



Global Asset Management
BlueBay Asset Management



良い警官・悪い警官

プライベートジェットでグラスゴーに到着した各国の代表者たちは、炭素排出量の削減や気候変動政策の議論をしていますが、口先だけでなく行動が伴うことを期待しましょう。

2021年11月5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、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が、米国債及び住宅ローン担保証券（MBS）の購入縮小（テーパリング）を今月開始することを発表しました。この決定は、9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）において予告されていたため、概ね市場の予想に沿った内容でした。

テーパリングは来年6月までに完了すると見られており、米経済が比較的力強さを維持する中、金利市場では来年後半にほぼ2回の米利上げが織り込まれています。

このような政策金利の軌道は、概ねブルーベイの見方と一致しています。しかし、米経済成長は堅調さを保ち、インフレは市場予想よりも長きに亘って高止まりする可能性が高いとみており、その後の政策金利予想に関しては利上げ可能性が十分に織り込まれていないと考えています。

したがって、ここ最近大幅なフラット化が見られていたイールド・カーブはこの先、過去1ヶ月程度に亘ってレンジ内の動きとなっていた長期利回りが上昇に向かうことで、幾らかスティーブ化する余地があるとみています。とりわけ金利市場においてはリターン非対称性が存在しているとみており、年末に掛けて堅調な経済指標がきっかけとなり、利回りは低下するよりも上昇する可能性の方が高いと予想しています。

米国とは対照的にユーロ圏では、ここ1ヶ月程度の短期金利の上昇はやや行き過ぎであると考えています。欧州中央銀行（ECB）内のタカ派寄り的高官がインフレ見通しに懸念を抱いていることは事実ですが、ユーロ圏経済には依然として大幅な需給ギャップが存在し、当面は緩和的な金融環境が正当化されるとみえています。

したがって、ECBは、来年3月のパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）終了と同時に、既存の資産購入プログラム（APP）の延長を実施するとみえています。これは12月のECB会合で発表されると予想しており、同資産購入によって2022年のユーロ圏国債の純発行額の大半が吸収されることになると予想しています。

このようなECBの行動が、今後数ヶ月間のユーロ圏国債利回り及びスプレッドの支援材料になるとみえますが、よりタカ派寄りの結果であれば波乱要因となり得るでしょう。

ECBの資産購入が比較的早期に枯渇するとの警戒感から、過去1ヶ月間でイタリア国債のスプレッドは拡大しており、これを受けてイタリア国債のポジションを再構築しました。イタリアの財政状況は比較的規律が維持された状態であり、財政面での寛大さにおいてはスペインの方が注視すべき状態にあると言えます。したがって、仮に2022年にスプレッドが拡大する局面があれば、スペイン国債の利回りがイタリア国債の利回りを上回っても不思議ではないとみえています。いずれにせよ短期的には、イタリア国債の利回りには年末に掛けて十分なサポートがあるとみえています。

一方、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は先週、政策金利及び資産購入額の据え置きを発表し、市場にハト派寄りのサプライズをもたらしました。英国でインフレ圧力が高まる中、直近のBoE高官の発言は即座に行動が求められることを示唆する内容でした。

しかし、英金融政策委員会（MPC）は、一部反対意見はありながらも、現段階では政策を据え置くことを決定しました。この結果を受け、英国債利回りは急低下し、英ポンドも圧力下に置かれました。ブルーベイでは、引き続きBoEのインフレ見通しが過度に楽観的であるとみており、2022年に掛けてインフレ率は高止まりする可能性が高いとみえています。

より具体的に言えば、英消費者物価指数（CPI）は来年4月には6%を大きく上回る水準になるとみえています。主要なセクターにおける供給面のボトルネックや労働力不足が、早期に解決する見通しが立っていないためです。結果として、英国債は投資家から回避され、英10年国債利回りは中期的に上昇すると予想しています。

時を同じくして、ブレグジットに関する対立的なスタンスを含む政府の政策や、生活費の上昇が相まって、2022年に掛けて英国のスタグフレーション懸念につながり、投資家にとって英ポンドを含む英国資産の投資妙味は低下する可能性が高いとみえています。

グローバルな金利市場の直近のボラティリティの高まりとは裏腹に、社債市場のボラティリティは、少なくとも中国不動産セクターなどの一部を除いて、引き続き極めて低位に留まっています。

堅調な企業業績や安定的な長期のディスカウント率、個人投資家からの旺盛な需要などから、株式市場が最高値を更新していることが、投資家のリスク心理を支えているとみられます。その一例として、先週火曜日にはオンライン上のチャットでいわゆる「ミーム銘柄」として注目を集めた米レンタカー会社エイビスの株価が急騰し、一日で文字通り2倍になりました。

社債市場では、スプレッドが今のところ概ねレンジ内の動きとなっています。通貨市場でもボラティリティは低位に留まっており、先週はFOMCの結果を受けて米ドルがやや上昇しましたが、それほど勢いや確信を伴った動きではありませんでした。

今度の見通し

今後の見通しとして、先週金曜日の米雇用統計に見られたように、この先も米労働市場の力強さが確認されていくと予想しています。デルタ変異種の感染拡大による影響で、米雇用統計はここ最近弱含んでいましたが、年末に掛けては力強い労働需要を追い風に、雇用が大きく回復すると予想しています。強い経済指標は、利回りが上昇する鍵になるとみえています。

FRBは当面、自動運転モードになるとみえますが、仮に失業率が低下すれば、利回りは大きく上昇する可能性があるともみえています。インフレ指標に、より一段の上昇が見られていれば尚更でしょう。一方英国では、先週のMPC後の英国債利回りの低下基調は短命に留まるとみえています。市場の注目は再びインフレに集まり、BoEは政策金利を低位に留めるよう何らかの政治的圧力にさらされているのかもしれないという疑問が生じる可能性もあるとみえています。

そんな中、先週世界的に注目を集めたのは、英北部グラスゴーで開催された国連気候変動枠組み条約締約国会議（COP26）であったと言えるでしょう。世界の炭素排出量は、昨年のロックダウンの最中減少したのち、足元で再び急増しており、気候変動の要因となっている課題に取り組むことは、かつてないほど必要不可欠な義務となっています。しかし、各国のコミットメントに十分な拘束力があるのかどうかは不透明で、口先だけで行動が伴わないことが多い状況にはいつももどかしさを感じます。

脱石炭を目指す動きや森林破壊を食い止めるための政策は称賛に値するものですが、先週各国の代表者がCOP26に出入りするために駐機場に並んだプライベート・ジェットの映像を示す「悪い警官（“COP”）」という悪役に、「良い警官」としての良心は痛んだことでしょう。カーボン・フットプリントにとっては、「Zoom警官」の存在が必要だったのかもしれない。

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 (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	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