国の財政政策に関する議論であると考えます。

2021年4月2日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

これに関しては、足元で米民主党政権が予算調整プロセス（Budget Reconciliation Process）を利用して、インフラ計画法案を進める可能性があります。つまり、米政権は、上院において共和党からの超党派の支持を得る必要がなくなるということを意味します。バイデン政権が掲げるアジェンダにおける主要な計画を可決させるため、2021年末までに予算調整プロセスが3回利用される可能性が高まってきたようです。

特にインフラ計画に関しては、3兆米ドルのパッケージになると予想しており、一部は増税によって賄われることになるとみえています。増税は後ろ倒しになる可能性があるため、このことは経済の活性化につながり、今後複数年に亘って債務水準の上昇に寄与するとみられます。同時に、これらのイニシアティブが緑の経済（グリーン・エコノミー）への投資を加速させ、低所得層や恵まれない家庭を支えるための所得の再分配の達成にも資することが期待されています。

これらの提案を実現させるためには、上院民主党のマンチン議員やシネマ議員からの支持を得られるかどうかにかかっているとみえ、今後数か月間に亘って多くの話し合いや議論、歩み寄りなどが続く可能性があるでしょう。しかし、進む方向性は比較的明確であると見られ、その意味で、米政策担当者は臆することなく成長を促すアジェンダに取り組み、財政の新たな「パラダイム」が推し進められていると言えそうです。

## 経済再開に向けて

米財政政策は、引き続き債券利回りの上昇を中期的に脅かす要因となっています。全ての条件が同じとすれば、財政拡張の際には金融政策の引き締めが必要になると想定されます。

一方で、米国経済は2021年4-6月期を迎えるにあたって急速に力強さを増し、今後三か月間で2桁の成長を遂げる可能性もあるという状況です。経済活動の再開が、今後数か月間での堅調な雇用の増加につながると期待されるとともに、消費者が潤沢なキャッシュを保有する中、今後数週間ではペントアップ需要が加速する可能性があるかとみえています。

これまでに発表された3月の経済指標は既にその兆候を示しており、ワクチン接種における「オーバーレション・ワープ・スピード（OWS）」が順調に進展し、春が訪れようとする中で、この先数か月間は前向きな経済環境が予想されます。

このような背景を踏まえ、2021年1-3月期が1994年以来で最大の金利上昇幅を記録する四半期になったとは言っても、この先米国債利回りが大幅に低下する余地も限定的であるように見受けられます。スティーブな利回り曲線は、日本や台湾などからの海外投資家にとっての為替ヘッジ後の利回りが数年来の高水準になることを意味しており、新たな年度を迎えるこうした地域から、市場の下支えとなる需要が見られても不思議ではありません。

しかし、米国金利に関してはややディフェンシブなスタンスを維持することが賢明であると考えており、米10年国債利回りは2%に向けて上昇する可能性があるかとみえています。また金利の低下が見られた局面では、ショート・ポジションの積み増しを検討していく方針です。

## 為替市場

為替市場では、来四半期の米国経済のアウトパフォーマンスが、米ドル高基調の継続の余地をもたらす要因になるとみえています。

欧州では、財政政策による対応はより限定的で、EU復興基金の承認の遅れによって、基金からの資金支援が今年末近くまで実行されない可能性も生じます。欧州大陸ではワクチン接種プログラムでも引き続き苦戦しており、感染拡大の第三波が拡大しているさなかに、アストラゼネカ社のワクチンに関する懸念も人々の信頼感の低下につながっています。

このような点を踏まえれば、米国が急回復を遂げる一方で、この先欧州の経済指標が低迷したとしても不思議ではないでしょう。またこれは、域内の各地でインフレ指標が正常化しているように見えたとしても、欧州中央銀行（ECB）が金利上昇への抵抗を続ける可能性を意味しているとみ

ています。10年債で見た米国債と独国債の利回り格差が200bpsを上回る中で、米国の経常赤字は拡大するリスクの方が高いとしても、投資家資金は米ドルを 선호しやすいとみています。

