



## ESGに対する中国のアプローチ

**先週は、中国における進展が金融市場の主な価格変動要因となり、米連邦準備制度理事会（FRB）会合は資産価格に大きな影響を及ぼすことなく終わりました。**

中国政府による、学習塾ビジネスが利益を得ることを禁じるという発表を受け、中国資産には再び圧力が掛かる展開となりました。6月末に米国で上場して以降、株価が半値近くに値下がりしている配車サービス大手DiDi（滴滴出行）のようなハイテク企業の取り締まりを受けて、一部投資家の間では、中国政府が予測不可能な振る舞いをし、市場重視の経済モデルから遠ざかっていると不満が高まっているようです。

しかし、ブルーベイの解釈としては、これらの動きは実際に直近公表された5カ年計画において示された戦略的目標と一致しており、中国の政策担当者は、耳を傾ける人たちに対して、これまで既にごこのような姿勢を示そうとしてきたと考えています。

特に、中国国民に負担となっている不動産価格、教育費、医療費の高騰という三つの山を抑える必要があるとの議論がなされているようです。これらはいずれも、出生率を低下させたことによる弊害である可能性があり、高齢化社会という将来的な人口動態の懸念の背景にもなっています。

ブルーベイでは、中国の政策担当者と実際に話した上で、同国資産の分析に寄与する幾つかの結論に至りました。

1. 大きすぎて潰せない（Too big to fail）企業は中国には存在せず、大きい企業であればあるほど、より大きな社会的責任を伴う
2. 例えば中国企業がニューヨークに上場するときなど、中国の規制傘下の外を出るときには、セキュリティ上の問題が発生する
3. 戦略的セクターは、自身のビジネスモデルにおいて社会的側面を導入することが求められる
4. 中国の政策担当者は労働者や中小企業、独占資本に対して脆弱な企業の保護にコミットしている

2021年7月30日



**マーク・ダウディング**  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

多くの側面から、これらの結論は、中国自身が適用しようとしているESG的な枠組みで捉えることが出来るでしょう。したがって、中国政府が無慈悲で無責任な行動をしているとの見方は、見当違いであると考えています。反対に、これらの多くは既に事前に予告され、十分に検討がなされてきたことであると捉えています。

ここから導き出される当然の帰結として、政策ミスが中国経済をリセッションに陥れ兼ねないとの懸念は、的外れであるように思えます。中国社債市場では先週、不動産開発最大手のエバーグランデに対する懸念を背景に、同社債券価格が一時50セントまで下落しました。1,000億米ドル規模の既存債務を抱え、現地にも（計量不能な）巨額のコマーシャル・ペーパーを有する同社が、仮に債務不履行（デフォルト）に陥るとすれば相当なクレジット・イベントとなるでしょう。

しかし、ブルーベイでは、仮にそうなった場合、中国政府が同デフォルトをシステミックなものに発展させず、銘柄固有のイベントに留めるための手段と意向を持ち合わせていると考えています。中国経済の成長見通しは概ね前向きですが、中国人民銀行（中央銀行）は引き続き政策緩和を続けると予想しており、中国国債の利回りはかなりの低下余地を残していると考えています。

したがって、世界の2大経済国において政策が反対方向へと向かう中、中国国債と米国債の利回り差は縮小に向かうと予想しています。

## 米国

米国で先週開かれた米連邦公開市場委員会（FOMC）では、パウエルFRB議長の言動にやや楽観的な見方が見て取れました。現時点では、FRBは緩和策縮小（テーパリング）開始の発表を前に、労働市場が力強い進展を見せている証拠をより多く得たいとの意向があるようです。9月の次回会合までには2回の雇用統計の発表が予定されており、これらにおいて十分な力強さが確認されれば、同会合において、2022年以降のFRBの経済予測の修正とともに、テーパリングの発表があると予想しています。

仮に雇用統計の内容が落胆を誘うものであれば、FRBがそのような動きを先送りすることは明確でしょう。求人は多くあるように見受けられながらも、幾つかの一時的要因が採用の妨げになっている可能性も指摘されています。また、FOMCでは、インフレが短期的には更に上昇する可能性があり、しばらくは高止まりする可能性を容認する姿勢も伺えました。

