



第4波は恐れる必要なし

ワクチン接種のおかげで、今回の波は、過去の波よりも怖くはなさそうです。

2021年11月19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、欧州各地で新型コロナウイルスの感染者数が再拡大し、新たな行動制限やテレワークの要請を行う政府も一部には見られました。しかし、このような政府の対応がより広範に及ぶことは想定しておらず、経済回復に向けた軌道が、この先数週間で大きく阻害される可能性は低いとみています。

過去数ヶ月間の英国での経験に基づけば、新規感染者数は大幅に増加した後に頭打ちし、入院患者数や死者数はこれまでの感染拡大の波を大きく下回っていました。さらに、英国では、一般的にマスクの着用率が他の欧州の国と比較してかなり低く、ラッシュ時であっても公共交通機関でマスクを着用している人は半数以下となっています。したがって、欧州におけるここ最近の感染者数の急増は、それ自体で見れば懸念すべき事態かも知れませんが、（英国の例を踏まえれば）それほど心配することでもないように思えます。

私たちは皆、コロナと共生する方法を学んでいる過程にあり、ウイルスを抑えるためにはワクチンと、最近のブースター接種が重要な役割を果たすと言えるでしょう。また金融資産の投資家にとっては、パンデミックがバックミラーに写るものへと後退していく軌道を思い描くことが適切であるように思います。

年末に向けて、より目に見える形で市場のリスク要因となり得るものとして、ロシア・ウクライナ間での衝突の可能性を懸念視しています。ロシア部隊がここ数週間で増強されていることは、衝突が迫っていることを示唆しているとも受け止められ、ロシアのプーチン大統領は、欧州が天然ガスでロシアに依存していることや、米政権が追加制裁以外には何らかの行動を取るつもりがないことなどを踏まえ、自らが行動に出た場合であっても西側諸国が出来ることはほとんどないということを認識することになるでしょう。

ベラルーシにおける情勢も不安定化する中、独立国家共同体（CIS）間の連携を強めることで、プーチン氏がソビエト連邦の再構築の機会を窺っているとの見方もあり、その点では、12月8日で旧ソビエト連邦崩壊から30年となることは特筆すべきでしょう。もしかすると、プーチン氏は再び全てを元に戻した指導者としての歴史上に名を残す自らの姿を想像しているのかも知れませんが、これまでの彼の言動を分析すれば、行動を起こす時を慎重に見極める人物であると言えます。

このような憶測は原油及び天然ガス価格の更なる上昇に寄与するのみであり、結局はロシアにとってほとんど痛手はないと言えるでしょう。その意味で、ロシア資産やロシア・ルーブルは、地政学リスクの高まりさえなければ、魅力的な投資対象になり得ると言えるかも知れません。

欧州では、ガス価格の高止まりが引き続き重要なテーマとなっています。COP26における脱炭素に向けた合意は、短期的には天然ガスの需要を高めるのみでしょう。原子力や再生可能エネルギーで追加のキャパシティを得て、炭化水素からの明確な転換をもたらすためには時間が掛かるためです。

燃料費はこの先数ヶ月間に亘り欧州の消費者に重くのし掛かるとみられ、先週市場にサプライズをもたらした英国のインフレ率（小売物価指数は前年比6%上昇）は、この先更に上昇する可能性が高いとみています。これを受けて、規制対象となっている鉄道運賃や、学生ローン費用などの上昇率は8%を上回ることも予想され、その結果として賃金要求につながるとみています。

先日複数の労働組合に話を聞いたところ、労働者が昨年を通して実質的に賃金低下に直面したことを既に十分認識しており、インフレが2022年を通して高止まりすると見られる中、2桁の賃金上昇が必要になると試算しているようです。また、労働市場が逼迫している中、仮に政府や雇用主がこれらの要求に応じなければ、ストライキなどの何らかの行動につながる可能性もあると考えているようです。

これは、インフレ期待がいかに不安定化し得るのか、またインフレの二次的な効果が、いかに物価上昇への持続的な軌道を描き得るのかを、改めて我々に思い知らせるものであると言えるでしょう。また多くの政策担当者が、これらに気付くのが遅いことを危惧しています。

米国では、ガス価格は特段懸念材料とはなっておらず、バイデン政権が戦略的石油備蓄の放出を要請したことは、一旦原油価格の上値を抑える一因となるかもしれません。しかし、インフレはより政治的なものとなってきており、米連邦準備制度理事会（FRB）内の一部では、米連邦公開市場委員会（FOMC）の政策が既に「ビハインド・ザ・カーブ」となっている（後手に回っている）のではないかと懸念し始めている兆候も見られます。

