



CPIは5%を突破したものの、FRBはまだインフレを高めたい様子

米連邦公開市場委員会（FOMC）のメンバーの中に、目の当たりにしているインフレ指標に対してやや不快感を感じ始めている人もいるのでしょうか。

米消費者物価指数（CPI）は力強い数字だったものの、それでも先週の米国債利回りは低下しました。価格圧力は一時的で、インフレ関連指標はピークに達したとの見方がされているようですが、この市場の反応は無頓着すぎると引き続き考えています。総合CPIは前年比5%上昇し、コアCPIも3.8%上昇しました。これは1992年以来的水準で、当時の10年国債利回りは7.5%を超えていました。

自動車価格と航空運賃の上昇が影響したということは一理ありますが、インフレが投資家行動と予想にどのように影響し始めるかは見物でしょう。求人労働異動調査（JOLTS）によると、930万件という記録的な求人件数となっており、パンデミックが広まる前の2019年末と比較して300万件以上多くなっています。

非農業部門雇用者数の伸びがこの数ヶ月緩やかであるところを見ると、労働力はより高い賃金を求めていると読み取ることが出来るかもしれません。そのため平均時給には上昇が見られており、寛大な給付によって事実上最低時給は15米ドルを超える水準になっていると思います。

完全雇用に戻すまでには、米経済はさらに400万人の雇用が必要ですが、経済成長見通しは安定していると思われます。

アトランタ連銀のGDPナウによれば、今四半期のGDPは10%近辺で推移しており、経済が再開しながらも超緩和的な財政及び金融政策が取られるなかで、2021年を通じて勢いのある経済回復が続くと見えています。

実際にどこかの時点で、目の当たりにしているインフレ指標に対して米連邦公開市場委員会（FOMC）が、やや不快感を示し始める可能性について考えを巡らせています。3月のFOMCで米連邦準備制度理事会（FRB）は2021年末の個人消費支出（PCE）インフレの率の見通

2021年6月11日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

しを1.8%から2.4%に引き上げました。しかし、さらに3%への大幅な見直しも適切ではないかと当社では考えています。

今週のFOMCでの変化を期待するのはまだ時期尚早でしょうが、相応の水準の雇用関連の指標が一つ、あるいは二つ見られれば、緩和策の縮小（テーパリング）に関する議論は浮上すると見えています。

ブルーベイでは、8月のジャクソンホール会合でそのことが示唆され、9月のFOMCでテーパリングが発表されるとの見方を続けています。こうしたことから、夏場はリスクが金利上昇に傾いていると考え、比較的高い確信度を持って米金利のショート・ポジションを維持しています。

欧州

ユーロ圏では、先週の欧州中央銀行（ECB）会合は特段のイベントなく終わり、ラガルド総裁の発言に4月の記者会見からの変更点はほぼありませんでした。

米国と比較して、ユーロ圏の財政対応は後手に回るようになっており、ワクチン・プログラムにも遅れが見られたことから、大陸欧州はコロナ関連の行動制限の緩和と経済再開において遅れを取っています。

しかし、道筋は正しい方向に向かっており、今年後半にはユーロ圏の経済回復も軌道に乗るとみえています。これはECBスタッフの予想とも合致しており、2021年及び2022年の経済成長とインフレ見通しは共に引き上げられました。もしこのことが実現すれば、ECB政策理事会は9月にもパンデミック緊急買入プログラム（PEPP）の買入ペースを減らす可能性があり、これはFRBがテーパリングの開始を探る時期と奇しくも同じタイミングとなるかもしれません。

欧州では、テーパリングに関する発表をする際には、2022年3月までとしているPEPPの数ヶ月の延長を同時に決定するかもしれません。テーパリングがスムーズかつ漸進的に行われることを確実にするために、すでに決定されている現在の買入枠を増額することなく、6月もしくはそれ以降まで延長をする可能性が高いとみえています。

英国

英国では感染者数の増加が見られており、変異株「デルタ」への懸念から、予定されている6月の行動制限の緩和について政策当局は頭を抱えているようです。

英国の成人の80%がすでに抗体を持っているとされており、ワクチンが有効ではないという結論が出ない限り、国民は政府が言い逃れを続けていることに納得が出来ないでしょう。

