



## モメンタムを失う

**債券市場は一時休止していますが、トレンド反転の兆しは見られていないため、脇に置かれている手元資金を投資に回す好機を提供していると考えています。**

先週は、過去数か月間に亘って続いてきた金融市場の力強いリターンをもたらしたモメンタムが失われる一週間となりました。ここ数週間の新型コロナウイルスの感染再拡大は、1-3月期の経済指標の重石になるとみられています。また、投資家心理を幾らか下支えしているとは言え、追加財政刺激策の見通しが、中期的なインフレ見通しの高まりと相まって米国債利回りの上昇を促す要因となっています。

過去数日間では、米国債利回りの動きがリスク資産の重石になり始めたように見受けられ、金融環境の引き締めにつながる可能性が生じてきたとも受け取れます。したがって、米連邦準備制度理事会（FRB）の複数の高官が、困難な環境下で経済を支えるための緩和策へのコミットメントを改めて示すなど、目先の金利急上昇をFRBが容認するのではないかとこの市場の見方を否定し始めたことに、それほど驚きはありませんでした。

米国債利回りは、今後1、2か月に亘って、よりレンジ内の動きに留まる可能性が高いとみています。足元での新型コロナ関連の指標の悪化により、バイデン新政権が誕生して間もない時期に、経済活動への規制を強化することになるかもしれません。また、このような状況が連邦支出の更なる拡大を促す可能性はあるものの、市場予想を下回る指標によって、今のところはリフレ期待がけん制される可能性があるかとみています。

これらを踏まえ、先週は米国金利のショート・ポジションの利益を実現しました。短期的には、利回りの上昇及び低下の可能性は五分五分であるとみています。依然として、2021年末の時点では、米国債利回りが現状のフォワード・カーブに織り込まれている1.35%という水準を大きく上回って上昇している可能性が高いとみています。しかし現時点では、米国金利の短期的な上昇局面は一巡したと判断しています。

2021年1月15日



**マーク・ダウディング**  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

仮に米国債利回りがレンジ内の動きに留まれば、他のリスク資産は概ね良好なパフォーマンスを維持できると考えています。投資家の利回りへの需要がスプレッドの縮小につながり、クレジット・カーブのコンプレッションが継続するとみています。

VIX指数が依然として高水準にある中、背後でのマクロ関連リスクが幾らか後退すれば、ボラティリティの低下もこうしたスプレッドの動きを促す要因となるかもしれません。その意味で、先週トランプ氏が2度目となる弾劾訴追を受けたことは、同氏が大統領としての残りの任期がわずか5日不足であることを踏まえれば、単に象徴的な出来事に過ぎないとみえています。実際に、ツイートがないこと自体がまるで耳に痛いほどの静けさであるとともに、過去4年間と比較して、今後は非常に静かになるということを予感させるものであると言えるでしょう。

## 政治リスクの再燃

欧州でここ数日間の話題の中心となったのは、ワクチン接種の普及です。EUでは地域を問わず、ワクチン接種が依然として非常に緩やかなペースに留まっています。またイタリアでは、レンツィ元首相が、自身の所属する党の閣僚をコンテ首相率いる連立政権から引き揚げたことにより、政治的リスクが再燃しました。

今回の出来事が早期の解散総選挙につながる可能性は低く（コンテ氏もレンツィ氏もそれを望んでいないため）、互いに歩み寄る道を見つけるか、新たな実務型の政府が誕生する可能性が高いとみえています。しかし、直近の世論調査では共にポピュリスト政党である「同盟」と「イタリアの同胞」がリードしていることから、仮に早期の解散総選挙となった場合は、大きなイベント・リスクになり兼ねません。

これらを踏まえ、先週の初めにイタリアのロング・ポジションを半分に削減しました。欧州中央銀行（ECB）による絶え間ない債券需要を背景に、2021年前半はユーロ圏のスプレッドが広範に縮小基調になるとみえています。しかし、足元ではリスクを削減し、短期的なボラティリティの高まりがより魅力的な買いの好機を提供した場合に再びポジションの構築を検討することが適切であると判断しています。

