



フェイクニュースにご注意

経済指標が予想を上回り、株式市場が最高値を更新する中、FOMCは政策ミスをしたなどの意見は的外れのように聞こえます。

先週の金融市場では、前週半ばの米連邦公開市場委員会（FOMC）後に一時2.20%を突破していた米長期債（30年債）利回りが、一転して一時1.90%台まで低下するなど、米国債の利回り曲線が大幅にフラット化する傾向が見られたのち、週末に掛けては市場が幾らか落ち着きを取り戻す展開となりました。

FOMCを受けて、一部の市場参加者の間では米連邦準備制度理事会（FRB）の方針転換への警戒感があり、ある種の「テーパリング前・タントラム」につながったようにも思えました。しかしその後は、複数のFRB高官が、平均インフレーションターゲット（AIT）の枠組みが継続されることや、何らかの政策調整があるとすれば発表された指標が予想を上回るという事実を反映したものになるとの見方を示しながら、市場に一定の安心感をもたらしました。

結果として米国株式市場は最高値を更新し、米国債利回りもFOMC前の水準へと戻りました。市場の注目が再び今後の経済指標の発表へと移る中、パウエルFRB議長などのFRB高官は、今回成し遂げた結果にかなり満足している状態かもしれません。

経済活動を示す指標は、引き続き経済が再開する中での力強い成長を示唆し、このことは先週発表された購買担当者景気指数（PMI）速報値にも見て取れました。米国では、アトランタ連銀のGDPナウキャストに基づいた4-6月期の米GDP予想が引き続き10%超となっており、ブルーベイが数か月間に亘って基本シナリオとして考えている比較的早期のテーパリング及び2022年中の上昇を、（パウエル氏の後任とも目されている）ボスティック氏が主張しており、タカ派の一人となっていることはそれほど驚きではないかもしれません。

また、強力な資産効果も米消費増の原動力となっており、住宅価格の上昇も追い風となっています。例えばテキサス州は、カリフォルニアのような州と比較した税率の低さを好感した人口増によって沸いており、住宅価格が昨年比で30%超も上昇しています。

2021年6月25日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

より一般的に言えば、マイナスの実質金利が住宅関連の活動のブームを主導していると見られ、価格を押し上げるとともに、その過程で賃貸料金の上昇も伴うと予想されます。

ここ最近のインフレ率の上昇の大半は、商品の価格に集中していると言えます。生産者物価指数（PPI）の内容を踏まえると、輸送費の上昇や、半導体などのセクターにおけるボトルネック圧力につながっている継続的な不足によって、更なる商品価格のインフレの余地はあるとみています。

ただし、今後数か月間では、サービス価格のインフレが、インフレ見通しのより大きな部分を占めていく可能性があるかとみています。帰属家賃が消費者物価指数（CPI）を押し上げることに加え、この先数か月間は賃金価格がサービス価格のインフレ上昇につながる可能性があるかとみています。

雇用主は引き続き人々を職場へ惹きつけようと、中には「ペット保険」すら含む福利厚生をアピールしている企業もあるようです。今週発表が予定されている米雇用統計では、雇用増のペースが加速しているに加え、賃金上昇圧力が指標に表れ始めているかを見極めることが重要になるとみています。

またブルーベイでは、米国経済に対する前向きな見通しを維持しています。したがって足元でも、FRBが8月のジャクソンホールでの協議を踏まえ、9月にテーパリングを発表する可能性があるとの見方を維持しています。その条件として、それまでの間、力強い雇用及びインフレ指標が維持されることが挙げられますが、いずれも達成される可能性が高いとみています。インフレが依然ピークを付けておらず、想定よりも一時的な性質のものではないと明らかになり始めることは、一部市場参加者にとってサプライズとなるかもしれません。これらを踏まえ、米国金利のショート・ポジションについては引き続き比較的高い確信度を維持しています。

その他の地域の金利に関しては比較的穏やかな見方をしており、欧州では引き続き見通しが改善しているものの、これまでに実施された刺激策の規模が米国に及ばないことなどから、力強さではやや米国に劣ると考えています。

社債市場ではスプレッドが縮小基調を維持し、引き続き相対的に利回りの高い銘柄が比較的堅調なパフォーマンスとなる、いわゆるスプレッドのコンプレッション傾向が続きました。欧州ハイ・イールド社債のCDS指数であるiTraxx Crossover指数のスプレッドは228bpsをつけていますが、これは2020年以降で最もタイトな水準であるとともに、2007年以降で最もタイトな水準からも25bps以内という水準にあります。

豊富な流動性を追い風にデフォルト率予想は相次いで下方修正されており、今後予想される政策転換が状況の悪化を示唆したとしても、名目GDP成長の力強さは企業業績にとって極めて良好な環境をもたらす可能性があるかとみています。

実質金利が今後数年間に亘ってマイナス圏に留まると予想される世の中において、当面は株価が収益モメンタムによって下支えされるようにも見受けられる一方で、経済指標のトレンド次第で政策がより早期に転換を迎えるようであれば、投資家のリスク削減需要によって、株価が5-10%調整したとしても不思議ではないでしょう。

その他の市場に目を向けると、先週は米ドルがFOMC後の上昇分の一部を失う展開となりました。ただし、米国債利回りが低下する中でも、ユーロやその他通貨が上昇しなかったことは、今後数か月間で米ドルが下落に向かうよりも力強さを維持する可能性の方が高いことを示しているのかもしれない。

エマージング市場は広範なリスク心理によって支えられましたが、価格評価の観点からは特段魅力的な水準ではないとの懸念も燃っていると見られ、FRBのサイクル転換は多くのEM経済に試練をもたらす可能性がありそうです。

先週は欧州周辺国債市場にとっては比較的静かな一週間となりましたが、商品市場では、原油価格がここ最近の上昇基調を維持したことが目を引きました。

今後の見通し

今後を見据えると、今週末に発表される米雇用統計が市場参加者の注目の的となるでしょう。概ね想定通りの内容であれば、利回りはレンジ内の動きに留まり、豊富な流動性を追い風に、リスク資産は上昇を続ける可能性が高いとみています。しかしブルーベイでは、雇用の増加ペースが加速し、賃金の上昇を踏まえてFRB高官は発言の調整を続ける可能性があるともっており、結果として米国債利回りは上昇に向かうと予想しています。

FRBは経済指標に従うと発言していることから、この先は、経済指標自体が市場を主導していくことが理にかなっていると考えています。

したがって、ある種の興奮状態の中で聞かれた、FOMCは先々週に政策ミスを犯した、もしくはFOMC自身の政策の枠組みを無視した、などと言った意見は、全くの見当違いであると考えています。

また、利回りの動きに関して、説明不足の市場コメントの多さにも驚いています。確かに、幾らかタカ派寄りのFRBは利回り曲線のフラット化、ハト派寄りのFRBはスティープ化を示唆することは事実でしょう。しかし、成長が鈍化している、もしくは政策が過度に引き締められているとの議論は、まるで何らかのフェイクニュースかのようにも聞こえます。何を信じるべきか、全ての人が慎重になる必要があるでしょう。さもなくば、現在開催中のサッカー欧州選手権で、イングランドが優勝すると思い込んでしまう人もいるかもしれません！

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