



肉は少なくとも、消化するものは多い

グローバルにインフレ懸念が高まるなか、大西洋の両側でテーパリングの議論が続いています。一方で、米国では民主党が3.5兆米ドルの歳出計画の成立を目指しています。しかし、党内でコンセンサスが得られていないなか、依然として最終的なパッケージがどのようなものになるか明確ではありません。

先週は、幾らか「新学期」の様相を呈し、夏休み明けで取引高が増加基調となったほか、各地でコロナ後の正常化への道筋に進展が見られる中、従業員の多くがオフィスの建物に18ヶ月振りに戻るといった姿も見られました。

先週開かれた欧州中央銀行（ECB）会合では、クリスティーヌ・ラガルド総裁がパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）における債券購入ペースの減速を発表しました。これは、先月の末にECBのチーフエコノミストを務めるフリップ・レーン専務理事が発言した内容と概ね一致していました。ラガルド氏は、これが「テーパリング」ではなく、「微調整」であることを強調しましたが、この言葉の選択はあくまでも便宜的なものでしょう。

ECBが2022年以降の経済見通しを引き上げる中、緩和策の最高到達点は既に過ぎ去ったとみられ、12月に予定されている次回の四半期会合の場でECBが明らかにするとみられるPEPP減額の手法は興味深いものとなるでしょう。

EU経済は今後、復興基金「次世代のEU」による恩恵を受けるとみられ、金融政策が後部座席へ下がったとしても、財政刺激策が成長を後押しするとみています。したがって、同地域に対しては全般的に前向きな見通しを持っています。

米国

大西洋の反対側の米国では、債券購入縮小（テーパリング）に関する議論が引き続き注目的となっています。8月の雇用統計を含む最近の一部の経済指標は、デルタ変異種の感染拡大による影響を受けて幾らか弱含んでいます。

2021年9月10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、JOLTS（求人労働異動調査）などの堅調な内容は、企業の力強い求人需要を示し、週次の失業保険申請件数もコロナ危機後で最も減少した水準に近いなど、米経済の基調的な回復傾向は続いているように見受けられます。

その他では、サプライチェーンの混乱が引き続き市場参加者の議論の対象となっており、企業経営陣と話したところによれば、その影響は2022年まで長期化する可能性があるようです。その意味で、堅固な需要は供給不足に直面し、このような不均衡が物価には引き続き上昇圧力になるでしょう。

今週は、米消費者物価指数（CPI）が発表されますが、同指標に関しては引き続き上振れリスクがあるとみています。ここ数ヶ月では、インフレ率の上昇が米連邦準備制度理事会（FRB）による早期引き締めへの警戒につながり、米国債利回りは低下していました。しかし、FRBは、現段階では依然として刺激策縮小を急ぐ段階にはないようです。

つまり、インフレのオーバーシュートが長ければ長いほど、賃金や目先のインフレ期待を高めることになると言えます。結果として、仮にFRBがビハインド・ザ・カーブになる（政策が後手に回る）ことを容認し、利回り曲線がフラット化しやすい傾向にあるのであれば、より言動がプロアクティブなものへと変化した場合に米国債利回りが上昇する可能性は大いにあり、利回り曲線はスティープ化に向かうとみています。

英国

インフレへの警戒感は英国でも懸念材料となり始めています。英国では、世界的なインフレ上昇の要因に加え、ブレグジットに伴うサプライチェーンの更なる混乱も重なっています。

輸送コストから燃料サーチャージに至るまで、今後数ヶ月間で英国のインフレ率が大幅に上昇する可能性を警戒しており、またこのことが、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）内でのタカ派寄りへの議論を活発化させているようです。

英国政府は、将来的な国家医療制度（NHS）や社会保障に充てるための増税を発表し、今後の成長見通しに影響をもたらす可能性があります。歴史的に見れば、英保守党は低税率という公約に立脚してきたため、保守党政権が過去の誓約を破り、歴史的な基盤から移行している傾向は興味深いと言えるでしょう。

