



Global Asset Management
BlueBay Asset Management

メリー・グリーンクリスマス

2021年10月15日

著者
マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)



先週は、ここ最近の金利上昇を踏まえたショート・ポジションの利益確定の動きが活発化したことなどから、主要国債利回りが低下しました。9月の米消費者物価指数（CPI）は概ね市場予想並みの数字となり、コアCPIは前年同月比+4.0%でした。

しかし、エネルギー価格の上昇によって、インフレ指標は年末に掛けて幾らか上昇するリスクがあるとみており、春頃までは目立った低下は見込めないと考えています。中央銀行のインフレ・モデルにおいてもインフレ期待の上昇が予想され、確認されるインフレ率が中央銀行の目標を上回る状態は長期化するとみています。

賃金に対する上振れ圧力も確認され始める中、ここ最近の債券利回りの低下がそれほど長続きするようには思えません。米連邦準備制度理事会（FRB）が債券購入縮小（テーパリング）を開始する中でも、経済が力強さを増す過程で税収が伸びることにより、米国債の純供給額が増加する可能性は低いとみています。

とは言いながらも、この先12か月以内に米連邦公開市場委員会（FOMC）が利上げを開始する可能性もあるとみており、市場は中期的なインフレ軌道や、2023年から2024年に掛けてのFRBの政策金利見通しに関して過度に楽観的であると考えています。

英国

過去数週間に亘って他の主要国債をアンダーパフォームしていた英国債は、先週、需給要因による変動幅がより著しくなりました。振り返ってみれば、英国におけるスタグフレーション懸念の話題が盛んに報道される中で、英国債のショート・ポジションは市場のコンセンサスのポジションになっていたと言えるでしょう。同ショート・ポジションがストップ・ロスに抵触し、特段目新しい材料がない中、英長期債利回りはわずか2日間で20bpsも低下しました。

このような動きの前に、英国債のショート・ポジションについては一部利益を実現していましたが、そのわずか数日後ではあるものの、先週の終わりには既に同ポジションの積み増すかどうかを検討することになりました。この間、ブルーベいのファンダメンタルズ分析には全く変化を加えておらず、英ポンドのショート・ポジションが幾らか巻き戻されたであろうとは言え、足元の英ポンドの上昇はやや直感に反するものであるように思えます。

欧州

その他の欧州市場でも、債券利回りが低下基調となりました。経済の回復基調は維持されているものの、短期金利先物市場において、2023年までに欧州中央銀行（ECB）による合計25bpsの利上げが完全に織り込まれていることに驚いています。今のところECBは利上げとは程遠い位置にいとみており、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）が終了した後も緩和的な状況を維持するため、資産購入を増額する計画を引き続き示唆しているように見受けられます。

したがって、英国債や米国債と比較して、ドイツ国債にはより強力な支援があるとみており、相対価値に基づくロング・ポジションを愛好しています。一方で、スプレッドがここ最近のレンジを突き抜けるための明確なきっかけに乏しい中で、欧州周辺国国債市場のボラティリティは引き続き極めて低い状態となっています。

社債

社債市場は、株式市場の動きに幾らかつられ、過去1ヶ月間でやや弱含んでいます。しかし、先週見られたように主要国債利回りが幾分安定した動きとなる中、スプレッドは当面レンジ内の動きとなる可能性があるかとみています。

社債市場のボラティリティは引き続き低位に留まっています。年初来の活発な新規発行を踏まえると、年末に掛けては供給額が幾らか落ち着くことも予想され、QEによる債券買入額の減額が視野に入る中でも、この先のスプレッドの需給面での支援材料になる可能性があるかとみています。

エマージング市場

エマージング市場（EM）における価格動向は、引き続き中国不動産セクターにおけるストレスの広がりも反映したものとなりました。多くの銘柄が下落する中、米ドル建てのアジア・ハイ・イールド社債指数の利回りはわずか3ヶ月足らずで7%未満から11.5%超まで上昇しています。

他市場への影響は極めて抑制されていると見られるものの、資金フローがかなり不安定な状態が続いており、中国需要の減速見通しも一部の国にとって重石となっています。先週は、このような逆風要因がEM外貨建て及び現地通貨建て債市場の投資家心理にも影を落としました。

そんな中、トルコにおいてエルドアン大統領が多くの中央銀行高官を解任する決定を下したとの報道を受け、トルコ資産及びトルコ・リラに対する下押し圧力が続きました。市場の信頼が厚い人物を、大統領自身が望む利下げにより忠実とされる人物に入れ替えている中、新たに任命された人物の中にツナ氏が含まれていたことを何か臭う（“fishy”）と感じた人もいたことでしょう。

エネルギーの輸入国であるトルコは、足元の環境に特に脆弱であるとみています。実際、既にインドなどの国では交易条件の悪化が足かせとなる傾向が見られ始めており、通貨のパフォーマンスにも悪影響を与える可能性があることが伺えます。

為替

為替市場では、前週に弱含んでいた英ポンドの反発が見られました。全般的に、ここ最近の動きを踏まえた投資家の利益確定の動きを反映した価格動向が見られ、多くの通貨が直近レンジ内の水準に回帰したほか、ユーロドルの水準も1ユーロ1.16米ドル近辺まで戻りました。その例外となったのが日本円で、先週は円安傾向となったことが市場に驚きとともに受け止められました。円は長きに亘ってレンジ内の動きとなっていたため、多くの運用者の眼中からほぼ外れてしまうところでした。しかし、目先は更なる下落の可能性もあるように思えます。

今度の見通し

多くの経済指標が発表された月の初めとは対照的に、この先数週間は幾らか静かな市場環境になるとみています。米国債利回りは短期的に低下基調となる可能性もありますが、FRBによるテーパリング開始が週単位というよりも日単位で迫ってきている中、その先は利回りが再び上昇に向かうと予想しています。

スタグフレーションの議論もありましたが、先週発表された経済指標は、欧州及び米国における比較的前向きな経済状況を改めて確認出来る内容であったと捉えています。

ただし英国に関しては、よりスタグフレーションのリスクにさらされているとの見方を維持しており、原油価格が最高値を更新し、天然ガス価格も極めて高い水準が続く中、他国と比較して英国が景気減速に極めて脆弱であることは間違いなさそうです。インフレは実質所得の足かせとなり、ブレグジット及び新型コロナによる供給の混乱には改善の兆しが見られない中、政府は様子見姿勢を取ることに満足してしまっているようです。

港の流れがストップする中、まだ10月の半ばであるにも関わらず、既にクリスマスが中止されるといった話も聞かれ始めており、映画の中でクリスマスを盗もうとするグリーンチにとっては誇らしい話題かもしれません。

ディスクレーム

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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	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



Global Asset Management
BlueBay Asset Management