



## ひんやりとした市場

まるで屋外でのみ会食が許されたばかりの英国に訪れた寒波のようです。

4月は金融市場にとって比較的落ち着いた1ヶ月であったと言えます、先週開かれた米連邦準備制度理事会（FRB）会合もそのような雰囲気に変化をもたらすことはありませんでした。

現状の政策枠組みにおいて、米連邦公開市場委員会（FOMC）は結果を促すために先手を打つよりも、むしろ経済指標の進展にやや遅行する姿勢を見せています。これを受けて、現段階ではパウエルFRB議長やその他FRB高官からは、特段目新しい材料は得られないであろうとの印象を受けています。政策担当者にとって注力すべきことは、経済が昨年の新型コロナ危機による混乱から回復していく中で、労働市場の回復を確実にすることでしょう。

米国では、今週金曜日に発表される雇用統計が、その点での進捗を確認するための好機になると見られ、週次の新規失業保険申請件数での傾向を分析すると、経済活動が再開を続ける中で、4月の雇用者数変化が100万人を優に上回る増加になったとしても不思議ではありません。

このような結果が失業率の大幅な低下につながると考えており、力強い経済回復によって、米国経済が2021年末までに完全雇用に戻す可能性もあるとみています。これは正式な予測で前提とされているペースを大きく上回るペースです。

## 経済指標におけるアップサイド

堅固な米経済指標は、概ね市場に織り込まれていると言えるでしょう。しかし、市場のコンセンサス予想と比較したアップサイドのサプライズの余地はあるとみており、5月中旬に発表が予定されている4月のインフレ統計も、市場予想を上回る可能性があるかとみています。したがって、4月には低下に転じた米国債利回りが、今後数ヶ月間で再び上昇に転じる可能性はあるとみており、金利に関してはショート・ポジションの選好を続けます。

2021年4月30日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

今後数週間では、FOMC内でのタカ派寄りの発言者がQE買入額の縮小に関する議論の開始を求めることで、ハト派的な総意が揺れ始める可能性もあると予想しています。またその結果として、夏の終わりに予定されているジャクソンホール会合でのより白熱した議論へとつながり、FRBが9月に見通しを更新する際に、緩和策縮小（テーパリング）を発表する道を作ることも考えられます。

テーパリング自体は今年末にも開始され、その後2022年末に利上げ開始となることを想定しています。

こうした予測は、需給ギャップが現状予想されているよりも速いペースで解消され、インフレも現時点での予想をやや上回ることを想定した、米国経済に対する強気な見方に基づいています。これらを踏まえ、2021年末には米10年債利回りが2.25%近辺まで上昇している可能性があるともみています。

ここ最近では、安定的な相場環境や上向きの企業業績などを背景に、米国株式市場が高値を更新し続けていることも興味深く受け止めています。

バイデン米大統領が、大きな政府や増税、所得の再配分など、進歩主義寄りの計画を掲げる中でも、株価の動きは概ね平静を保っているようです。米大統領選前には、政策がそれほどまでにリベラル方向へと転換することは、金融市場にネガティブに受け止められていましたが、今や市場はそのような流れと上手く付き合っていくことを好んでいるようにすら見受けられます。

このような状況を踏まえ、米民主党内のリベラル派が、更にアジェンダを推し進め続けるよう勢いづくことも想像出来ます。また、過去民主党が大統領職及び上下院の全てで主導権を握り、政策がこのような方向へと進んでいた際には、金融資産の価格にネガティブな影響を及ぼす傾向にあったことも思い返されます。

## 欧州

欧州では、欧州中央銀行（ECB）が全ての純国債発行額を買い入れている状態にも関わらず、見通しの改善によってドイツ国債利回りが12ヶ月振りの高水準を付けました。イタリアでは、より野心的な財政計画がイタリア国債のパフォーマンスに幾らか下押し圧力となりましたが、同時にこのことが中期的な成長見通しを押し上げる可能性もあるため、ドラギ政権は概ね正しい判断をしていると考えており、EUの他の政府も同様の方向に動いていく可能性があるともみています。

