



根比べ

インフレ動向を見極めようと市場のボラティリティが低下する中、英国では、パブの常連客が営業再開となる月曜日をじっと待っています。

先週の金融市場では、堅調な米経済指標が投資家に好感される中、株式市場が最高値を更新しました。一方、米国債利回りは、既に多くの好材料が織り込まれたとの見方などから、幾らか低下しました。1-3月期に見られた米国債利回りの大幅な上昇を経て、一部市場参加者は、4-6月期の見通しがこれに比べると極めて穏やかになると結論づけている向きがあるようです。

これまで数週間に亘って、金利がより一段の上昇を見せるためには、インフレ率の上昇が実際に指標で確認され始める必要がある可能性を指摘してきましたが、フォワード・ベースの米国債の価格評価に一部投資家が割安感を見出し始めたことを踏まえると、米国債利回りの上昇トレンドが足元で勢いを失っていると見られることはそれほど驚きではないでしょう。

したがって、リスク資産が堅調に推移するための見通しはよりクリアになっており、実際に、割高感に対する懸念は熾りながらも株価は上昇し、社債スプレッドは縮小して今四半期のスタートを切っています。

一方、米ドルに関しては3月の上昇基調から一転、先週はやや下落基調となりました。米国経済の相対的に前向きなトーンが、他のグローバル市場に波及し始めたとみています。

経済指標自体に目を向けると、3月の米雇用者数は前月比で100万人近い増加となり、このようなトレンドが続けば（ブルーベイではその可能性が高いとみています）、今年末までに米雇用者数は2019年末の水準に回復すると予想されます。

確たる数字上の裏付けはないものの、労働力不足に関する一部のレポートを踏まえると、広義の失業率（U6）は今年春から夏に掛けて、経済活動が再開する中で急速に低下すると見られています。米国におけるここ最近のワクチン接種ペースが維持されれば、経済活動に関する残りの制約が6月末までには解除される可能性が高いからです。

2021年4月9日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

インフレーション

力強い消費者及び事業者信頼感調査においてはペントアップ需要が示されており、新型コロナによる影響を受けた一部セクターにおける事業者が、失われた売上を取り戻すため、もしくは事業費の上昇分を回収するために、価格引き上げの機会を探ったとしても不思議ではないとみています。例えば、カリフォルニアなどの州のレストランでは、会計に「コロナ・サーチャージ」を付加しており、こうした動きがより広範に広がることも想定されます。

これらを踏まえると、インフレに対する上向きの圧力は維持されるとみており、今後数ヶ月間のペース効果によるインフレ率上昇の後も、数ヶ月間に亘って価格圧力はやや高止まりする可能性が高いとみています。

結果として、2021年末時点での米コア・インフレ率は2%よりも3%に近い水準になると予想しており、仮にそうなった場合には、米国債利回りは再び上昇に向かい、10年債利回りは今年後半に2%を突破する可能性があるかとみています。

多くの側面から、今年はインフレ動向を正しく見極めることが非常に重要になると考えています。仮に米インフレ率が、この春の上昇ののちに2%を下回る水準まで低下した場合には、投資家は今後数年間でインフレが再び戻るとは果たしてあるのだろうかと問いかけることとなり、結果として利回り動向は安定し、リスク資産は更に上昇する可能性があると言えるでしょう。

そのようなシナリオ下においては、仮に米経済が力強いパフォーマンスを維持したとしても、米連邦準備制度理事会（FRB）が2024年を前に利上げを急ぐことは想定しづらいでしょう。しかし、そのような展開となる可能性は低いとみています。ここ10数年間でインフレ率を押し下げてきた構造的なトレンドは、既にその勢いを失っているか、転換しているとみているからです。まず、労働人口の増加による依存人口比率の低下は、過去20年に亘って、貯蓄の増加とインフレ率の低下につながってきましたが、人口が高齢化する中で、依存人口比率は今後上昇するとみられます。次に、グローバル化によってもたらされてきたディスインフレ傾向は価格の低下につながってきましたが、既にグローバル化のピークは過ぎ、今回の新型コロナのパンデミックは、改めて国益やサプライチェーンに注目する機運の高まりにつながるとみています。このことは実際、海外のワクチン製造に依存する危険性にみとれました。

技術の進展は引き続きデフレ圧力となり得る要因ですが、まさに循環的にインフレ圧力が高まりそうな時に、価格を押し下げている構造的な圧力は低下しているように見受けられます。（ミルトン・フリードマンは常に、インフレは潤沢過ぎるマネーが少なすぎる財を追い求める結果であるとの見方を示してきましたが、米国では足元で、ペントアップ需要と供給不足が存在しています。

直近の半導体の供給不足はその一例に過ぎません。したがって、2021年には、インフレ・リスクは明らかに上方に傾いており、政策担当者もそのような結果に支援的であるように見受けられます。

仮にインフレに関するブルーベ이의見方が正しければ、米国債利回りが大きく低下する余地は限定的であるように見え、仮に10年債利回りが1.5%まで低下した場合には、ショート・ポジションを積み増す好機になるとみています。

