



目覚ましのコール

米国では、テーパリングが期待に沿う形で進められる可能性が高い一方で、バイデン氏は国内外で苦境に立たされているようです。

先週開かれた米連邦公開市場委員会（FOMC）において、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は、量的緩和（QE）策の債券購入縮小（テーパリング）が11月にも発表され、2022年半ばに終了する可能性があることを示唆しました。

これはブルーベイが想定していた軌道と概ね一致した内容です。また利上げに関しては、引き続き2022年10-12月期に利上げが開始される可能性が高いとみていますが、これは先週発表された最新のドット・チャートで示された当局者の約半数の予想と概ね一致しています。

米国経済は全般的に良好な形を維持していると考えています。緩和的な政策が維持される中、消費者のバランスシートは健全で、企業業績も底堅く成長しています。その意味で、米経済成長は当局の予想を上回るペースとなるとみています。

またインフレは2022年を通してFRBの予想を上振れする可能性があるかとみています。米国債市場は、FOMC直後の反応こそ限定的であったものの、その後はFOMCが出口政策へと動中、地殻変動が起き始めている状況を投資家が徐々に認識し始める中、利回り曲線がベア・スティープ化するという興味深い動きが見られました。

短期的には、FRBが月額1,200億米ドルの債券購入を続け、財政赤字が昨年比で縮小する中で発行需要も低下するため、需給面が米国債市場の追い風となる可能性はあるでしょう。

しかし、そのような需給要因は次第に薄れるとみており、引き続き米国債利回りは、基調的なファンダメンタルズと比較して過度に低すぎると考えています。このような見方には、引き続き辛抱強さが求められるかも知れません。

2021年9月24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、今年10-12月期には、力強い米経済成長やインフレ指標と時を同じくしてFRBがテーパリングを開始する可能性があり、結果として更に大幅な米国債の調整につながる可能性があるともみえています。

米国債利回りは今年1-3月期に大きく上昇し、その後2四半期に亘って低下基調となっていますが、10-12月期を迎えるにあたり、ある意味で鏡のように左右対称に、年初の値動きが再現されても不思議ではないと考えています。

中国

FRB以外で過去数日間に亘って市場の注目を集めたのは、中国における進展でした。ただし中国市場自体は、祝日により週前半は休場となっていました。

ブルーベイは中国恒大（エバーグランデ）についての懸念をこれまでも指摘してきましたが、同社債券価格は過去6ヶ月間でパーから25まで下落していたにもかかわらず、債務再編の可能性が差し迫る中、先週月曜日に同社の動向が突如として市場参加者の注目の的となりました。

中国政府としては、住宅購入能力に関連した国民の懸念に対応するために不動産価格を抑えたい意図がある一方で、同時にエバーグランデの無秩序な破綻が同国の金融システムにとつてのシステミックな問題に発展することは避けたいと考えているとみえています。

その意味では、中国政府は経済や資産価格に対して強い主導権を持っており、必要であれば政策を緩和させることが出来ると考えています。建設プロジェクトや投機活動による成長よりも、消費及び輸出による成長を後押しするため、建設ペースは鈍化すると見られますが、ハード・ランディングの可能性は低いとみえています。

したがって、成長を支えるための緩和策が予想され、中国金利に対しては前向きな見方を維持しています。米国では政策が引き締めに向かう中、中国では政策がより緩和的な方向へ向かうとみえています。

英国

英国では、イングランド銀行（中央銀行、BoE）のタカ派寄りの姿勢によって、英国債利回りが上昇しました。エネルギー価格の上昇は今後数ヶ月間の物価上昇を促し、英経済全般にとってインフレの上振れ圧力になるとみえています。

BoEはインフレが2022年4-6月期まで4%近辺で高止まりすると予想していますが、それよりも更に高い水準も予想されます。英国では来年1-3月期に最初の利上げが実施され、政策金利は来年半ばまでに0.50%に引き上げられるとみえています。

供給不足とブレグジットによる混乱が、より広範な影響をもたらし始め、政府の介入につながるとみえています。実際には先週、英国政府が二酸化炭素を供給する米企業への支援を発表しましたが、これが英国発となるグリーン・ボンドの発行と奇しくも同日に発表されたことはやや残念に受け止めました。

グリーン関連のアジェンダとは無縁に、（エネルギー不足が深刻な）足元では、炭素補助金の風潮が見られます。同時に、ガス価格の著しい上昇によって、この動きをヘッジしきれなかった中小のエネルギー供給企業は深刻なペースで経営難に追い込まれており、納税者や消費者がその代償を払う事態となっています。

英国

英国では、イングランド銀行（中央銀行、BoE）のタカ派寄りの姿勢によって、英国債利回りが上昇しました。エネルギー価格の上昇は今後数ヶ月間の物価上昇を促し、英経済全般にとってインフレの上振れ圧力になるとみられています。

BoEはインフレが2022年4-6月期まで4%近辺で高止まりすると予想していますが、それよりも更に高い水準も予想されます。英国では来年1-3月期に最初の利上げが実施され、政策金利は来年半ばまでに0.50%に引き上げられるとみられています。

供給不足とブレグジットによる混乱が、より広範な影響をもたらす始め、政府の介入につながるとみられています。実際には先週、英国政府が二酸化炭素を供給する米企業への支援を発表しましたが、これが英国発となるグリーン・ボンドの発行と奇しくも同日に発表されたことはやや残念に受け止めました。