ユーロ圏では、今後2～3年で復興基金からの支出が増えていくと予想され、ECBは2022年中にパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）による購入額を縮小させていくとみています。しかし、米国で採用された前倒し型のアプローチと比較して、後ろ倒しされる特徴のある刺激策の影響で、欧州経済は今後6ヶ月間程度は米国経済に大きく遅れを取るかもしれません。

したがって、4月に見られたような、ドイツ国債の米国債に対するアンダーパフォーマンスが続く可能性は低いとみています。

## クレジット市場について

ボラティリティの低下と堅調な株式市場は、ここ数週間に亘って社債市場の追い風となっています。ただし、潤沢な新規発行や伸張したバリュエーションによって、スプレッドの動きはやや緩やかなペースとなっています。

指数レベルで見ると、4月には米ハイ・イールド社債のスプレッドが12bps縮小して341bpsとなった一方、米投資適格（IG）社債のスプレッドはわずか2bps縮小に留まり、89bpsとなっています（いずれも執筆時点、以下同じ）。欧州では、IG社債のスプレッドが月初来で6bps縮小し、84bpsとなっています。

社債については、ベータを小幅にロングする姿勢を維持しており、低格付け銘柄がリスク調整後で見ると高格付け銘柄を上回るパフォーマンスになる「コンプレッション」に備えたポジションを選好しています。

## エマージング市場

4月は、エマージング市場（EM）が良好なパフォーマンスとなり、米国債利回りの低下や米ドル安が追い風となり、米ドル建て債券指数は2%近く上昇しました。引き続き幾つかのEM銘柄には割安感があるとみていますが、米国金利の上昇が米ドル高につながる可能性があり、EM資産に対する逆風要因が再び生じる可能性があるかとみて、投資対象を十分に厳選しています。

為替相場では、リスク資産の上昇によって、先週も米ドル安基調が続きました。投資テーマとしては、韓国や台湾、タイなど、アジアの輸出国の通貨への選好を維持しています。

## 今後の見通し

今後を見据えるにあたり、やはり経済指標が市場の方向性を握る鍵になるとみています。過去数週間では、市場の憶測を試したり、価格を動かすきっかけとなったりするマクロ面でのサプライズがほとんどありませんでした。

最終的には、力強い米経済指標がそのきっかけとなる要因であると予想しています。例えば、5月には、価格上昇のはかない性質につきものであるように、そのような上昇基調が疑問視され始めるかもしれません。単一の経済指標のみでは市場を動かすために十分でなくなり、指標の蓄積と、それに伴う発言が投資家心理の転換につながる可能性があるかとみています。

現段階では、投資家はただ経済指標の発表を待つみの状態です。5月には、株式市場が高値圏から調整する可能性が高まっているとみており、ポートフォリオ全体のベータ値を比較的抑えた運用を続ける方針です。同時に、市場がどちらかと言えばレンジ内の動きに留まっている中では、ポートフォリオのヘッジ・ポジションに必要な以上のコストを掛けることは避けたいと考えています。

過去数週間では、マクロ面で現状を打破しようとする目新しい材料に乏しく、ほとんどの市場が極めて冷静な状態にあったように思います。冷たいと言えば、英国では数週間に亘って晴れた天気が続いた後、季節外れの寒波があり、今年は過去60年以上で最も気温の低い4月となりました。今月は屋外でのみ会食が許された月だったので、非常に残念なタイミングでしたが、これによって、屋外での飲食という文化が英国でそれほど定着してこなかった理由を身をもって実感することとなりました。

とは言いながらも、英国にもようやく訪れた暖かさを感じる一方で、金融市場における静けさは、ボラティリティの再上昇とともに終わりを迎えるということも思わずにはられません。その意味で、5月に予定されている経済指標関連のイベントは、マクロ経済的な新たな局面へと突入していくのかどうかを探るヒントとして重要になるとみています。

## 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	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