



金融環境が引き締まり、「ルナ」シー（狂気）に終止符が打たれる

ステーブルコイン・テラUSD（UST）が崩壊。一方、消費者は生活費高騰の直撃を受け広範な成長減速懸念が高まり続けています

2022年5月13日

著者
マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）



先週発表された4月米消費者物価指数（CPI）は、総合CPIの前月からの伸びは鈍化したものの、コアCPIが前月比+0.6%と比較的力強い伸びとなったことが、基調的なインフレ圧力が高止まりしていることを示唆し、市場の落胆をやや誘いました。しかし、この結果を受けた米国債利回りの動きは結果として限定的で、金融環境の引き締まりが継続的にリスク資産の重石となったことで、週を通して見ると米国債利回りは低下基調となりました。株式市場でもセンチメントが冷え込み、個人投資家の保有比率が高い資産ほど苦戦する展開となりました。押し目買いはこれまで長きに亘って有効な投資戦略でしたが、利上げサイクルにおいては、米連邦準備制度理事会（FRB）が必ずしも良き友人とはならないことに、これらの投資家層が気づき始めているようです。株価を下支えする、いわゆる「パウエル・プット」までには依然として時間が掛かりそうである一方、仮に株価が上昇し、金融環境が緩和されれば、FRBは再びタカ派姿勢を強める可能性があり、実質的には株価上昇時の「FRBコール」が作られている状況と言えるかもしれません。

そのような環境下において先週は、テラUSD（UST）として知られるステーブルコインの動向が市場の注目を集めました。イエレン米財務長官が、米ドルとのペッグを維持する仕組みとなっているステーブルコインの規制の枠組み整備が喫緊の課題である、との警鐘を鳴らしたためです。とりわけ、暗号資産と双方向で交換可能なアルゴリズム型のステーブルコインは、価格下落が資金流出の引き金となって更なる価格下落につながることで、死のスパイラルに陥りやすいことが明らかになりつつあります。その意味では、実物資産を背後に持たないこれらのステーブルコインは、2パターンのリターンになることを示していると言えるかも知れません。つまり、価格が常に1ドルで固定された状態にあるか、もしくは全く価値を持たないかのどちらかであるということです。仮想通貨「ルナ」と双方向で交

換可能なUSTが20%のリターンをもたらすという点に魅了された投資家は、そのようなリスクを見逃してしまっただけの可能性もあります。USTの主要な支持者であるド・クウォン氏による一連のツイートにも関わらず、金融市場の歴史を振り返れば、ある通貨に対する信頼が損なわれた場合、それを回復することはほぼ不可能に近いと言えます。今回の出来事は、デジタル資産に馴染みのない投資家にとってはそれほど影響がない出来事であると思われるかもしれませんが、UST及び仮想通貨ルナが週の初めの段階では世界のコイン市場でトップ10の一角であったことを踏まえると、今回確認された資金流出は広範な投資家心理に影響をもたらす兼ねないと言えるでしょう。

また、同様に一時「ホット」な投資先として話題となった特別買収目的会社（SPAC）のような市場においても、大幅な損失が見られています。大手金融機関がこれらから撤退する動きが見られていることが潮目の変化を示唆しており、多くが高値圏から50%超の損失を抱えているようです。同程度の損失は、プライベート・エクイティ（PE）ファンドが保有する他の多くのプライベート資産においても見られるのではないかと考えています。明確な証拠はないものの、多くのPEが強気相場の中でより一層高いIRRを追求したことで、ハイテク企業に対して不釣り合いとも言える額の資金が配分されてきた可能性があり、結果として（実際にはほとんどが利益を生んでいない）これらの企業の株価売上高倍率が過度に引き上げられていた可能性があると考えています。これらの投資ファンドはロックアップ期間によって時価評価がされないため、現段階ではその痛みが広範に及んではいませんが、資金借り換えの必要があることが、最終的に多くのPE及びプライベート・デットファンドに対する懸念材料を引き起こし兼ねないかとみています。とりわけ債券などのパブリック資産のリターン見通しが弱含み、前例のない規模の投資資金がプライベート市場での投資機会を追い求めているような現状の市場環境下においては、尚更でしょう。

しかし、プライベート資産の投資見通しが悪化しそうな気配を見せているまさにそのときに、パブリック市場の債券には魅力が戻りつつあるように思えます。例えば、今年初めの時点ではわずか4.5%程度であった米国ハイ・イールド債の利回りは、代表的な指数で見ても足元で7%を大きく上回る水準に達しています。その点で言えば、リターン目標を達成するために、投資家がプライベート資産投資を急ぐ必要性は低下しているように見え、2022年はプライベート資産に対する投資家需要がピークを付ける転換点となるかも知れません。

