

## コロナ懸念に打ち勝つ

**先週は、夏休みによる薄商いの中ではありましたが、投資家の間で再びリフレ・テーマを試す傾向が見られ、利回り及び株価が上昇基調となりました。**

デルタ変異株の感染拡大を巡る不確実性により、米連邦準備制度理事会（FRB）による債券購入縮小（テーパリング）の発表が11月まで先延ばしにされるとの見方が、過去数日間でリスク資産に対する投資家心理の下支えとなり、利回り曲線はベア・スティープ化しました。また、FRBが今年のジャクソンホール会合もオンライン形式での開催としたことによって、パウエルFRB議長の講演がやや情報量に乏しいものになるとの憶測が広がったことも、このような見方を後押ししたとみられます。

ここ最近の経済指標は幾らか軟化しましたが、その一部は新型コロナ関連の先行き見通し懸念によって説明付けられるものであると捉えています。また、その他の経済指標の弱含みの大半は、生産に影響をもたらしているサプライチェーンのボトルネックに起因するものと考えます。

ただし基調的なトレンドは底堅く、多くの点から、供給力と比較した需要過剰の傾向が見られ、その結果として、短期的には物価の上昇圧力として表れることは十分にあり得ると考えています。

### 欧州

欧州では、欧州中央銀行（ECB）のレーン氏の発言が、9月の会合以降のパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）による買入額縮小を示唆しているとして受け止められました。これには議論の余地がありそうですが、理事会におけるタカ派寄りの高官がPEPP延長を望んでおらず、同様に現段階では資産購入プログラム（APP）を通じた追加緩和策の発表にも消極的であることを示唆しているように思えます。

2021年8月27日



**マーク・ダウディング**  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

ユーロ圏における経済活動を示す指標は比較的前向きな内容で、各国への復興基金「次世代EU」からの資金拠出が始まり、財政政策も今後数四半期の成長見通しを後押しする中で、年末に掛けての見通しには楽観論も見られます。

ドイツでは、総選挙まで1ヶ月を切り、社会民主党（SPD）及び（首相候補の）シヨルツ氏に対する支持が拡大する傾向が続いています。大まかに言えば、今回の総選挙の結果が金融市場に与える影響は限定的とみられますが、SPDと緑の党、左翼党による連立政権（いわゆる「赤・赤・緑」）が誕生すれば、様相は変化する可能性があります。

そのような連立政権は、明確に左寄りに舵を切ることを意味し、より財政拡張的なアジェンダを掲げる可能性があるためです。その結果としてEUの財政協定ルールにより大幅な変更を促す可能性があり、相対価値の観点からは、EUのスプレッドには追い風となる一方、ドイツ国債にとっては痛手となるでしょう。

しかし现阶段では、そのような結果に至る可能性は極めて低いと考えています。その他の結果になれば、メルケル首相の下での政策枠組みが広い意味で継続し、概ね現状維持となることが予想されます。

## 社債市場

社債市場では、例年9月に見られる季節的な新規発行の増加を前に、発行体が足元の低金利環境を利用して発行を前倒しする傾向が見られ、新発債市場が比較的活況な状態が続きました。その結果、ここ数日ではスプレッドに小幅な拡大が見られ、更なる拡大余地もあるように見られます。

しかし、広範なリスク心理は概ね良好で、9月の新規発行額が想定よりも抑制されることも考えられることから、魅力的な価格で発行された新発債の機会を利用しながら、足元の下落局面を活用したいと考えています。

とはいえながらも、社債市場全般ではボラティリティも低下し、比較的穏やかな投資環境が続きました。今後数ヶ月間で予想されるFRBのテーパリングを前に、投資家がやや慎重なポジションを取っているためであるとみられます。

ただし、利回りが低位に留まり、流動性も豊富な中、仮に何らかの目立った下落が見られれば、潜在的な買い手は多く存在するとみられます。

## 為替市場

為替市場にとっても比較的静かな一週間となりました。リフレターマの再来は、コモディティ価格の反発にはつながったものの、これまでのようにエマージング市場（EM）通貨にとっての追い風とはなりません。その他では、豪ドル及びニュージーランド・ドルが引き続き苦戦を強いられました。豪州及びニュージーランドでは、ワクチン接種率が欧州や米国に追い付くまでに依然として時間が掛かる中、ロックダウン（都市封鎖）が年末まで延長されなければならない可能性も出てきており、「ゼロ・コロナ政策」が失敗に終わるとの見方が徐々に広がってきています。

一方中国では、クラスターが発生しているとみられる場所でより厳格なロックダウンを敷くことにより、国内の感染者抑制に比較的成功的なようです。デルタ変異株の感染力の高さを踏まえれば、北京（中国政府）が現状を維持できる期間にも限りがあるかも知れません。政策担当者の苦難が続く中、依然として中国人民銀行（中央銀行）による金融緩和の余地はあるとみており、中国金利の低下及び人民元の下落につながる可能性があると考えています。

## 今後の見通し

今後の経済見通しに関しては引き続き自信を持っているものの、デルタ変異株のまん延など、現状の見方に対するリスク要因を把握するため、国レベルでの経済指標を改めて分析しています。短期的には、米国の感染者数拡大を牽引していたフロリダ州において、感染者数がピークを付けているように見受けられます。

欧州でも、感染者数及び入院患者数が頭打ちとなり始めたようです。しかし、ワクチン接種率が幾分低い国や地域においては、更に感染が拡大する余地はあると見られ、感染力を示す「基本再生産数（R）」が8であるとすれば、安定的均衡に至るまでには、人口の90%が新型コロナウイルスの抗体を有する必要があるとも言えます。

英国の抗体データの分析もこのような見方を裏付けているようです。また、イスラエルにおいて、既にワクチン接種を終えた人々の間で感染者及び入院患者数が拡大していることも、不安材料となっています。しかし、これらは既に始まっている3回目のワクチン接種（ブースター）によって対処されると見られます。

この先数ヶ月間を見据えれば、社会がウイルスと闘う力に対して、慎重ながらも前向きな見方を維持することが賢明であるように思えます。ただし、北半球では徐々に気温が低下し、人々が室内に集まりやすい季節を迎える中、コロナ関連の状況に不確実性はあり、引き続き懸念材料にはなるとみています。

同様に、新たな変異株が出現するリスクもありますが、これに関しては、新型コロナウイルスがデルタ変異株という形で既に「最適な調和」に至ったことを示唆する研究結果も存在しているようで、将来的には後退していく心配かもしれません。

まとめると、全体としては前向きな見通しを維持しており、「新学期取引」が始まる中で、リフレターマが更に進展することに期待しています。

そんな中、先週は東京パラリンピックでのアスリートたちの素晴らしい健闘にインスピレーションを受ける一週間でもありました。その才能のみならず、逆境に立ち向かう不屈の努力や偉業には、感銘を受けるばかりです。

## 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