



好景気は続き、FRBは経済指標に従う

結果として市場は今後の経済指標の発表をより一層注視する必要があると見ています。

先週の金融市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）会合が焦点となりました。米連邦公開市場委員会（FOMC）は、当初想定していたよりも早いタイミングでの政策転換の可能性を示唆する方向で、文言の調整を行いました。4月に行われた前回の会合以降、米国では2回のインフレ統計が発表されましたが、いずれも市場予想を大きく上回る内容でした。

パウエルFRB議長は、このような価格の上振れの大半が、経済活動の再開に起因する一時的な要因によるものであるとの見方を改めて示しながらも、これに関しては一定の不確実性が存在し、インフレ見通しにやや上振れリスクがあることを認めました。

ブルーベイでは、広範な市場参加者の間で、依然として米インフレ率に関して過度な慢心があるとみており、コア消費者物価指数（CPI）は今後数ヶ月間に亘って高止まりする可能性があるかとみています。また、労働力への強い需要は、とりわけ失業者に対する追加の給付金が底をつき始める今後数ヶ月間に亘って、雇用増及び賃金上昇につながる可能性があるかとみています。

米国金利

したがって、FRBは8月のジャクソンホール会合の場で緩和策縮小（テーパリング）の議論を開始し、9月のFOMCにおいてテーパリングの発表を行うとのこれまでの見方を維持しています。また、2名もしくは3名のFRBメンバーが利上げ開始時期の予想を数ヶ月前倒しすることにより、参加者の政策金利見通しを示すドット・プロットにおいて、2022年末の最初の利上げ、2023年末までに3回の利上げが織り込まれていく可能性があるかとみています。

米国債利回りはFOMC後に上昇しましたが、その後は低下し、利回り曲線はフラット化しました。ある種の「テーパー前・タントラム」の中、商品市場やその他の資産においてもリフレ・トレードの巻き戻しが見られました。

2021年6月18日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

ある意味では、FRBがハト派寄りであればあるほど利回り曲線はよりスティープ化し、タカ派寄りであればあるほどフラット化するとも言えるかもしれません。したがって、今回の市場の動きはある程度理にかなっているようにも見えます。しかし、経済状況が変化すると結論づけることや、同様に、FRBが政策枠組みを根底から変更したと捉えることは誤りであると考えます。平均インフレターゲット（AIT）の手法は維持され、力強い経済成長も保たれています。

ただし、そのような枠組みは、FRBが（予防的ではなく）経済指標に応じて政策をとることを意味するため、入ってくる情報に応じてFRBが幾らか言動を修正していくべきであることは極めて合理的であると言えるでしょう。短期的な市場心理を踏まえても、ブルーベイではあくまでも経済指標が政策を主導することになるとの見方を維持しており、この先発表される経済指標は引き続き非常に底堅い内容になると予想しています。

その意味で、米国債利回りはどちらかと言えば上昇に向かう可能性が高く、米国金利のショート・ポジションが利益を生み出す余地があるとみています。今回のFRBの姿勢を受けて、米10年国債利回りは、今年1-3月期から概ね維持されている1.50%から1.75%のレンジ中央値近辺に回帰する可能性があるかとみています。そのレンジを突破して上昇するためには、経済指標において更なる根拠が必要となりそうですが、7月初めに発表される雇用統計が堅調な内容となればその可能性はあるでしょう。

とは言いながらも、FRBが月額1,200億米ドルの債券買入を継続している中で、当面は非常に緩和的な金融環境が維持されるとみられます。

このような見方に基づき、リスク資産が金融政策サイクルの転換点を警戒することは妥当かもしれない一方で、今のところは全般的に穏やかな環境が続き、今後数ヶ月間に亘って前向きな成長及び収益見通しが続く中で、リスク資産全般に対して過度に悲観的な見方を採用する必要はないように思えます。

今回のFRBの姿勢表明は、他のグローバル通貨に対する米ドルの上昇にもつながりました。仮に、米国経済に対するブルーベイの見方が今後経済指標で実際に確認されれば、米ドルは更に上昇する可能性があるかとみています。また、新型コロナウイルス関連の話題においても、米国は相対的に優位な立場にあると言えるでしょう。米国経済はここ数週間で完全に再開されるに至り、感染率が継続的に低下する中で、マスク着用義務が解除され、観客数の上限なども解除されつつあります。

英国

これとは対照的に、英国では、ワクチン接種率は高いながらも、変異株であるデルタ株との闘いによって感染者数が再拡大しています。これにより、英国政府は残りの行動制限の解除を延期しましたが、新たな期限となった7月19日の段階でも状況がそれほど改善していないのではとの警戒感もあるようです。