今年後半には、EUの政策及びワクチン接種が米国に追いつくことを期待していますが、今後数か月間では、米ドルがアウトパフォームする可能性の方が高いとみています。

## 社債市場

社債市場は投資家の継続的な利回り選好を背景に底堅く推移しました。四半期末が終わり、今後数週間ではスプレッドが幾らか縮小する余地はあるとみており、足元では現物債のロング・ポジションに対して保有しているCDS指数を利用したヘッジ・ポジションの削減を検討しています。

アルケゴスの話題は金融銘柄のパフォーマンスに幾らか下押し圧力となり、野村やクレディ・スイスがアンダーパフォームしました。クレディ・スイスに関しては、アルケゴス関連取引による予想損失額の把握及びその公表に遅れがあったことや、今回の問題が、英金融ベンチャーのグリーンシル・キャピタルに関連した損失を計上した直後に発生したことなどから、投資家の懸念が高まりました。

しかし、これらのイベントによって、同社が自社株買い計画を見送り、必要であれば実際に増資を行うことにつながる可能性があるとみています。今回の一件がクレディ・スイスの社債スプレッドに今後も影響を与え続ける可能性は低いとみており、むしろあるとすれば、株主へのリターン創出能力は抑制され兼ねないものの、今後のリスク管理の強化やより慎重なアプローチが同社の信用力を支える可能性もあるとみています。

## エマージング市場

先週のイベントを踏まえて引き続きトルコ資産が圧力下に置かれました。一方で、米国債利回りの上昇や米ドル高も引き続き逆風要因となり、エマージング市場（EM）資産全体がアウトパフォームするためには、これらのトレンドが終わりを迎える必要があるかもしれません。

現段階では、各国ごとの枝分かれによって相対的な勝者と敗者を選別することは可能で、多くの市場においてバリュエーションも割安に見えます。例えば、長期の現地金利をインフレ調整後ベースで見ると、その傾向は顕著です。

他の多くの資産クラスでは、比較的バリュエーションが既に完全に伸び切っていたり、割高であったりすることを踏まえると、これはより一層目を引く傾向かもしれません。しかし、資本の輸入に依存しているEM国は今後も試練に晒され、多くの国では新型コロナウイルスの感染も拡大していることから、経済的及び政治的課題は多く山積していると言えるでしょう。

## 今後の見通し

この先を見据えると、欧州の大半の国やその他で投資家が不在となる可能性がある今週金曜日に、米雇用統計が発表されます。同指標は常に市場参加者の注目を集め、昨年見られたパターンをなぞって、経済活動が回復すれば、雇用増加のペースが市場にショックやサプライズをもたらす要因になり得るとみています。統計的に言えば、非農業部門雇用者数変化が100万人増となる月が数か月続いたとしても不思議ではないと考えています。

ただし、4-6月期を迎えるにあたって、これまでにお伝えしてきた見方を変える要因はそれほど多くないとみています。底堅い経済指標は国債利回りの上昇リスクにつながる可能性はありますが、1-3月期の大幅な上昇を経て、インフレ率が予想を大きく上回ることがない限り、この先の上昇ペースはやや緩やかになる可能性が高いとみています。利回りの動きにより安定が見られれば、リスク資産の追い風となり得ますが、既にバリュエーションが高まっていることを踏まえると、社債指数のスプレッドの更なる大幅な縮小余地は概ね限定的であるとみています。

低金利環境下において、投資家はより控えめなリターンであっても満足できるよう順応する必要があります。アルケゴスが思い起こさせてくれたように、強欲は最後には涙の結末を迎え、投資は目先の利益を追求する投機と混同されるべきではないでしょう。したがって、投資家には、「ホームラン」を狙うよりも「一塁打」を重ねて得点を狙う姿勢が求められる環境であると言えるかもしれません。

イースター（復活祭）に際して世界が希望に満ち溢れること祈り、苦しい12か月間を経た今年は、とりわけ感謝の念が強くなっている気がします。しかし、グローバル経済がリセッションに陥っていた期間に金融資産が涙の出るほど高いリターンを達成したように、この先訪れるであろう幸せな数か月間では、苦しかった期間のお返しがあるかもしれません。

## 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	Emerging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