



奇妙な行動

債券価格は、利回りが低下すれば上昇しますが、債券は元来、インフレに対して脆弱な資産クラスです。

先週発表された米消費者物価指数（CPI）は市場予想を大きく上回り、これで3ヶ月連続で市場予想を上回っています。総合CPIは前年比5.4%、コアCPIも同4.5%となっているほか、生産者物価指数（PPI）も同7.3%増と加速しています。

米連邦準備制度理事会（FRB）の地区連銀経済報告（ページブック）などの調査においても、目先の上昇余地が示されている中、インフレのピークはまだ先であるように見受けられます。

仮に今後数ヶ月間におけるインフレ見通し及び賃金の上昇を予想するブルーベイの分析が正しければ、2022年及びその先も、物価上昇はFRBが目標とする2%を優に上回る状態が続いても不思議ではないと考えています。

ここ最近のCPIの加速の一因として一過性の要因があることは広く認識されており、例えば先月の上昇の半分は、半導体不足が自動車生産のボトルネックとなったことによる、中古車価格の急騰に起因するとされています。

しかし、そのような一過性の要因を除いても、企業は過去20年余りで経験したことのない形で、価格の上昇を転嫁しなければならぬ状態にあることが日増しに明らかになりつつあります。

このような状況にありながらも、債券市場は先週もインフレ懸念を再びかなり迅速に払拭する格好となりました。FRBが月額1,200億米ドルの資産購入を行い、パウエルFRB議長がハト派なスタンスを強調する中、まるでFRBが、物価水準は外因的かつランダムな変数であり、コントロールしようとするにそれほどメリットはないと結論づけたようにも見受けられるでしょう。

2021年7月16日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

しかし、インフレがいずれ自発的に目標水準に戻るであろうとの予想は、あまりにもそのまま信用され過ぎてしまっているように思います。非常に堅調な経済活動見通しがある中、仮に価格圧力がこのペースで高まれば、FRBが今後、より積極的に引き締めを行う必要性が高まるリスクが生じ始めるでしょう。

パウエルFRB議長は目先、成長を後押しし、資産価格を支えてバイデン政権を満足させることで、議長の座を維持したいと考えているかもしれませんが、仮にそのような行動の代償として、次期大統領選近辺でのリセッションのリスクが高まるのであれば、過去の歴史は、パウエル氏が受け入れているとみられる自由放任なアプローチにやや批判的であると言えるでしょう。

いずれにせよ、米国債利回りは先週、一時足元の低下基調のモメンタムが失われたように思われる場面もありましたが、週末に掛けては再び低下基調となりました。ブルーベアの分析では、市場が織り込んでいる成長及びインフレ見通しは過度に控えめであり、7月及び8月の力強い雇用統計は、とりわけインフレが高止まりしている状況を踏まえても、FRBが9月の会合で資産購入の縮小（テーパリング）の議論を開始するきっかけとして十分になると考えています。

したがって、米国債利回りは今後数週間で上昇に向かう可能性が高いと考えており、比較的確信度の高い米国金利のショート・ポジションを維持する価値はあると考えています。

欧州及び英国

その他の市場では、足元で英国金利に対するユーロ金利のロング・ポジションを選好しています。この先数ヶ月間を見渡すと、イングランド銀行（BoE、英中央銀行）と比較してECBがかなりハト派であるように見受けられるためです。ここ最近のECB高官の発言は、仮にこの先パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）縮小を開始したとしても、通常の資産買入プログラム（APP）における債券購入の増額を示唆する内容となっています。

パンデミックは終わったとしても、インフレ目標を達成するための追加の金融緩和の必要性は続くと見られ、そのような方針が早ければ今週のECB会合で確認される可能性があるでしょう。

一方、英インフレ率は市場予想を上回っており、今後も更に上昇するリスクが高まっているようです。英国では過去、インフレ見通しが比較的高まりやすい傾向にあり、仮に新型コロナ対策としての行動制限の解除が上手く行けば、今後数ヶ月間でBoEがよりタカ派な方向へ動いたとしても不思議ではないでしょう。

グローバル市場

そんな中、中国では金融緩和の余地があるように見受けられます。中国の債券利回りは先進国と比較して大幅に高い水準にあり、低下余地はあると考えています。

その他では、中央銀行が予防的な金融引き締めを行っている一部のエマージング国においては、債券の利回り曲線がフラット化する余地があるとみています。

実際、米国以外の市場に目を向けると、ノルウェーやニュージーランド、カナダ、韓国などその他多くの国の中央銀行が、資産購入プログラムの縮小や利上げに向けた動きを本格化させ始めています。

堅調な米国経済のパフォーマンスを踏まえると、FRBは現状、ある種の異質な存在であると言えます。

社債及び通貨

社債市場の動きは比較的静かな状態が続き、スプレッドの動きは株価の動きに概ね連動しました。ユーロ圏では、ECBの政策緩和見通しが周辺国国債を小幅に押し上げましたが、スプレッドが既に縮小した状態にあることから、そのような動きに追随しようという投資家の意向はそれほど見られていません。

為替市場では、米ドルが概ねレンジ内の動きを続け、過去数日間で見ると金利市場の動きの方が活発でした。

今後の見通し

この先は、米経済活動が目覚ましいスピードで成長を続けていることを裏付ける兆候を見逃さないようにしていきます。先週は、中小企業に対する全米独立企業連盟（NFIB）調査が過去8ヶ月間で最も力強い内容を示しました。このように堅調な指標は、数字上の裏付けはないものの、ブルーベイが企業経営陣との会合から受ける印象と足並みを揃えています。

また、FRB内のタカ派寄りの人物が、インフレに対する懸念の高まりや、経済に注入し続ける刺激策の規模縮小の必要性を示し始める可能性もあるとみて注視しています。

インフレ率が上昇する中で、債券利回りが低下するという状況は、長続きしないであろうとみています。債券価格は、利回りが低下すれば上昇しますが、債券は元来、インフレに対して脆弱な資産クラスです。

今年の終わり頃になって今の市場を振り返ったとき、現在目にしているトレンドの一部はやや理解に苦しむと考えるかもしれません。とは言いながらも、先週末のサッカー欧州選手権の会場周辺で興奮したファンたちの行動のように、ここ最近では奇妙な現象に事欠かない状態が続いていると言えるでしょう。

多くの競技が無観客で開催される見込みとなった東京オリンピックでは、少なくともこのような過激なファンの行動が見られないであろうことは安心材料かもしれません。

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