



## 静かな市場

落ち着いた市場環境ではありながらも、慢心は禁物であると考えています。

先週も、米国株式市場が最高値を更新する中、金融市場のボラティリティは低下基調を辿りました。3月の米消費者物価指数（CPI）は、総合CPIが前年同月比2.6%、コアCPIが同1.6%といずれも市場予想をやや上回りました。今後2か月間では更に上昇すると見られますが、このような動きは以前から予想されていました。

### インフレ動向

先週ホワイトハウスが発表した論文（[Pandemic Prices: Assessing Inflation in the Months and Years Ahead | The White House](#)）は、昨年物価が異常に下がったことによるベース効果やpent-up需要、供給の乱れなどを背景とした一時的な価格圧力に言及し、投資家の間でもこのような政策担当者の見方を大目に見て、インフレ率が今年の夏頃には目標を下回る水準に落ち着くとみる向きがあるかもしれません。しかし、ブルーベイではむしろ、より粘着性のある価格動向（インフレ率が低下しづらい状況）を予想しています。

もしインフレ率が3%を上回る水準まで上昇し、原材料価格や事業者調査、その他数値的な裏付けには乏しいものの多くの情報が価格の上振れリスクを示唆するのであれば、中期的なインフレ懸念が表面化し、そのような環境下では米国債利回りの大幅な低下は困難になると予想しています。

したがって、米国金利に対しては小幅なショート・ポジションを維持しており、10年債利回りが1.5%近辺まで低下する局面では、同ポジションを積み増すことを検討していきます。

2021年4月16日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

一方で、前回のコメントでも述べた通り、安定的な金利の動きやボラティリティの低下は、リスク資産にとっての穏やかな投資環境をもたらしています。決算発表シーズンを前にした新規発行の減少による季節的な要因も相まって、社債市場では再びスプレッドが縮小に向かい始めました。中でも、相対的に利回りの高い債券や、依然としてスプレッドの縮小余地を残している債券が投資家の需要を集めています。

## 欧州

欧州では、新型コロナウイルスの感染がピークを迎えていると見られる中でも、ワクチン接種ペースの加速が投資家心理の下支えとなっています。例えばドイツでは、足元で一日あたり50万回の接種が行われており、今月に入って接種ペースが急加速しています。

アストラゼネカ社のワクチンに加えて、ジョンソン・エンド・ジョンソン社製のワクチンに関しても血栓のリスクが報道されていることは今後の進展における懸念材料ですが、1-3月期に見られたワクチン配布における行政上の不手際は、概ね解消されつつあるようです。また、ここ数日では、mRNAワクチンを製造しているファイザー社などが、EUへの供給を大幅に増やすことを約束するといった動きも見られます。

結果として過去数日間では、米国債利回りがやや低下する一方で、欧州国債利回りは小幅に上昇しています。今後数か月間で欧州の成長が加速すると見られる中、悲観論はピークを越えたかもしれないとの見方や、インフレ率の上昇によって、米連邦準備制度理事会（FRB）による緩和策縮小とまさに同タイミングで、2022年初めにも欧州中央銀行（ECB）がパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）による資産買入額の縮小を始めるかもしれないとの議論も一部ではさ始めました。

ブルーベイでは、ユーロ圏の見通しに過度に楽観的になるには依然として時期尚早であるとみており、4-6月期の経済指標が市場予想を下回る可能性も十分にあるとみています。しかし、2022年以降にEUの財政ルールが再規定されるにあたって、財政政策に対するハト派は緩和的な修正を求めると予想される中、欧州の北部の国々は金融緩和策の引き揚げを要求することも想定されます。

結果として今年末に掛けてのラガルドECB体制の動向は興味深い注目材料となるかもしれませんが。ただし今のところは、そのような見方は時期尚早であるとみており、米国経済が先を行く中、目先数か月間については米ドルを愛好します。

## 英国

英国では、5月に地方選挙を控えていることも踏まえ、北部スコットランドでの動向を注視しています。スコットランド議会選では「独立派」が過半数を確保する可能性があり、仮にその後、独立の是非を巡る住民投票や、英国の解体といった動きにつながれば、2016年のブレグジット投票時と同様に、英国資産及び英ポンドにとって新たな不確定要素になるとみられます。供給面での問題によって、英国でのワクチン接種ペースが、ここ数日間欧州に遅れを取っていることに加えて、こうした政治的要素も英ポンドに対するネガティブな見方の背景となっています。

## 今後の見通し

4月も後半に突入しますが、この先は4月28日に予定されている米連邦公開市場委員会（FOMC）前に特段材料視されるイベントはなさそうです。実際、今回のFOMCにおいてFRBの言動に大きな変化が見られる可能性も低いいため、5月初めの米雇用統計までは、市場がレンジ内の動きを続けたとしても不思議ではないと言えるかもしれません。ボラティリティの低下は一般的にリスク資産にとって追い風と言えますが、落ち着いた市場環境ではありながらも、慢心は禁物であると考えています。

仮にスプレッドが縮小すれば、クレジット債のロング・ポジションの利益を実現したり、ヘッジ・ポジションをより良い条件で構築し直したりすることが賢明であると考えています。足元のバリュエーションが、目先の更なる上昇余地を狭めていることを踏まえれば尚更です。

一方で、米国債利回りが更に低下した局面では、より魅力的な水準でのショート・ポジションの積み増しを検討することが適切なアプローチであると考えています。最終的には、レンジ内の動きから突き抜け、金利及び米ドルの一段の上昇が見られると予想しています。ただしその実現には、数週間という時間を待つ必要があるかも知れません。ボサボサ髪で有名だったボリス（ジョンソン首相）は英国で美容院が再開すると同時に髪を切ってさっぱりしてしまったように、今日はここにあるものが、明日もあるとは限らないでしょう。

## 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、契約資産の内容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