



## 持続不可能な三位一体の関係

**インフレ率の上昇により、実質金利は低下し、株価が上昇していますが、この流れはいつまで続くのでしょうか。**

夏の比較的静かな市場環境下において、先週おそらく最も注目を集めたのは、市場予想を上回った米インフレ指標で、結果として米国債利回りは過去数日間で小幅に上昇しています。米コアCPIは前年同月比1.6%上昇となり、ここ最近のインフレ率の低下基調が反転しました。

その一部は、新型コロナによるリセッションが供給曲線にもたらした影響や、総需要に加えた圧力を反映したものであったと捉えることが出来るかもしれません。

裏付ける数値はありませんが、一部のセクターにおいて脆弱な企業が生き残りに苦戦することによって競争が失われる中、事業コストの上昇を価格に転嫁する企業があったとしても不思議ではないと言えるでしょう。

### インフレ見通し

とはいえながらも、現段階ではインフレ率が大幅な上昇に向かう可能性は低いとみています。大幅なアウトプット・ギャップと、高水準の失業率が賃金上昇を抑制するとみており、過去数か月間で経済状況が改善しているとは言っても、生産高は依然として2019年末の水準を大きく下回っているためです。

しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）が、政策金利引き上げを検討し始めるためには、インフレ率が目標を一定期間上回っていることを確認したいとしている中、インフレが完全に消滅した訳ではないかもしれないとの認識は、2021年にアウトプット・ギャップが縮小し始めれば、市場に影響を及ぼすかもしれません。

2020年8月14日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

金融市場は常に先を見据えるものであり、この結果として利回り曲線にはベア・スティーブ化の圧力が掛かると考えることが自然かもしれません。しかしながら、グローバルの中央銀行が経済活動の下方リスクをより重要視し、潤沢な流動性を提供するとともに、実質的なイールドカーブ・コントロールを実施する政策姿勢を維持している現段階においては、利回りが大きく変化することを予想するのは困難であるとみています。

一方で、米インフレ連動債で見たブレイク・イーブン・インフレ率は上昇を続けており、足元では今年3月末の時点から100bps以上も高い水準を付けています。米名目金利が比較的抑制されていることから、結果として米実質金利はマイナス圏を深掘りして低下しています。株式と長期インフレ連動債とのバリュエーション格差から、このことが株式市場の更なる追い風の要因であるとされてきました。

少なくとも現段階では、インフレ率の更なる上昇できえ、株価にとってはポジティブなニュースになると言えるでしょう。これはなかなか見られることではありません。

## 9月に新規発行市場は再び活発化へ

欧州では、夏枯れ相場の中で、ユーロ圏ソブリン債及び投資適格社債のスプレッドが緩やかなペースながらも着実に縮小しています。より直近では、CDS指数が現物債の上昇に出遅れる傾向が見られています。

また社債市場では、ベータ調整後で見ても高格付け資産が低格付け資産をアウトパフォームする、いわゆる「デインプレッション」の傾向が引き続き見られています。仮にスプレッドが拡大しても、継続的な中央銀行の買入れによる恩恵により、下落時の投資適格債市場にはより強力な下支えがもたらされる可能性が高いとみています。

一方で、スプレッドが更に縮小を続けた場合には、おそらくシクリカル銘柄がアウトパフォームし始め、低格付け銘柄のパフォーマンスも追いつき始めるかもしれません。ただし、実際の経済活動が依然として2019年末の時点より大きく下回っている中、多くのセクターでファンダメンタルズが苦しい状況は続くと見えています。そのような中で9月には新発債市場が再び活発化し、セカンダリー市場での債券価格の調整につながる可能性もあるとみています。

## 欧州のウイルス感染抑制はいまだ経済指標に表れず

英国では、発表された経済指標によって、英国経済がコロナ危機から相対的に深刻な影響を受けたことが浮き彫りとなりました。4-6月期の英GDP成長は前期比20.4%減となりました。これに比べて、フランス、イタリア、ドイツ、米国の同指標はそれぞれ13.8%減、12.1%減、10.1%減、9.5%減と、英国よりも小幅な減少に留まっています。次の2四半期には反発が予想されますが、ブレグジットの現実が押し寄せる中、2021年も英国経済が他の国をアンダーパフォームする可能性は十分にあるとみています。

より広範に見れば、ユーロ圏の国々がウイルスの感染封じ込めを比較的うまく行ったにも関わらず、経済指標の傾向は、米国に対するユーロ圏の大幅なアウトパフォームを示すものとはなっていません。米国の感染率が頭打ちとなり、ワクチン開発も進んでいることが示唆される中、市場にポジティブなニュースが溢れる状態が続けば、経済成長における米国例外主義の終焉を主張する声は、結果として時期尚早であったということになるかもしれません。