市場のその他の話題では、生活コスト上昇で消費者需要が影響を受け、中国でゼロ・コロナ政策維持のためのロックダウン規制が導入される中、同国経済がリセッションに陥る可能性を示唆する指標が確認されていることで、企業センチメントがマイナスの影響を受けていることから、経済成長への懸念が高まり続けてきています。中国政府は、規制が緩和された瞬間にオミクロン株の感染拡大が再び起こるということを十分に理解していないと思われ、良くても停止と起動を繰り返すような経済活動になると見られます。相対的に言えば、より深刻な下方リスクにさらされているのは欧州経済であると考えており、例えばドイツは、これまでロシアからの安価なエネルギーに頼り、製品を中国で販売し、安全保障の面では米国の支援を受けてきたということから、経済及び政治モデルの崩壊の危機にさらされている可能性があると言えるでしょう。欧州は引き続き新たな現実と直面しており、その玄関先で戦争が起きていることから、引き続きリスクが下方に傾いていることは明確であるように思えます。

したがって、欧州中央銀行（ECB）が足元で市場に織り込まれている2023年末までの200bpsの利上げを実施出来る余地は、より限られているとの見方を維持しています。ECBは6月にも資産購入を終了し、今年末までに政策金利を0%まで引き上げる可能性は高いとみているものの、2023年には、弱い成長やインフレ圧力の低下を背景に、利上げペースは緩やかなものとなり、結果として利上げ幅は足元で市場に織り込まれている幅の約半分程度に留まると予想しています。これとは対照的に、英国では更なる金融引き締めを予想しています。今年末の時点で、米国及び欧州のインフレ率は4%未満に落ち着くとみえますが、英国では10%近辺で高止まりするとみえています。このような物価見通しの差異は、英国における期待インフレがさらに高まり、他の経済と比較して英国経済がより深刻なスタグフレーションに陥る可能性があることを示唆しています。したがって、目先は英国資産及び英ポンドに対する弱気な見方を維持しており、ややハト派寄りの姿勢を示し始めたイングランド銀行（英中央銀行、BOE）は、今年後半に掛けてさらに大幅な利上げを行う必要に駆られると予想しています。またそのような見方から、高インフレが結果として高インフレの処方箋になるとの見方には同意しかねています。

今度の見通し

今後の見通しとして、米連邦準備制度理事会（FRB）は政策決定を行い、発言によって市場を導こうとする上で、特に金融環境指数を注視していくとみています。金融環境を示す指標は、極めて緩和的な水準からではあるものの、過去2ヶ月間で軒並み引き締まりを示しています。足元では過去の平均的な水準とほぼ同等の水準にあり、米連邦公開市場委員会（FOMC）はこの水準に概ね満足しているのではないかと考えています。しかし同時に、おそらく短期的にこれらの指標がさらに大幅に引き締まることを警戒しているとみられ、実際に先週は、FRBのウォラー理事やブロード・セントルイス地区連銀総裁が市場を落ち着かせるような姿勢も見せました。したがって、不利な経済指標や更なるショックがなければ、この先数週間で市場に安定が戻る時期は近いとみています。米国ではインフレが頭打ちしたとみられることから、FRBは金融環境の更なる引き締まりを誘発する必要なく、市場に伝えたペースでの金融引き締めを実施することが可能であるとみており、結果として米国債利回りはこの先、レンジ内の動きとなる可能性があるとみています。仮にそうなった場合、株式市場におけるセンチメントも安定し、社債市場も一層落ち着くことが予想されます。

このような状況を踏まえ、スプレッドに対してはより前向きな見方を持ち始めたものの、金融環境が幾らか緩和した場合には再び中央銀行がタカ派姿勢を強める可能性があるため、市場の大幅な反発は難しいであろうとの見方も持っています。マクロ見通しは依然として不確実で、仮に株式市場における弱気なセンチメントが高まるようであれば、信頼感が損なわれ、大幅な下落につながる可能性も十分にあることを留意しています。現時点では、デジタル資産市場においてその信頼感の喪失が如実に表われているように思えます。暗号資産がポートフォリオ分散のための有効な投資先であるとの主張はここ最近で打ち負かされ、さらに市場ボラティリティがこれほどまでに高まる中、「安全」とされてきたコインでさえも価値を保つ手段としては極めて脆弱であったことから、これらの通貨が「デジタル・ゴールド」であるとはもはや考えづらい状況です。

個人投資家の間に広がる痛みが規制強化につながる可能性は十分にあり、暗号資産の最も熱心な支援者であっても一部は、今日取引されているコインやトークン、NFT（非代替性トークン）は過熱したポンジ・スキームの一種に過ぎないという認識を抱いているのかもしれませんが。そのような中、コインベース・グローバルなどの暗号資産の交換業者のさらなる損失は、高い取引手数料や回転率に関わらず、取引プラットフォームですらも痛手を負っていることを示しているようです。手短かに言えば、同業界にとって「テラ」ブルな（ひどい）数日間であったことは間違いないでしょう。とは言いながらも、一連の出来事による希望の兆しとしては、自宅でポートフォリオを運用しながらプレイステーションを楽しんでいた一部の人が、これまで考えもしなかった何かをしなければいけないということに気付くことかもしれません。つまり、仕事に就き、労働者不足解消の一助となる、ということです。

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	エマージング債	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



Global Asset Management
BlueBay Asset Management