



長期的な停滞への回帰を懸念すべきでしょうか？

ポジティブな見方を維持しながら、経済指標に明確な方向性が見られるのを待っています。

米国債利回りは先週も低下を続け、他の国債利回りもこれにつられる格好で低下しました。概ね良好な内容の経済指標の発表が続き、やや目新しい材料にも欠ける中でこのような価格動向を受け、多くの市場コメンテーターは2021年1-3月期に見られた米国債利回りの上昇分のうち既に半分以上が取り戻され、利回り曲線は大幅にフラット化していることを指摘しています。

ある一定程度は、新型コロナやデルタ株に関連した懸念が燻っている中で、中国における経済活動の鈍化が相まって、足元の市場の変動要因になってきたと言えるかもしれません。しかし、長期的な停滞への回帰を織り込み始めるという市場心理の変化が、より大きな影響をもたらしているように思えます。

つまり、過去10年間の大半で見られた、成長、インフレ、金利の低下基調への回帰が織り込まれ始めたのではないかとことです。そのような見方に与する市場参加者は、今年4-6月期に成長モメンタムはピークを付けたことに触れ、たとえインフレが短期的にどの程度高まろうとも、2022年を迎えるにあたっては再び低下するはずであろうと信じているとみられます。

結果として、仮に経済活動や価格圧力が自発的に鈍化すれば、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げなどする必要はほとんどなく、「日本化」がはびこり、自然利子率は永久的に0%近辺に留まることが予想されるでしょう。しかし、果たしてそのような見方に死角はないのか、検討してみる余地はあるでしょう。

米成長モメンタムは引き続き力強く、緩和的な財政及び金融政策は継続的に活動を刺激しています。実際、実質金利は昨年現時点と比較して更に大きくマイナス圏入りしており、経済が新型コロナウイルスのパンデミックから反発する中、ブルーベイが面談をする多くの中央銀行高官は米経済の急な冷え込みリスクよりもむしろ、米経済の過熱リスクを懸念しているようです。

2021年7月9日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

GDPを各要素に分解してみると、まず消費に関する見通しは非常に力強いと言えるでしょう。雇用や賃金、所得の増加に加え、予備的貯蓄の減少や、資産及び住宅価格上昇による資産価値効果もその支援材料となっています。

また、投資についても、不動産価格上昇による建設の活発化や、需要増に対応するための設備費用の増加によって、見通しは良好です。

公的セクターも引き続き拡張的で、今後数か月間ではインフラ投資に関連した更なる刺激策が合意に至りそうです。

そのような環境を踏まえると、活動が勢いを失う要因は、消費者及び事業者が自制を働かせ、ポジティブなモメンタムが短命に留まる場合のみであると考えられます。しかし、過去の米消費者の傾向を振り返ってみると、何らかの政策的な制約がない限り、そのような見方はやや合理性に欠けると言えそうです。過去数か月間で多くの市場コメンテーターがインフレ上昇に驚いたのと同様に、目先はこれらの指標が継続的に市場予想を上回ることが多くにとってサプライズになるとみられ、今週発表される消費者物価指数（CPI）がその一例となる可能性があるでしょう。

直近四半期では、経済指標でインフレ上昇が確認されながらも、利回りは低下するという、やや相反する動きがみられましたが、そのような傾向は長続きしないとみえています。債券市場がリフレ・テーマを諦め、長期的な停滞を改めて織り込み始めている中、今後数週間で予想される力強い経済指標はそのような流れを再び大きく反転させる可能性があるかとみえています。仮に、米経済成長及びインフレの力強さを予想するブルーベイの見方が経済指標と合致すれば、FRBが秋にも資産購入額の縮小（テーパリング）を発表する足場を整え、米10年債利回りは年末までに2%を突破する可能性があるかとみえています。

FRBが、先手を取った政策を打ち出すよりも、経済指標重視の姿勢を見せている中、市場は明確なリーダーシップ不在のまま取り残されているようです。

そのため、揺れ動く投資家心理やポジション変化によって価格は両方向に揺さぶられやすい傾向にあるかもしれません。ただし最終的には、経済指標が鍵になるとみえています。市場のテクニカルや心理的な揺れに賭けようとするのは困難ですが、経済を正しく見極めれば、金融政策及び債券利回りは必ずそれに従うとの見方に確信を持ち続けています。

