



## 出口戦略の失敗がもたらす結果

**ホワイトハウスがアフガニスタンで取ったような非常に間違っただけで、FOMCは政策の出口戦略を誤ることはないと確信しています。**

先週は、連日アフガニスタンから届く映像がニュースの中心となりました。米国の撤退作戦の失敗によって、混乱した、痛ましい映像は、1975年の米軍によるサイゴン撤退を想起させましたが、それはこの先10年間を見据えた時に、国際社会において米国が果たす役割、という点で重要な示唆を与えているのかもしれませんが。

米国が撤退計画を以前から伝えていたことを踏まえれば、最終的にタリバンが権力を再び掌握したことはそれほど驚きではないのかもしれませんが。しかし、過去数日間の展開を振り返れば後悔すべき点は多くあるように思われ、この先は、安定と秩序が早期に取り戻され、身の危険に怯え、国外への退避を望んでいる人たちの退避が円滑に進むことを祈ってやみません。

短期的には、これらのイベントが直接的に金融市場に与える影響は限定的となるかもしれませんが、出口戦略の失敗がもたらすもの、という点から学ぶことの出来る教訓はあるかもしれません。

つまり、米連邦準備制度理事会（FRB）やその他の中央銀行が、想定される混乱をいかに最小限に抑える方法で、現状の政策の終了を進めるか、という点を考慮してやる事が出来るでしょう。その中心となるのは、明確なコミュニケーションや、秩序あるタイムスケジュールであると言えます。

この点からすれば、複数のFRB高官が、今後数ヶ月間で緩和策縮小（テーパリング）を発表し、今年末には実際に債券購入の減額を開始するというアイデアに同調する発言をしていることは興味深いと考えています。

ウォール・ストリート・ジャーナル紙にも、これに関連した鋭い記事がありました。その記事によれば、多くのFRB高官が、その後2022年の半ばまでにテーパリングを完了させることを目指す可能性があるようで、これは、2022年末に最初の利上げが行われると予想しているブルーベイの見方と概ね一致する内容です。

2021年8月20日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

## Covid-19

短期的には、デルタ変異種関連の懸念は燦り、消費者及び企業信頼感の重石となる可能性があります。米国及び欧州の大半がワクチン接種を終えており、私たちが今後コロナとの共生を学んでいく中で、これらの懸念は、実際には一時的なものになると捉えています。

しかし、政府が依然としてウイルスの排除に最善を尽くして、ワクチン接種率も大幅に低い一部のアジア・パシフィックの国では、デルタ変異種がより大きな問題となることは間違いないでしょう。

サプライチェーンへの影響は、継続的な半導体不足を背景に9月の世界生産を大幅に減産することを発表したトヨタ自動車などの企業にも見て取れます。

このような需給のミスマッチは、価格圧力の更なる上振れリスクにつながると予想されると同時に、成長の下押し圧力にもなり兼ねません。米国及び欧州では、更なる都市封鎖や経済活動への制約が敷かれる可能性は極めて低いとみっていますが、センチメントが弱含むことにより、FRB及びその他中央銀行が、パンデミック（世界的流行）の最中に打ち出したハト派政策からの転換を一旦休止させる要因となる可能性があります。

短期的には、このことが債券利回りの上昇幅を抑制するとみているものの、中期的に見て、債券利回りは上昇する可能性の方が極めて高いというブルーベイの見方を変更させるものではありません。

## 欧州

欧州では、9月に迫ったドイツの総選挙に向けた世論調査によると、次期首相候補として社会民主党（SPD）のショルツ氏が、足元で支持率を落としているキリスト教民主・社会同盟（CDU・CSU）のラシエツト氏をリードしているようです。ブルーベイでは、総選挙の結果が金融資産に特段大きな影響をもたらすとは想定していませんが、より社会主義的な連立政権が誕生すれば、今年10-12月期に議論が予定されているEUの財政協定見直しで、やや規律が緩む方向へと傾く可能性がありそうです。

それを抜きにしても、欧州中央銀行（ECB）内ではタカ派とハト派での分断が深まっている傾向が伺え、例年、欧州各地が比較的静かになる期間ではあるものの、9月のECB会合には市場の注目が集まりそうです。

## 市場の動き

海を渡った大西洋の反対側では、カナダのトルドー首相が解散総選挙を発表したことが、やや驚きを持って受け止められました。もしかすると彼を動機付けた要因には、1970年代に任期満了まで解散を待った末に失敗した父の存在があるのかもしれませんが。

先週は、アジア地域の成長懸念などが債券利回りの低下を促しました。株価は下落し、わずかに1週間前に15を付けていたVIX指数は23に上昇しました。社債市場もやや軟調となり、為替市場では、中東情勢を受けて幾らかリスクオフとなったことなどから米ドルが上昇しました。リスクオフ基調はエマージング市場にとっても重石となり、ブルーベイではこの先数ヶ月間に亘って、中国が相対的に西側諸国をアンダーパフォームする中で、中国金利が低下し、人民元が下落する余地があるとの見方を維持しています。

## 今後の見通し

今後の見通しとして、米国におけるデルタ変異種関連の懸念は、既に欧州の大半及び英国においてそうであるように、今後後退に向かっていくと予想しています。インドにおける、デルタ変異種の感染拡大の波がピークを付けるまでの日数のデータを見ると、米国（もしくは少なくともデルタ変異種による感染拡大が最も深刻であった州）では今後1週間程度で感染拡大が頭打ちすると予想されます。

それ以外では、経済指標の基調的なトレンドは底堅く、寛大な支援金が期限を迎えると同時に、記録的な求人数となっていることを踏まえ、米労働市場の正常化もこの先勢いを増すとの見方を維持しています。

夏の間は市場の取引量が少なくなりやすく、この先数週間はその傾向が続く可能性があります。最終的には、市場に豊富な流動性が供給されている中で、押し目買いをするための現金は豊富にあり、リスク資産の調整があったとしても長続きはしないと予想しています。デルタ変異種の感染ピークの先を見据えられるようになれば、その先には穏やかな環境が待ち受けているかも知れず、短期的な価格変動の変化に応じるのではなく、中期的な視点に立てば、ポジションを構築し、維持するためには良好な時期なのかもしれません。

米連邦公開市場委員会（FOMC）は、ホワイトハウスがアフガニスタンで取ったような非常に間違ったやり方で、政策の出口戦略を誤ることはないと確信しています。FRB高官は現時点で、正常化を先延ばしにし過ぎることにより、インフレ期待に歯止めが掛からなくなることが最大のリスクとなり得ることを認識しているようです。とにかく、秩序ある出口となることを祈っています。

アフガニスタンについても、この先数日間で状況が落ち着くことを願い祈るばかりです。

## 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