



市場は2つのハードルのどちらかで転ぶ？

市場が乗り越えるべき主なハードルは、2つの経済指標であるように見えます。その一方で英国の政治は、舞い戻った幽霊のような存在によってドラマが再び動き出しました。

先週の金融市場では、広範な債券市場でインフレ期待に落ち着きが見られる中、米国債利回りが小幅に低下しました。概ね穏やかな投資環境の下でリスク資産は堅調に推移し、クレジット債のスプレッドは縮小しました。また株式市場におけるボラティリティも低下し、金融環境を示す指標は、新型コロナウイルスのパンデミック後の最低水準まで再び緩和しています。今のところ、市場ではインフレが一時的なものに留まるとの見方が大勢であるようです。しかし一時的とは、一体どの程度の長さでしょうか？

先週木曜日に発表され、米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ指標として注目するコア個人消費支出（PCE）価格指数は市場予想を小幅に上回る前期比2.5%で、大方の市場の見方に変化をもたらすものではありませんでした。しかし、同指標は一般的により広範な消費者物価指数（CPI）に遅行する傾向にあり、5月に発表されるCPIでは力強い上昇が予想されます。

最終的には、遅くなるよりはむしろ比較的早いタイミングで、インフレに想定を上回る粘着性がありそうだとの市場の見方が形成されていくとみています。したがって、米国債利回りには上昇余地があるとみています。また、FRBが極めて受動的に、経済指標重視の姿勢を示している中で、市場の注目が毎月2つの指標に集まっているという点も興味深いと考えています。

現状の市場環境を平地競走に例えると、月の大半の期間は穏やかな環境でありながら、毎月2つの経済指標という「ハードル」を、つまづくことなく乗り越える必要があると言えるでしょう。次なるハードルは今週発表が予定されている米非農業部門雇用者数変化（NFP）で、米労働市場のトレンドの力強さや、前月の指標が予想を下回ったことを踏まえると、市場予想を大きく上回る可能性があり、その場合には現状の市場の見方が再び試されることになるでしょう。

2021年5月28日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

米国の政策

政策面ではクラリダFRB副議長が先週、この先のFRB会合で、FRB高官らが量的緩和（QE）縮小（テーパリング）に関する議論を公に開始する可能性を示唆しました。これは、主要中銀が政策に関する言動の変更を考慮し始めていることを示す、更なる兆候であったと言えるでしょう。

今後数ヶ月間で経済指標が積み上がれば、テーパリングに関するトピックは8月のジャクソンホール会合の場での白熱した議論の対象になるとともに、9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）でテーパリングが発表され、実際の買入額縮小が2022年1-3月期に開始される可能性もあるとみています。

欧州

欧州では、欧州中央銀行（ECB）高官によって金融政策の早期の引き締めに水を差す発言が見られる中、債券利回りがやや低下しました。ここ最近プラス圏への回帰を試す状況であったドイツ国債利回りは再び-0.2%に向けて低下し、欧州周辺国国債のスプレッドは年初来で見た最もワイドな水準から縮小に向かいました。

ECBがパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の精査を予定している6月の会合の場で、同プログラムを通じた債券買入額縮小を発表するかもしれないとの市場の見方は、財政拡大やワクチンの接種率などの点で欧州が依然として遅行していることを踏まえるとやや時期尚早とも取れます。

とは言いながらも、今年後半には経済状況もキャッチアップしていくことが予想され、2021年後半にはPEPP縮小とともに、既存のPSPPプログラムの改変が行われる可能性があるとみています。

英国

英国では、経済活動が再開する中で、経済指標が力強さを増しています。小売売上高は今ではパンデミック前を11%上回る水準にあり、製造業の購買担当者景気指数（PMI）も最高値を付け、価格及び費用への圧力は過去13年間で最も強くなっています。消費者信頼感もコロナ前の水準を回復しました。

6月21日に経済活動が順調に再開され、新型コロナの変異株を押さえ込むことが出来るとともに、力強い経済指標が続けば、イングランド銀行（中央銀行）がよりタカ派寄りに舵を切る圧力が高まる可能性があるかとみています。ただし、（一時帰休支援策の期限が切れ）失業関連の見通しがより明確となる今年7-9月期及び10-12月期までは、金融環境の過度な引き締めを防ぐためのイングランド銀行の努力は続くかとみています。

社債市場

社債市場に目を向けると、グローバル社債のスプレッドは引き続き底堅い動きとなり、季節的に多くの新規発行が見られながらも、前週末比ではほぼ横ばいとなりました。新規発行の増加は、資金流入の継続や海外からの需要、現状の価格を正当化する中央銀行の買入の継続などによって支えられた、社債市場の概ね良好な需給面を試す要因であると言えるでしょう。

全般的な市場のスプレッド水準はやや割高とも見て取れますが、広範な経済活動の再開による恩恵を受けやすいシクリカル要素の強い銘柄や劣後債市場など、銘柄固有のリスクを選好しながら銘柄選択に注力していくことが重要であると考えています。

今後の見通し

今週は経済指標の発表という意味では再び静かな一週間となりますが、金曜日には米雇用統計の発表に注目が集まります。先週のコメントでも触れた通り、週次で発表される米新規失業保険申請件数のトレンドは、力強いNFPの数字を示唆しており、前月の弱含みが踏み台となって、夏場に掛けて、FOMC内でのタカ派意見が活発化し始める可能性もあるでしょう。

また、今後数週間では、インフレが一時的であるとの市場の見方が試される局面も予想されます。主要中央銀行の間では、現状、予防的な政策対応よりも、後手に回る格好での政策対応の方が理にかなっているという共通した合言葉があるようです。

しかし、政策が実際の活動に効果をもたらすまでには時間が掛かるとされており、過去に予防的な政策対応がなされてきた重要な理由は、金融引き締めを遅らせて政策が後手に回っている（ビハインド・ザ・カーブとなっている）ことが明らかになった時点で、過度に早急かつ大幅に政策を引き締めなければいけない状況を選ばなかったからであると言えるでしょう。

5月も終わりに近づき、この一ヶ月間を振り返ると、大半の債券資産が概ね狭いレンジ内の動きに留まったと言え、ほぼ前月末から横ばいの水準で月末を迎えそうです。

夏休み相場に向けて市場のボラティリティは低位に留まる可能性があります。先週英国で政治面を賑わせた、元側近のカミングス氏によるジョンソン英首相の批判を見ても明らかのように、トラブルは過ぎ去ったと思ったまさにそのときに、まるで幽霊のように再びカミング（ス）バックする傾向があることに注意しておきたいものです。

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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(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