これらを背景に、この先数週間は米ドルに対して英ポンドが苦戦する可能性があるかとみています。ブレグジット関連の欧州大陸との貿易対立もリスク要因となるでしょう。

その他の欧州諸国では、ワクチン接種が遅れている国がデルタ株の脅威にさらされることとなり、トレンドの枝分かれがこの先の大幅な為替変動につながる可能性があるかとみています。

欧州

その他の欧州の話題として、先週のドイツ国債利回りの動きは概ね米国債利回りの動きに倣う格好となりました。欧州復興基金（Next Generation EU; 次世代EU）の原資としてのEUの新規発行は概ね市場に好感されました（ただし多くの銀行による取引自体の運営はややお粗末なものであったと考えています）。次世代EUは、将来的にドイツ国債に対抗するユーロ圏の新たな無リスク資産を象徴することになるとみています。

時を同じくしてフランスでは、今月後半に予定されている地域圏議会選挙が、単一国レベルでの政治的ナリスク・イベントの存在を思い起こさせるきっかけになりそうです。極右政党がフランスの多くの地域で勝利を収めるリスクが、来年の大統領選における接戦を暗示する可能性もあるからです。大統領選の決選投票では極右のルペン氏とマクロン現大統領の対決が予想されており、世論調査では現時点で支持率が拮抗しているようです。

今年予定されているドイツの選挙に関してはリスクは限定的であるとみているものの、2022年、さらに2023年にそれぞれ予定されているフランスとイタリアの選挙については、EUの結束にとっての新たな試金石となる可能性があるかとみています。

社債市場

社債市場は、先週も投資家からの継続的な需要によって下支えされ、比較的穏やかな動きとなりました。新規発行額はやや高止まりしているものの、株式市場のより急激な下落が見られない限り、底堅い成長見通しや収益の改善がクレジットの質を支える要因になるとみています。商品市場では、過去数ヶ月間に亘って投機的な圧力下に置かれていた木材や銅の価格に幾らか落ち着きが見られました。

今後の見通し

この先数ヶ月間を見据えると、米国経済及び米金融政策に関する見通しが引き続き投資家の話題の中心となりそうです。実際に米国では、好景気の兆候が確認されており、例えば育児対策不足が労働市場の足かせになっていて、採用する企業側が賃金増や手厚い福利厚生パッケージなどで優秀な人材を争っている状況なども見られています。

財政及び金融政策も維持され、ペントアップ需要が生産増を促している中、拡大ペースは必然的に今四半期の10%台からは鈍化したとしても、目先米国経済を停滞させる要因はほとんどないように見受けられます。結果として、米国経済は今年末までに完全雇用に戻るとみています。一方で、我々の調査に基づく分析を踏まえると、米インフレ率は今後数ヶ月に亘って4%近辺に留まり、来年に掛けて3%を超える状態が続く可能性があるかとみています。

仮にそうであれば、FRBは、コロナ危機発生後に供給した刺激策の規模を再評価する必要に迫られるかもしれません。昨年現時点では、過剰な刺激策となるリスクは極めて低いように見受けられました。新型コロナのパンデミックが、前例のない、不確実なものであったことを踏まえると、経済を刺激し、景気回復を促すために、FRBが「必要であれば何でもする」姿勢にコミットすることは明らかに適切であったと言えるでしょう。

しかし、見通しが正常化していく中では、今回の刺激策が実際に必要とされていたよりも巨額であったかを再評価する時が訪れる可能性があります。その場合、刺激策がやがて経済のオーバーヒートにつながった場合に政策を大幅かつ急速に引き締める必要性が生じないよう、引き返しておくことが適切かもしれません。多くの点から、2020年のFOMCの振る舞いは、恐ろしいハザードを前にしたゴルフアーのようで、問題にあの手この手を尽くし、大胆に行動したと考えられます。

しかし、一部株式市場や暗号資産（仮想通貨）、非代替性トークン（NFT; Non-Fungible Token）市場を例にとってみても、強欲が懸念に勝る状態が再び訪れた今となっては、実際のところFRBの行動は過度に大胆であったと言えます、今後は縮小していく必要があるかもしれません。

その意味で、FRBは経済指標から何らかの手掛かりを得ようとするのみならず、結果として市場もそれらの指標の発表をより一層注視する必要があると見ています。市場はこれまで、FRBの紙幣印刷マシンが「Brrrr」と音を立てて稼働する（人気オンライン掲示板Redditでの表現を借りて）ことを歓迎してきたため、その終了は快く思わないかもしれません。しかし、FRBには、単に投資家を満足させるだけでなく、そのマニフェストを達成する責務があります。そしてその事実が、夏の終わりに掛けてより明確になっていくかもしれません。

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