



利回り低下に本当に驚いているのであれば、FRBはなぜそんなに債券を買っているのでしょうか？

先週の市場では、週の前半はここ最近の低下基調を維持していた米国債利回りが、堅調な経済指標や米連邦準備制度理事会（FRB）のクラリダ副議長による発言を背景に、週後半に掛けて幾らか上昇する展開となりました。

米経済活動の先行指標は引き続き力強い成長率と足並みを揃える内容で、主な制約は供給面でのボトルネックや主力部品及び労働力不足であるように見受けられました。

しかし、ここ数週間の動きを見ると、米国債市場はこのような報道から切り離され、需給に関連したテクニカル面が市場の変動をもたらす主要因となっているようです。

多くの点から、流動性に富んだ世界において、実質的に多すぎる資金が少なすぎる資産を追い求めているかのように思えます。ミルトン・フリードマンの言葉を借りれば、資産価格のインフレを中央銀行の政策が主導しているかのようです。

月額1,200億米ドルの証券を購入し続けるという自らの行動が市場にひずみをもたらしているとも言える中、FRBが利回りの水準に対して驚きを示すことはやや奇妙であるとも言えるでしょう。

テーパリングのタイミング？

この先を見据えると、米連邦公開市場委員会（FOMC）が今後数ヶ月以内に資産購入額の縮小（テーパリング）を発表するとの見方を維持しています。今年初めの時点から、テーパリングの発表が9月の政策決定会合の場で行われると予想していました。

しかし、デルタ株関連の不確実性が依然燻っていることを踏まえると、雇用統計が米労働市場の正常化における大幅な進展を示す十分に力強い内容でない限りは、テーパリングの発表が予想よりも数ヶ月間後ろ倒しになる可能性があるかとみています。

2021年8月6日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

ただしテーパリングのタイミングに関わらず、米経済がこの先数ヶ月で継続的に需給ギャップを縮小させ、インフレが目先12~18ヶ月間で、FRBが目標とする2%を大きく上回る水準で高止まりすれば、FRBが2022年末までに利上げを開始する可能性もあるとみています。

国債利回りについて

一方で、足元の米国債利回りの低下はその勢いを失い始めており、成長が予想を大幅に下振れない限りは、更なる低下余地は限定的であることが示される可能性があります。これらを踏まえ、ブルーベイでは、将来の確率分布は利回り上昇の方向に大きく傾いているとの見方を維持していません。

米国金利のショート・ポジションは、この夏に入ってこれまでのところ辛抱強さを試すポジションとなっていますが、この先数週間で「新学期」の取引が始まる中、ショート・ポジションを取ることがリターン創出につながる米国債利回りの上昇機会が訪れるとみています。

その他の市場では比較的落ち着いた一週間となりました。米実質金利が歴史的な低水準で推移する中、同水準のバリュエーションが投資家の注目を集めました。これもまた、需要を満たすために供給が十分でないことによって一部説明がつかいかもしれません。

しかし、財政赤字の拡大や公的債務水準の上昇などを踏まえると、異様な傾向ともみとれます。具体的に言えば、例えば実質金利が-2%となっている30年債は、償還時点において、実質ベースではその価値の半分のリターンのみ保証されていると言えます。

この点を踏まえると、賢い政府であれば、パンデミックのコストを投票権のある納税者ではなく、望めば債券市場の投資家に転嫁することが出来るということを認識するかもしれません。

したがって、このような長期債をマイナス利回りでも多く発行したいという誘惑には説得力があり、中央銀行の買入による歪み効果が後退していけば、かなり先延ばしとなっていた市場の調整が起きて不思議ではないでしょう。

グローバル市場の動き

先週発表された欧州の経済指標も全般的に前向きな内容で、多くの国でデルタ株による感染拡大の波がピークを迎えているようにもみとれました。英国では、入院率も低下し始めた兆候が幾らか市場の楽観論につながりました。

ただし、ほぼ全ての行動制限が解除されたとは言え、人々の行動から判断すると、パンデミック前の日常生活を取り戻すのは依然としてかなり先であるように見えます。良好な内容の企業業績は引き続きリスク資産の下支えとなりました。

中国では、市場に燻る懸念が更なる緩和策への期待につながり、債券利回りが低下基調となりました。

為替市場では、米ドルが大半の通貨に対して概ねレンジ内の動きとなりました。エマージング市場での価格動向は強弱入り混じるものでしたが、ハンガリー・フォロントの相対的な力強さが目を引きました。底堅い経済指標や、同国中央銀行の比較的タカ派な姿勢がその背景にあります。

雇用が鍵に

今後の見通しとして、パウエルFRB議長が、いかなる政策転換であっても、新型コロナウイルス危機前に見られた完全雇用の水準への回帰における大幅な進展を示す証拠が条件となることを示している中、米労働市場に関連した指標が重要になるとみています。

したがって、先週金曜日の雇用統計、そして来月の雇用統計が、9月のFRB会合を占う上で重要となるでしょう。

広範に言えば、見通しは極めて良好であると言えます。求人数は引き続き高止まりしているほか、雇用主が空白のポジションを埋めることに苦戦している証拠が多く確認されており、このような傾向が、この先数ヶ月間で賃金の変動要因となるリスクが日増しに高まっているとみています。

その意味で、失業率がパンデミック前の低水準に回帰すると期待することは適切ではないかもしれません。フィリップス曲線における失業率とインフレの関係は、労働参加率が低下し、期待インフレ率が調整する中、過去18ヶ月間である種の転換点を迎えていた可能性があります。

今後の見通し

国債利回りが低下する様子を眺め、FRBの政策担当者は時折、彼ら自身に見えていないもので、債券市場が知っていることは何であろうかとやきもきすることもあるかもしれません。そう考えると、中央銀行高官の仕事は、市場が決定する方向に従うことであるようにも思えてしまいそうです。しかし、中央銀行自身の政策によって市場に歪みが生じているときに進む道として、それは危険な道であると言えるでしょう。

超低水準にある実質金利や堅調な株式市場を背景に、金融環境に関連した指数は過去最も政策が緩和的であることを示す水準をつけており、経済及び新型コロナ関連で過去12ヶ月間進展が見られてきたにも関わらず、政策は12ヶ月前よりも大幅に緩和的であるようです。

そのような点を踏まえると、経済が力強さを維持し、インフレ圧力が今後も高まっていくと予想することが自然であるように思えます。FRBのパウエル議長やクラリダ副議長、クオールズ副議長は、既に自らの任期がそれほど長くはないと結論づけ、退任した後、後継者に難しい役目を果たしてもらうことを選好しているのかもしれませんが。

いずれにせよ、「興味深い」展開を迎えることにはなりそうです。債券の強気派は、先週オリンピックの男子400メートル障害で脅威の世界新記録を出した、ノルウェーのカルステン・ウォーホルム選手がレース後に見せたような驚愕の表情とともに、最終的に自らのPCスクリーンを見ることになるかもしれません。

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