欧州

米国以外では、過去一週間でそれほど目新しい報道は見られませんでした。欧州では、市場の予想通り、欧州中央銀行（ECB）が金融政策の枠組みを巡る戦略点検の結果として、「対称的な」2%のインフレ目標を目指すという結論に至りました。また一部のECBコメンテーターは、今年後半に掛けての経済見通しに対する自信及び楽観的見方の強まりにも関わらず、ハト派な発言をしています。ECBには、FRBによるバランスシート削減開始の前に、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）のテーパリングを開始する意向はなく、理事会は米国における進展も幾らか注視していると考えられます。

英国経済の見通しも底堅さを増しているようです。新型コロナウイルスの感染者がさらに拡大するとの予測がある中でも、政府の発表では、コロナ対策の全ての行動制限が7月19日に緩和されるようです。

ワクチン接種によって重症化する患者の数はかなり制限されるとの見方に強い確信があると見られ、実際に新型コロナの死亡率は年初時点から95%低下しているようです。また、医療システムへの圧力が最も低くなりやすいとされる夏場には、感染とワクチンを通じた「ハイブリッド免疫」の状態を促すことが、より理にかなっているとの見方もあるようです。

ある意味ではややリスクな戦略のようですが、インドなどの国を例に見ると、デルタ株の波は驚異の感染力を持ちながらも比較的短命に留まるようにも見受けられ、英国でも、感染拡大がピークを付け、今後8月を通じて感染者は減少していくとの現実的な期待感があるようにも思えます。

欧州の債券利回りは、米国債に足並みを揃える格好で低下しました。一方で、リスク資産の調整によって株価が小幅に下落したこともあり、社債スプレッドはやや拡大しました。

リフレ・テーマが試されたことにより、より穏やかな政策見通しや低水準の割引率が予想されるにも関わらず、株価のマルチプル（倍率）は縮小しました。その他では、経済活動の減速や信用懸念の高まりなどから、中国当局が銀行預金準備率（RRR）を引き下げました。

為替

為替市場では、米ドルが比較的底堅く推移し、コンセンサスのポジションが継続的に解消されている可能性を示唆しました。過去数か月間に亘って、市場コンセンサスは、米金利上昇や利回り曲線のスティープ化、米ドル安を見込んだポジションを保有する傾向にあったと見られ、ここ最近の市場の値動きは多くの投資家のポジションに相反するものであったとみられます。

社債市場

社債市場では、エクスポージャーを減らす機会を探っていますが、夏の間はロング・ポジションを維持する方針です。9月を前にエクスポージャーを減らすことは理にかなっていると考えており、バリュエーションはとても魅力的と言える水準ではないでしょう。しかし、ボラティリティが低下し、株価が最高値を更新する中で、反落を招くほどの強い要因は見当たらないと考えています。そしてこのことはソブリン債についても言えるのではないかと思います。

欧州では、フランスの地方選挙に関しては無関心なようで、ほとんど新しい材料がない中で、EU内の安定と連帯が今のところスプレッドの下支えとなっているようです。とはいうものの、これがどれだけ続くか、そして純発行額を上回る買入をしているECBが今年後半にその姿勢を緩めることで、スプレッドに少し圧力がかかるのか、注目したいところです。

今後の見通し

今週は、市場参加者に見通しの再考を迫る要因になり兼ねない重要な経済指標として、米CPIの発表が控えています。ここ最近の力強いCPIは、いずれも金利を上昇ではなく低下へと向かわせていますが、そのような傾向は長続きしないと予想しています。

また、FRBが一部市場参加者と同程度に価格圧力の高まりを軽視する可能性は明らかに低く、そのような圧力が、将来の価格上昇に対する消費者及び事業者の見通しに直結している証拠が広がっているのであれば尚更でしょう。より幅広く言えば、私たちは引き続き、流動性が非常に豊富であるがゆえに、ほぼ全ての資産価格が上昇へと向かいがちな世界にいるようなのです。

また、複数の小型ハイテク株の価格評価にも驚かされる日々が続いています。例えば英国新興デジタル銀行であるRevolut（レボリュート）の暫定評価は300億米ドルとなっており、これまでのところ純利益を生んだことのないこのような会社でも、伝統的かつ収益性のある大手銀行の価格評価を上回っている状態です。めちゃくちゃな世界に生きているようにも思えますが、最終的には、良識的な見方が勝利することになるでしょう。

長期的な停滞は今の米国の分析結果としてはふさわしくないと考えますが、真実が明らかになるまでにはもう少し経済指標を見る必要がありそうです。サッカーの欧州選手権でイングランドが決勝に進んだことによって、英国人ですら、将来に対して過度に悲観的になる必要はないということを学び始めているのですから。

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