さらに、米国経済が他の経済をアウトパフォームする幅を踏まえると、今後数ヶ月間で米ドルが上昇する余地があるとの見方を維持しています。欧州では、直近アストラゼネカ社のワクチンに関連した疑念がワクチン接種のネックになっており、今後数ヶ月間はワクチン供給及び感染者数の減少を待ちながらの、何ともしどかしい期間になる可能性があります。ワクチン接種が大陸欧州と比較して大幅に進んでいる英国においてですら、極端に用心深い政府が経済活動の早期の正常化に慎重な姿勢を見せています。英国でのロックダウン規制解除がなかなか進まないことは、実質的に同国の「ワクチン・アドバンテージ」を無駄にしていると言えそうです。

一方、海外への渡航やソーシャル・ディスタンスに関する規制を6月以降も維持するかどうかについての不透明感は、企業がより正確性をもって事前に計画することを困難にしています。このような見方から、1-3月期を通して他の通貨をアウトパフォームした英ポンドの価格には、過度に強気な見方が反映されていると考えています。英国にとって4-6月期は、前四半期よりも状況が改善するかもしれませんが、依然として今年前半は生産が良くても横ばいという状態が続くとみています。

エマージング市場

先週は、より穏やかな米国金利の動きや米ドル安基調によって、エマージング市場（EM）資産が良好なパフォーマンスとなりました。このような傾向は続く可能性があります。米国債利回りや米ドルが再び上昇した場合には、1-3月期に見られた向かい風が再び起こりかねないとみて、やや慎重な見方を維持しています。

とは言いながらも、一部のEM資産のバリュエーションには割安感もあります。ただし、国レベルではパフォーマンスに格差が見られることから、引き続きロングとショートの方のポジションによるメリットを精査することに投資機会があるとみられます。

新型コロナウイルスの感染拡大の第3波は、足元で多くのEM経済の活動を大きく阻害しており、ロックダウンを避ける方針であるブラジルなどの国でも、感染者及び死者数が爆発的に増加する中で、そうした対応が避けられない状況になるかもしれません。ロシアでは、制裁リスクが高まっており、ウクライナとの国境付近における神経質な展開を注意深く見守っています。トルコでは、市場の通説に反して中央銀行が利下げを始めるとみられ、トルコ資産はアンダーパフォームする可能性があるとみえています。その他では、エクアドルやペルーで選挙関連のリスクが予想されます。

したがって、エマージング市場では国やセクター、銘柄レベルでのパフォーマンスのばらつきが存在し、市場のベータに関して全体的な方向性を見極めることは引き続き困難な状況にあるとみえています。

社債市場

その他の市場に目を向けると、社債市場では、ボラティリティ指標の低下が過去数日間のパフォーマンスの下支えとなりました。VIX指数はおよそ1年超振りに18を下回り、今後も低水準に留まる可能性があります。投資家からの社債への需要は、格付けを問わず旺盛であると見受けられ、投資家のポジションに関する調査では、多くの投資家が依然として社債エクスポージャーを積み増す余地を大きく残していることが明らかになっています。

一部の社債市場では、巨額の新規発行がスプレッド縮小の障害となっていますが、低格付け銘柄と高格付け銘柄の間でのスプレッドのコンプレッションが続くことにより、市場全体の指数レベルでのスプレッド縮小は続く可能性があるとみえています。

その証拠として、昨年パンデミックによりパフォーマンスに苦戦したフォーリン・エンジェル（投資適格からハイ・イールドへの格下げ銘柄）のパフォーマンスに連動するFALN（iShares U.S. Fallen Angels USD Bond ETF）のようなETFへの力強い需要が見られることが挙げられるでしょう。したがって、成長が回復する中で流動性は引き続き豊富にあり、デフォルト率は過去と比較して非常に低い状態が続くとの見方が市場のコンセンサスであるように思えます。

今後の見通し

今後を見据えると、この先数ヶ月間の市場はインフレ動向に依るところが大きいとみえています。今週は3月の米消費者物価指数（CPI）が発表されますが、市場では既に、2月からの大幅な上昇が予想されているようです。ただし、インフレ動向がより明確になるまでには、4-6月期の後半に発表される指標を待つ必要があるかもしれません。短期的には、価格に関するトレンドの出現につながり得る証拠に可能な限り着目しながら、金利が更に低下した場合には米国金利のショート・ポジションを積み増すことが出来るよう備えておくつもりです。

一方で、仮にクレジット債のスプレッドが大幅に縮小した場合には、社債及びクレジット国債の利益を実現し、指数を通じたヘッジ・ポジションを再び構築することも検討していきます。

今のところは、短期的なボラティリティの低下基調によって、4月は比較的静かな月になる可能性があるとみえています。今週の英国での目玉イベントは、寒さと雨の中、4ヶ月振りにパブの外でビールを飲むことが許されることでしょうか。準備は万端です。

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