ただし皮肉なことに、そのような増税が果たして本当に必要なかどうかは議論の対象となるでしょう。ホワイトホール（英国政府）やBoE内では、公的債務の水準はパンデミックを通じて過度に上昇し、コントロール可能な水準に戻す必要があるとの認識があります。

しかし、仮にBoEによる英国債の保有がそのような債務の指標から除かれれば、英国の純債務額は極めて管理可能な水準であると言え、とりわけ超低金利の世界における長期のデフレーションと低い債務の支払いコストを踏まえれば尚更です。また、追加の財政刺激策を議論する米国議会とは対照的に、英国では政策が引き締めに向かっていることも興味深いと言えるでしょう。

市場の動き

先週は、米国でレイバーデイの祝日を挟む短い一週間となり、市場の動きもレンジ内となりました。社債の新規発行増は投資家による旺盛な需要によって支えられ、結果として新発債プレミアムは極めてわずかなものとなりました。市場スプレッドが比較的タイトな水準にある中、これらの新発債に参加することに強い興味は感じませんでした。

より広範に言えば、いまや米国ハイ・イールド債市場の85%の銘柄が、米インフレ率を下回る利回りで取引されていることには驚かされます。実質利回りがマイナスのジャンク債には投資妙味が感じられませんが、デフォルト率が低位で推移すると見られる中、このような水準が早期に再評価されるかどうかは定かではありません。

エマージング市場では、ルーマニアで連立政権が岐路に立たされる中、資産価格が圧力にさらされる展開となりました。ただし、ルーマニアの長期国債が3.5%の利回りで取引される中、他市場と比較してルーマニア資産にはかなりの投資妙味があるとみており、今後数週間で政治的ノイズも落ち着くとみています。

今後の見通し

この先を見据えると、まずは米CPIの発表が今月の市場動向を見極める上でのポイントになるとみえています。落ち着いた水準であればリスク資産の下支えとなり、更なる株高やスプレッドのコンプレッションにつながる可能性があるでしょう。しかし、もしブルーベイが予想するようにCPIが市場予想を上回れば、米国債利回りやその他の金利にとって上昇圧力になるとみえています。

社債スプレッドにも影響が及び、仮に投資家が割高な水準で過度に新発債の購入を行っていたとすれば、短期的には調整が見られる可能性があるでしょう。そうしたことから、今週発表される指標を注視しながら、月末に掛けては経済指標の発表が落ち着くことから、今週のイベント後にはリスクを積み増すことを検討する姿勢が賢明であるとみえています。

その他の話題としては、バイデン米大統領が民主党内で推し進める3.5兆米ドルのインフラ・パッケージに注目しています。共和党の十分な支持がないまま、関連法案は財政調整（reconciliation）措置を用いて通す必要があり、政権は全ての民主党上院議員の賛成が必要となります。

中間選挙が近づく中、財政面でより慎重な穏健派が、進歩派の野望をトーンダウンさせたいと望む可能性があるでしょう。結果として、2.5兆米ドルのパッケージがより現実的な総額になると予想され、この総額の半分以上が増税によって賄われるとみえています。

このことは、同法案による財政面での正味のプラス効果を抑制するとみられます。しかし同時に、米国経済が力強い回復を遂げ、資産価格が上昇し、他国も政策引き締め動き始めている中、果たして米国経済が実際にこれほどの規模の追加支援を必要としているのかどうかは明確ではありません。インフレは既にFRBの目標を上回り、今後当面に亘ってその水準に留まりそうです。

いずれにせよ、バイデン政権が同法案をどのように進めるかは興味深いと言えるでしょう。仮に法案が骨（肉）抜きとなった場合、代替肉を使用したベジタリアン向けのハンバーガーとしてP.L.T.（Plant, Lettuce, Tomato.）を発売するマクドナルドの提案と同様に、大衆を納得させることが出来るかどうかは見物でしょう。

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