ワクチンが効かないということとなれば、今後の進展が危ぶまれますが、これを証明する事実はほとんどないようです。どちらかと言えば、政府は単に慎重な姿勢を取り、脅威のメッセージを発信することで、保守党への一定の支持が保たれるという考えを持っているだけに思えます。少数派ながら少なからずの人が家づくろぎ、政府支援を受けることに満足しているように見受けられます。

政治の歴史の本を繙いてみると、社会が権力に対して自らの自由を放棄すると、そこから反転するには時間がかかることが分かります。政府にいる多くが個人の日々の生活を統制することに喜びを感じ、大衆たるプロレタリアは恐怖もしくは怠惰から、この状況に対して大したことが出来ていないと感じられます。

とは言うものの、2021年の英国の相対的な経済状況については楽観論が広まり過ぎていると考えています。

冷蔵肉の出荷に影響する北アイルランド議定書の履行を巡って（通称「ソーセージ戦争」）EUとの対立が深まっていることで、そのリスクはさらに高まるかもしれません。ブレグジット合意によってアイルランドに国境が敷かれることとなり、結果として統一派が不満を強める中で、この地域における緊迫が高まるリスクは明白でした。

英政府は、EUとの通商問題を回避し、米国との通商交渉を完了させたいのであれば、北アイルランドでの暴動のリスクを取るしかないと感じるかもしれません。英政府はEUの矛盾を非難したいようですが、ブレグジット合意にサインしたのは英政府であり、非難すべきは身近にいるはずで

しかし、これは夏の間に加速するリスクとなる可能性があり、ブレグジットは過ぎ去ったことではなく、英国への圧力に今後なる要因であることを改めて認識しています。

市場の動き

その他のニュースは比較的静かでした。堅調な株式市場では、インプライド・ボラティリティが夏枯れに向かう中で低下し、大きく方向感のある動きではなかったもののクレジット債のスプレッド縮小につながりました。

エマージング市場は主要金利の低下による恩恵を受けて、2021年初旬のマイナス・リターンのおほとんどを取り戻しています。

通貨市場はこの数週間静かだった一方、仮想通貨市場は今後、監督や規制が強化されるかもしれないという懸念を受けて、価格の変動は大きくなりました。

一方、商品市場は原油価格が一バレル70米ドルを突破するなど、上昇しました。

木材不足への圧力は緩和しているものの、多くの市場で需給環境は逼迫しており、台湾で新たにコロナによる行動制限が実施される中で、半導体不足は改善が全く見られません。

今後の見通し

強いインフレ指標によって今週のFOMCへの注目度が高まっています。10年債利回りが3月の最も高い水準から20bps以上低下しているなか、FRBがハト派姿勢をやや弱めても問題なさそうだと思う今、価格上昇は一時的なものであるという考えをどの程度強く主張するかがポイントとなりそうです。

一部の中央銀行が債券の買入を縮小し、イエレン財務長官もインフレと金利上昇を言及するなか、現在の姿勢に固執することでFRBが得られるものはさほどないと見えています。最終的に、中央銀行の政策が経済指標次第である場合、考えに合わないからと言って、経済指標を完全に無視することは出来ないと思います。

一方で、その他の市場は金利の動きに追随すると見えています。金利市場が落ち着いていれば、ボラティリティはさらに低下し、リスク資産は今後数ヶ月に亘ってこれまでの動きを続けることになるかもしれません。

しかし、ややタカ派なFRBというサプライズがあった場合、もしくは金利が上昇を始めた場合、市場が調整する契機となり得ます。FOMCで目新しい材料がほとんどなかった場合は、他にめぼしい材料がないことから、6月中旬に金利が大きな動きを見せることは考え難いでしょう。

現在のところ、パンデミックからの回復を遂げるにつれ、政治家は支持率を伸ばすことに苦戦している一方で、中央銀行のメンバーに市場は完全な信頼を寄せているようです。

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