一方で、10-12月期の総需要に関連した指標は極めて底堅い内容で、小売売上高や各種調査に基づくデータも力強さを維持しています。米西海岸で入港待ちとなっているコンテナ船の数は増加の一途を辿っていると見られる一方で、企業からは、減少した在庫を再び積み増す意向が見て取れます。今回のパンデミックによって、企業がジャスト・イン・タイムの生産モデルやサプライチェーンのグローバル化、その他過去数十年に亘って低インフレに寄与してきた要因から脱却する動きが見られています。

先週は、国債利回りがユーロ圏を中心にやや低下基調となりました。英国では、市場予想を上回る雇用やインフレ指標が、いずれもイングランド銀行（英中央銀行）による早期の政策引き締めを促す要因であると思われるにも関わらず、英国債利回りがほぼ横ばいとなりました。

先週、より投資家の注目を集めたのは為替相場場で、日本の追加経済対策などを背景に、米ドルがユーロ及び日本円に対して最高値を更新しました。目先は、相対的に力強い米経済を踏まえ、米ドル高基調が年末まで続く可能性があるかと予想しています。

米国では政策引き締めが材料視されることになるとみており、12月に掛けて、雇用統計やインフレ指標が加速すれば、FOMCが見通しを上方修正させ、債券購入縮小（テーパリング）を早ければ来年3月に終了するペースに加速させる可能性もあるとみています。一方ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）がよりハト派寄りの姿勢を取るとみており、その点で直近の新型コロナウイルスの感染拡大の第4波も、政策理事会にとっての言い訳になり得ると言えるでしょう。

年末に掛けての流動性懸念によって、レポ金利が低下し、一部では担保スクイズへの懸念が高まりました。この結果、スワップ・スプレッドが拡大し、現物社債のスプレッドの重石となりました。また、年末に掛けて新発債市場がしばむ前に、多くの新規発行が見られたこともスプレッドの重石となりました。

CDS指数はこれらの動きによる影響は受けなかったため、現物債とCDSのベースが拡大したことが、過去数週間の社債市場のアンダーパフォーマンスにつながっていますが、このような動きは一時的かつ季節的な現象であると捉えており、来月後半に入れば解消に向かうとみています。とは言いながらも、社債は他資産を下回るパフォーマンスとなったほか、同様の傾向がソブリン債のスプレッドにも影響をもたらしました。

今度の見通し

今週は米国でサンクスギビング（感謝祭）の祝日を挟むやや短い一週間となります。感謝祭明けのブラック・フライデーのセールは、経済の健全性や消費意欲を測る指標として、例年多くの注目を集めますが、今年はやや様子が異なるかも知れません。

実質的に売りに出すための在庫が手元がない中、小売業者がそれほど値下げをしたいかどうか定かではないためです。過去と比較して、値下げ幅は限定的となる可能性があり、店舗内でもそれほど興奮が高まらないかもしれません。

そんな中、市場参加者は、バイデン米大統領による次期FRB議長指名を巡る報道を待ちわびています。ここ最近のインフレ懸念によって、ブレイナード氏が指名される可能性は低下しているかも知れませんが、仮に彼女が指名されれば、リスク資産はその恩恵を受け、幾らか米ドル安につながることも、米国債の利回り曲線はスティープ化する可能性があるでしょう。しかし、少なくとも利回り曲線の長期ゾーンに関しては、利回りの絶対的な水準に大きな変動はないと予想しています。

更にその先を見据えると、米国債利回りは年末に掛けて上昇する余地を残しているとみています。堅調な経済指標やFRBの姿勢のタカ派寄りへの移行、流動性の低下がこれを促す要因になるとみており、仮に最初の利上げ見通しが2022年前半に前倒しされた場合には尚更でしょう。

第4波の話題に戻ると、ロックダウンという行動制限ではなく、ワクチン接種こそがその答えであると考えています。もし何かあるとすれば、感染者数の拡大が接種率の上昇につながることで、結果として全ては自己修正式のプロセスになるかもしれません。

自らの考えを改めるか、もしくは病気に苦しむか、という選択肢を迫られる中で、ワクチン反対派の数は減少を続けることでしょう。いずれにせよ、今回の波は、過去の波よりも怖くはなさそうです。

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