



逃げる英国のスタグ

供給面での制約により英国で価格圧力が高まっている中、インフレは予想していたより一時的ではないようです。

先週は、インフレが思っていたよりも長期化し、さほど一時的ではないとの認識が広がる中、国債利回りがグローバルに上昇傾向となりました。

中央銀行高官は、供給面での制約が解消するにつれ、価格圧力は緩和するとの見方を維持しましたが、2022年半ば頃まではその可能性が低いとの見方が強まっているようです。その間、期待インフレは一段の上昇へと向かい始めています。

より広範な労働市場はいまだ完全に回復していないものの、多くのセクターにおけるスキル不足から、賃金は上昇基調となっています。そんな中、緩和的な財政政策やマイナスの実質金利が引き続き需要を支えています。

米国

米国経済の見通しは今後数か月間に亘ってポジティブで、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）のスケジュールが概ね固まっている中、市場の注目は、米連邦公開市場委員会（FOMC）が2022年に利上げを決定するか、仮にそうであれば1回以上の利上げが実施されるかどうか、へと移行するとみえています。

ここ最近の米国債市場の動きをみると、利回り上昇の一因は、4-6月期及び7-9月期の利回り低下の調整であるとみえています。

中央銀行の買入が継続していることが市場の需給面に追い風となっているものの、今後買入額が縮小に向かう中、利回りの上昇を予想することが自然であるように思います。詰まるところ、量的緩和（QE）は需要を支えるための緩和的な金融政策を達成するために、国債利回りを低下させようという明確な意図をもって発表された政策でした。

2021年10月1日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

したがって、同政策が解除に向かうことでこの利回りの低下圧力はなくなり、利回り水準の均衡点は今よりも高くなると言えるでしょう。とは言いながらも、市場が過度に早期に調整する可能性は低いとみています。

仮に急激な利回り上昇が見られれば、リスク資産の調整が質への逃避をもたらすことで、安定剤の役割を果たすとみています。利回りが今年1-3月期に見られた水準よりは低い水準に留まる中で、リスク資産の大幅な調整が起きる可能性は低いように思います。

英国

先週は、米国債利回りの上昇につられる格好で、グローバルに利回りが上昇しました。英国では、利回りの上昇に伴ってスタグフレーションへの警戒感も高まりました。

英国は、ガスのスポット価格の大幅な上昇のままで人質になっているかのようで、エネルギー・コストが高騰を続けています。エネルギー依存度が低い米国と比較して、英国はエネルギー、とりわけガスの輸入への依存度が極めて高くなっています。

北半球が本格的な冬の季節を迎え、需要がピークに達する前でありながらも、経済活動の再開と、炭素排出量の削減に向けた動きが相まって、ガス需要を高めています。

その結果、消費者にとって光熱費の上昇は避けられない模様です。そんな中、慢性的なサプライチェーンの問題が引き続き英国経済全体に深刻な不足をもたらしています。先週は、ガソリンを求めて数時間の列が見られ、タンカーの運転手不足を補うために軍が出動するなど、時折新興国で見られる光景を連想させる光景も見られました。

多くのセクターにおける労働力不足は、涙の出るような賃金上昇をもたらしており、店の棚から商品がなくなっている光景もまた、世界的なコロナ危機によるサプライチェーンの混乱に、ブレグジットによる分断が加わった英国の脆弱さを物語っていると言えます。

このような状況により、英国ではこの先数か月間で消費者物価指数（CPI）が6%に向かうと予想されています。また、消費者にとって燃料価格上昇が増税のような負担となり、成長も鈍化するとみられています。

この結果、スタグフレーションの呪いに対する懸念が生じており、英国政府やイングランド銀行（中央銀行、BoE）の政策担当者は、その対応に苦慮しているように見受けられます。利上げをし損なえば、インフレ期待は高まる一方で、政策金利を1%超まで引き上げれば英住宅市場の何らかの崩壊のきっかけとなり、英国経済をリセッションに追い込む可能性が大いにあり、結果として政策担当者は板挟みになってしまっているようです。

今のところ、BoEが利上げに対してタカ派寄りのトーンを打ち出していることで、英国債利回りは他の主要国債利回りと比較して上昇しています。一方で、成長が鈍化している局面での利上げは通貨の追い風になることはないとの見方から、為替相場において英ポンドも圧力にさらされ始めたことは興味深い動きであるとみています。

為替

その他の為替の動きでは、先週は米ドルが上昇基調となり、過去12か月間の取引レンジを突破しました。英国のような経済においてスタグフレーションが脅威となり始めている一方、堅調な成長及び力強い消費が見込まれる大西洋の反対側では、同様のリスクは存在しないようです。

米ドルの上昇と金属価格の下落は、中国経済の減速見通しと相まって、多くのエマージング通貨にとっての下押し圧力となりました。

一方で先週は、中国の通貨及び金利が概ね安定した動きとなりました。中国恒大（エバーグランデ）に関しては、社債の利払いが行われなかったことによって今後正式なデフォルト（債務不履行）及び債務再編へと向かうことになるものの、同社を巡る話題は幾分落ち着きを見せました。

その他の市場

先週は、世界的な利回りの上昇がリスク資産の重石となり始め、株式は弱含んで四半期末を迎えました。株式、とりわけ株価収益率の高いハイテク株は、デュレーションが長い資産と同様の動きとなるため、割引率の上昇は株式の強気相場に水を差す可能性があります。

しかし、株式やその他のリスク資産に対する投資家心理に影響をもたらすという意味で利回り水準と同じくらい重要なのは、その動きの速さであると考えています。したがって、今後数週間はレンジ内の調整に留まることが、市場の安定を促す可能性があると考えています。

社債市場でも、株式市場につられる格好でスプレッドがやや拡大し、高利回り銘柄が相対的にアンダーパフォームしました。しかし、利回りの上昇の一部をスプレッド部分で吸収し、投資適格債のスプレッドは月間で縮小するなど、社債市場のボラティリティは極めて低い状態が続きました。

今後の見通し

この先を見据えると、市場は興味深い展開を迎えて今年最後の四半期に突入することになります。堅調な経済指標によって米国債利回りはこの先数か月間上昇を続けるとみています。

さらに、この先数か月を見た場合、各国の中央銀行が、明示してはいないながらもある種のイーロード及びスプレッド・カーブ・コントロールという形で提供してきた緩和策を徐々に引き揚げ始めることによる金利市場でのボラティリティの高まりが、その他の金融資産市場に波及しても不思議ではないと考えています。

リスク資産では、過去18か月間で見られたような、強気派と弱気派との駆け引きにおける一方的な展開は減るかもしれません。しかしこの先、スタグ（フレーション）が出現すれば、市場を覆しかねないイベントとなる可能性があります。

これに関して言えば、先週初めに、英リバプール近郊の住宅街で野生の白い雄シカ（スタグ）が道路を走って逃げたことが住民を驚かせたとのニュースが目にとまりました。

何とも悲しいことに、その美しい生き物は警察によって射殺されるという結末を迎えました。警官たちにとって、高速道路をふさぐデモ隊を逮捕するよりも有益な仕事であったのでしょうか。

しかし、政策担当者は果たしてこの先、スタグフレーション懸念を同じくらい容易に払しょくすることは出来るのでしょうか。1970年代をも彷彿とさせる状況となっている英国では、スタグが今にも走り出すような状態なのかもしれません。

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