## 欧州から海を渡り

英国では、ロックダウンの継続が見通しの悪化につながっています。また、プレグジットによる副産物の全体像は、FDIによる投資資金の流れや、貿易の摩擦を引き起こしかねない混乱の継続など、いまだ計り知れないと考えています。

しかし、オックスフォード大学開発のワクチンの配布開始により、ワクチン接種に関しては、英国は明らかにEU諸国よりも一歩リードしていると言えるでしょう。また、ウイルスに一度感染したか、ワクチンを接種した人口の比率が増えている中、英国が他国よりも早く集団免疫を獲得できる可能性もあるとみえています。先週はこのような状況が英ポンドの支援材料となったほか、幾らか米ドル高となったことも英ポンドを押し上げました。

為替市場に関してより広範に見れば、2020年に見られた米ドル安基調は一服したとの印象を受けています。米国債利回りが上昇する中、利回り格差が米ドルにとって追い風になっているとみられ、2021年後半に掛けてこのような状態が続くと予想しています。

また年後半には、成長における米国例外主義が再燃する可能性もあると見ています。また、米財務長官となるイエレン氏が、需給ギャップが解消されるまでは現状の緩和策を続けることを支持する一方で、EUの政策担当者が2022年に財政拡張政策を抑制する言動を見せた場合には、尚更このことが言えるでしょう。経常収支の差は、中長期的なユーロの上昇を示唆しているかもしれませんが。

投資家が米国株式市場以外で割安な投資機会を探っているのであれば、引き続き米ドル安につながり兼ねない資金の流れを形成する可能性もあります。しかし、これらの要因を総合すると、2021年の為替相場場で昨年見られた大きな米ドル・トレンドが見られることには懐疑的で、むしろ

為替市場では、相対価値に基づくポジションに、より明確な投資機会があるかもしれないと予想しています。

したがって先週は、ノルウェー・クローネのロング・ポジションの利益を実現した一方、トルコやメキシコ、ブラジルの通貨についてはロング・ポジションを構築しました。またその反対側で、チリ及び南アフリカの通貨のショート・ポジションを取っています。

## 今後の見通し

1月も半分が終わり、債券指数は概ねフラットもしくは小幅なマイナス・リターンとなっています。米国金利の上昇及び米ドル安トレンドの反転がその主な背景となっています。株式及び社債市場は比較的底堅く推移しており、米国金利が大幅に上振れない限りは、そのような状況が続くと予想しています。その意味で、過去数週間に亘ってアンダーパフォームしてきたエマージング（EM）などの資産の動きは、厳選してリスクを積み増す好機を提供している可能性があるかとみています。

仮に市場に圧力が掛かれば、投資家心理を好転させるために政策支援が予想され、投資家が中期的なリフレ・トレンドに着目している中では、調整が起きたとしてもその余地は限られているかもしれません。実際に、多くの市場における先週の動きは、トレンドの反転というよりは、一時停止であったと捉えることが出来ると考えています。またこのことは、依然として多くの手元資金が、投資に回されずに脇に置かれている状態であることを示唆しているとみています。このような考えは市場でもコンセンサスとなっているようですが、このような見方に基づく全体のポジションは依然として比較的軽いと分析しています。

天候がどんよりしていて、日も短い季節に、家の中に閉じ込められていて退屈であるということが新たな日常になりつつあります。ただし、とりわけクレジット債市場では、退屈であることは必ずしも悪いことではありません。

今年前半は、市場を支えるための緩和策を期待するという全体的な投資テーマが、依然有効であることを示唆しているからです。ただし、これまでも述べた通り、今年後半に刺激策の追加が終われば潮目が変わり、よりディフェンシブなポジションを取るタイミングとなる可能性があるでしょう。

しかし現実の世界に戻れば、夏が近づくことを考えるだけで本当にわくわくする今日この頃です。

## 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