またその場合、直近の米ドル安基調も疑問視されることになるかもしれません。これに関しては、他の先進国通貨については更なる米ドルに対する上昇余地は限定的かもしれませんが、バリュエーションの観点から幾らか割安感がある市場を挙げるとすれば、それはエマージング現地通貨であると考えています。このような視点から、リスクオン心理が続けば、足元で依然投資が混み合っていないエマージング通貨が、パフォーマンスの出遅れを取り戻す展開もあり得るとみています。

その他エマージング市場では、トルコ・リラの継続的な下落によって、東欧・中東・アフリカ（EMEA）地域がアジアや中南米を下回るパフォーマンスとなりました。しかし、リラ安が、より伝統的な金融政策への回帰を促すきっかけになるとの観測から、トルコのクレジット債スプレッドは縮小基調となりました。レバノンに対しても、変化への圧力が同国のクレジットにポジティブに働く可能性があるとの見方が広がりました。

## 民主党の完全勝利？

そんな中、今週末に予定されている米中のリモート通商協議が言葉の応酬となる可能性があると思いますが、今年初めに合意に至った第一段階の貿易合意に対するリスクは限定的になると予想しています。また、米国では、追加経済対策を巡る財政協議が続きました。ただしトランプ氏による大統領令への署名が、少なくとも現時点では、協議の行き詰まりに関連した下方リスクを抑えたとみられます。

その他、米民主党の大統領候補になることが確実視されているバイデン氏が、カマラ・ハリス氏を副大統領候補に指名したことも市場の注目を集めました。足元では、民主党の完全勝利を予想する声が高まっていますが、そのような見通しであっても、米国株式市場に対する熱狂に水を差すには至らず、S&P500種指数は、コロナ禍前の今年2月につけた最高値近辺まで上昇しています。

## 今後の見通し

経済指標の発表や政策面での進展などに関連した、潜在的な「つまずく危険」の一部を既に乗り越えたと言えるかもしれません。その結果としてボラティリティは低下に向かいましたが、金価格や銀価格の急落は、特にここしばらく上昇していた市場において、市場心理は急変しかねないということを改めて思い起こさせる出来事でした。

また、夏枯れ相場も、価格を過度に上昇もしくは下落に向かわせやすくするリスクを内包しています。

このような期間は、市場の需給面や投資家のポジションに特に注意を払うことがより一層重要となります。実際に、一部の資産クラスや地域では、ファンダメンタルズに疑念がある資産であっても、投資家のポジションが集中する、いわゆるコンセンサスの取引となっている一方、比較的ポジションが混み合っておらず、分析も十分にされていないと見られる投資機会も存在しているようです。その結果として、相対価値に着目した投資機会は継続的に生まれています。そのような投資機会は、大きなリターンをもたらす「ホームラン」とはならないかもしれませんが、着実なリターンの積み上げに寄与する可能性があるかとみています。

経済的な展望という意味では、2020年が進むにつれ、勝ち組と負け組との格差はより顕著に拡大する一方であるようです。情報交換をしている多くの政策担当者は、過去数か月間に亘る金融市場の回復スピードに、やや困惑するとともに懸念を抱いているとみられ、価格評価の点からは多くが比較的強気なセンチメントを織り込んでいるにも関わらず、当局者は今後も多くの経済的痛みがあることを予想しているようです。

一方で、今後新たにネガティブなモメンタムが確認されれば、中央銀行が資産買い入れを拡大するであろうとの認識が広がっていることから、政策対応に変化が予想されない中、株価の強気派はあらゆる悪材料を払しょくすることが出来ると言えそうです。

多くの伝統的な指標が株価の割高感を示唆しているかもしれませんが、S&P500種指数の配当利回りは米10年国債利回りの約3倍の水準に留まっています。このような観点から、超緩和的金融政策に伴う金融面での抑圧が、今後も投資家をよりリスク性の高い資産クラスへと向かわせる可能性があるかとみています。

全般的に言えば、この夏の金融市場は非常に穏やかで落ち着いたものとなっています。何かネガティブなきっかけがない限り、このような状況は当面続く可能性もありますが、このような平穏な状況が、何かに遮られることなく年末まで続くとは想定しづらいと考えています。

さらに、過去を振り返ってみると、ベア（弱気派）がタオルを投げ込んだちょうどその時に（まさに足元の米国株の上昇に見られている状況かもしれませんが）、市場が不安定さを増す傾向が見られてきました。

ブル（強気派）は、新型コロナのワクチンがもうすぐ出来上がることを主張するかもしれませんが、仮にその結果、中央銀行が支援的な姿勢を後退させ始めれば、利回りは上昇し、広範な市場にとっては即座に脅威となり得るでしょう。したがって、現段階では、ポートフォリオのリスクを比較的低位に留めることが賢明であると判断しています。

ここ最近では、ポジティブな話題もネガティブな話題も、ともに投資家に前向きに受け止められてきました。トランプ氏の顔が（米国の4人の元大統領の顔の彫刻がある）ラッシュモア山を埋め尽くす可能性すら取り沙汰されているような時にあっては、結局のところ、投資家があらゆることをポジティブに捉える姿勢は続くのかもしれませんが。

## 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	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