インフレに関して、FRBはインフレ期待が上昇している兆候をより一層注視しているように見受けられます。それに関して言えば、ミシガン大学の調査によるデータや、米インフレ連動債の動きによる兆候は、徐々にインフレ期待の高まりを示唆し始めているようです。

## 英国

その他の市場に目を向けると、英国では新型コロナウイルスの感染率低下が、デルタ株の波が過ぎ去ったとの期待感につながりました。数週間前には、英国の感染状況はかなり深刻であるように見えましたが、直近マスク着用や他のコロナ規制の解除があったにも関わらず、先週は感染者数が低下に向かいました。

このような傾向が今後数週間で更に確認されれば、ワクチン接種に関して大きな進展が見られている国にとっては前向きな材料となるでしょう。英国では、成人人口の71%超が2度の接種を終えており、88%が少なくとも1回の接種を受けています。英国の間では、接種を拒否しているのは極めて愚かな人か、極めて自己中心的な人のみであるとの見方が広がっているようです。

このような点を踏まえると、ワクチン容認に関する議論において、他の多くの慎重な国と比較して、英国では反対意見が大幅に少なかったことは興味深いと言えるでしょう。デルタ株の波は、極めて短期間かつ急激なものでした。インドでのデータは、デルタ株がいかに強力であることを示しています。

結果として英国では、その波がやってくるまでの間に、すでにワクチン接種がかなり進んでいたことが幸いであったと言えるでしょう。とは言いながらも、英国の感染状況が改善傾向に向かっているという

事実は幾らか楽観論を広げるきっかけとなっています。

債券市場との関連で言えば、イングランド銀行（中央銀行）が今週、政策をややタカ派寄りに傾ける可能性があるとみています。このことは、足元で見られる英国債のドイツ国債に対するアンダーパフォーマンスが、今後も継続する余地があることを示唆しているとみています。

## 欧州

その他の欧州では、特段材料視される報道は見られませんが、ドイツのインフレ指標が比較的力強いものであったことは目を引きました。その他の地域同様に、今回のインフレ上昇の大半は一時的な要因によるものかもしれませんが、今後も注目すべきことは事実であり、FRBとは異なり、ドイツ連邦銀行（ Bundesbank ）が価格上昇を長きに亘って容認するとは想定しづらいと言えます。

一方で、供給面での懸念がスワップ・スプレッドの拡大につながり、ドイツ国債が相対的にアウトパフォーマンスしました。エマージング市場（EM）では、チュニジアの大統領が首相を解任したことが政治的な注目を集めました。民主主義への攻撃であるとの指摘もある中、今回の動きはイスラム主義の政治に対抗する動きとして一部の間では歓迎されているほか、より広い意味では、国全体で見られた場合の反対運動や社会不安は抑制されているようです。

最近の欧州政策担当者との議論では、周辺地域の更なる不安定化や、北アフリカから南欧への移民の波につながりかねないことから、欧州にとってチュニジアの崩壊は何としても食い止める必要があるとの認識が伺えました。したがって、ブルーベイでは、チュニジアに対する国際通貨基金（IMF）の資金支援は継続するとみており、直近のチュニジアの債券価格の下落は買いの好機となる可能性があるかと捉えています。

## 今後の見通し

今後の見通しとして、デルタ株の蔓延や中国市場の弱含みをきっかけとした成長見通しへの警戒感、この先短期間で後退すると予想しています。8月には、堅調な経済指標がリフレターマへの回帰を促し、米金融政策の転換点が徐々に近づく中、ここ最近の米国債利回りの低下基調は反転するとみています。

財政政策は引き続き緩和的であり、金融政策が転換する場合でもその過程は非常にゆっくりとしたものとなり、経済軌道に大きな影響を与える可能性は低いと考えています。米実質金利は今後数年間に亘ってマイナス圏に留まると予想され、金利感応度の高い設備投資関連や住宅関連のセクターにとって追い風になるとみています。したがって、経済見通しに関しては前向きな見方を維持することが理にかなっていると考えており、企業業績にも反映されるものと予想しています。

政策金利及び債券利回りが過度に早いスピードで上昇しない限り、このような環境はリスク資産の下支えとなり、ここから年末に掛けては、金利市場において最も大きな動きが見られる一方、その他の市場では資産価格がよりレンジ内の動きに近いものとなる可能性があるかとみています。

## 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