グリーン関連のアジェンダとは無縁に、（エネルギー不足が深刻な）足元では、炭素補助金の風潮が見られます。同時に、ガス価格の著しい上昇によって、この動きをヘッジしきれなかった中小のエネルギー供給企業は深刻なペースで経営難に追い込まれており、納税者や消費者がその代償を払う事態となっています。

欧州

欧州のその他の地域では、先週末に行われたドイツ総選挙の結果を見守る状況となりました。これまでも述べた通り、選挙後に予想される連立の行方に関しては複数の組み合わせが考えられます。これらの大半の組み合わせは、債券投資家にとっての現状維持を意味するとみっていますが、社会民主党（SPD）と緑の党、左翼党による連立政権（いわゆる「赤・赤・緑」）の組み合わせのみは例外であると考えています。

そのような連立は、更なる財政拡張へとつながることを意味し、ドイツ国債利回りの上昇及び周辺国スプレッドの縮小につながるとみられています。ただし同連立の可能性は20%程度であるとみえます。欧州周辺国では、9月の新規発行ペースが落ち着く中、スプレッドが幾らか縮小基調となりました。

社債市場は比較的静かで、スプレッドは狭いレンジ内の動きとなりました。週初の株安によってボラティリティ指数には上昇が見られ、スプレッドの圧力となりましたが、押し目買いに積極的な投資家が多くいたとみられます。

エマージング市場（EM）ではより大幅な価格変動が見られましたが、エバーグランデ関連の目先の懸念が幾らか払拭される中、下落方向にも、上昇方向にも追従する動きは抑制されていたため、その背後での実際の取引高は比較的少なかったと予想されます。

為替相場

為替相場では、米ドル及びその他の主要通貨が概ねレンジ内の動きを維持しました。その例外となったのはノルウェー・クローネで、中央銀行が利上げを発表する中、過去数日間で他通貨をアウトパフォームしました。同国の金融政策は今後もユーロ圏と乖離していくと予想され、ノルウェー・クローネは更に上昇する余地があると考えています。

一方トルコでは、インフレが高まる中、中央銀行が100bpsの利下げを決定したことが再びトルコリラの下押し圧力となりました。過去数週間では、エルドアン大統領が高水準の政策金利に再びしびれを切らし始めていると見られ、中央銀行に行動するよう圧力を加えているようです。

実際に先週、トルコ中央銀行のカブジェオール総裁がインフレについて「一時的」と言及した一方、パウエルFRBの会見ではこの言葉が聞かれなかったことは興味深く受け止めました。

今後の見通し

今後の見通しとして、FRBのロードマップが概ね固まったと見られる中、市場の注目は再び経済指標に向かうとみえています。次回FRB会合までに2回の米雇用統計の発表が予定されており、米労働市場の力強さに市場の注目が集まるでしょう。

失業保険の上乗せ措置が今月初旬に終了となった後、週次の失業保険申請件数は過去数週間に亘って減少に向かっており、力強い労働需要の証拠も引き続き確認されています。

デルタ変異種に関連した懸念が継続していることは雇用関連指標にとって引き続きリスク要因ではありますが、新型コロナウイルス関連の報道は全般的に改善傾向にあるように見えます。

そんな中、ワシントンDCでは今週、政府閉鎖回避が出来るかどうかの採決に注目が集まりそうです。米民主党はこの採決に、（10月中旬に期限を迎える）連邦債務上限の2022年12月までの凍結を盛り込む方針で、仮に可決されなければ今月末にも政府が数日間閉鎖される可能性があります。

またこれらの採決は、ビル・バイデン政権が議会で推し進める直近のインフラストラクチャー・ビル（法案）に関連した議論にも影響するとみられます。これらの動きの一部は政治的なショーであると言えそうですが、アナリストは民主党、共和党のどちらの党が有権者にとって機能不全の責任を問われる側になるのかを注視することでしょう。

これがその先、インフラ法案の命運と、ジョー・マンチン氏のような民主党穏健派の支持を得られるかどうかを左右する、より大きな意味を持つことになるかも知れません。

また先週は、ボリス・ジョンソン英首相が米首都を訪れるというイベントもありました。その前の週には、米政権がオーストラリアに対する有益な潜水艦ビジネスを公然とフランスから奪ったことによって、フランス政府との関係が悪化していた中で開かれた会談でしたが、バイデン政権が英国側が求める自由貿易協定（FTA）交渉に否定的な立場であったことは英国にとってはある種の侮辱的な振る舞いとして受け止められたかもしれません。

アフガニスタンの一件でも見られたように、米国はここ最近、極めて一貫性に欠いた友人のような振る舞いをしており、昨年の大統領選後の米国とEUとの関係改善への期待に反して、トランプ氏自身の性格という要素はないにせよ、バイデン政権下でもある種の「トランプ・イズム」や「アメリカ第一主義」が見え隠れし始めていると感じます。

少なくとも過去には、怒りの矛先をトランプ氏のツイートに向けることが出来ました。ただし今の米大統領は、先週イスラエルのネタニヤフ前首相に指摘されたように、イスラエル首相との会談で居眠りをしてしまうような状態にあるようです。

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