



金融政策への過度な依存は社会格差拡大リスクにつながる

実際の経済見通しが依然として非常に困難な状況であるにもかかわらず、市場は史上最高値を更新し続けています。

先週も比較的静かな相場環境となる中、米国株が史上最高値を更新しました。ナスダックは年初来で30%上昇しています。ジャクソンホール会合での講演において、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長をはじめとする米当局関係者は、大方の市場予想通りとなる政策枠組みの見直しを発表しました。

FRBのアプローチ変更は、底堅い労働市場や経済状況によって、インフレ率が目標近辺で推移している状況では、米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融引き締めを急ぐことはないということの意味します。

さらに、インフレが目標を下回っていた時期を埋め合わせるために、その後のインフレがオーバーシュートすることは容認すると見られ、過去数十年間に亘る期待インフレ率の低下に終止符を打つことを目指していると考えられます。

したがって、FF金利の引き上げは2023年までなく、新型コロナウイルスによる景気後退後の回復度合いにもよりますが、2025年まで実施されない可能性すら出てきたとみています。

ジャクソンホール会合でのこれらの発言後、米国債利回りは上昇し、利回り曲線はベア・スティープ化しました。しかし、経済指標が強弱入り混じる内容となっており、失業率が高止まりしていることなどからも、米金利が大幅に上昇するとの見方はやや早計であるとみられます。

経済は「U字」から「K字」回復へ？

このような政策枠組みの調整以外で、ここ最近の政策担当者との話題の中心となってきたのは、実際の経済見通しが依然として非常に困難である状況下において、金融政策が資産価格のイン

2020年8月28日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

フレの引き金となっている可能性に対する懸念の高まりです。

ウォール・ストリート（ニューヨークを中心とする金融業界）とメイン・ストリート（米国各地の金融以外の産業、いわゆる実体経済）での乖離から、最近では先行き見通しの二極化を意味する「K字回復」との表現も聞かれます。

究極的に言えば、これは米経済が直面する課題に取り組むための金融政策の限界を浮き彫りにするものであり、実際に先週ジャネット・イエレン前FRB議長の公式発言にもあった通り、中央銀行高官の間では、財政政策の規模をより拡大することによってこのような状況に対処する必要があるとの認識が広がっているように見えます。

米国における追加財政刺激策を巡る審議の継続や、英国での一時帰休手当の突然の打ち切りなどを踏まえると、財政支援の引き揚げが早すぎるリスクがあるようにも思えます。

しかし、これによって仮に経済が再び落ち込んだ場合、中央銀行が提示できる政策の余地は明確ではありません。金融政策への過度な依存は、上位数%の資産オーナーと、失業及び賃金の減少にあえぐその他大多数の国民との貧富の差を拡大させ、社会的緊張を生む要因となるリスクがあります。にも関わらず、上昇基調にある金融市場は、財政政策の担当者が急ピッチで行動を起こすための意欲を削ぐ要因となる可能性があります。

経済指標の弱含みは行動を促す要因となるかもしれず、その意味で、今週発表される雇用統計がこのような慢心を試すことになるかどうかは興味深いとみています。ただし現段階では、市場の調整や政策担当者のマインドセットの変化をもたらすきっかけに乏しい中で、ここ数か月間に亘って見られてきた市場トレンドが続く可能性があるかとみています。

欧州圏での格差

中央銀行の言動を踏まえると、追加金融緩和のためのハードルは、一部の市場参加者が想定しているよりも高いかもしれません。ただし、彼らの発言がタカ派寄りとなる状況は当面想定しづらいとみています。

米国では、11月の大統領選を前に、FRBが可能な限り受け身の姿勢を取る可能性が高いとみています。一方欧州では、新型コロナウイルスの感染再拡大や、経済活動を制限する追加の策が講じられている中、旅行シーズンが打撃となった南欧諸国を中心に、リスクはより下方に傾いていると見られます。このような状況は9月の次回会合において欧州中央銀行（ECB）に対する更なるハト派圧力となる可能性があります。今後数か月間で、既存の資産購入プログラムの延長や拡大という発想に対しては、当局内部において強い抵抗があると見られます。

また、ユーロ圏各国の状況は今後ますます枝分かれしていくものと見られ、ドイツなど北部の国では成長見通しが上方修正されていく一方で、ギリシャやポルトガル、イタリア、スペインなどでは更なる下方修正が予想されます。

現段階では、マイナス利回り環境下において、投資家がより高い利回りの資産を追求することが、欧州周辺国債券市場の支援材料になるとみています。

しかし、2021年を見据えると、景気回復が失業率を比較的早期に低下させることが出来なければ、ユーロ圏内での政治的格差が拡大し、ポピュリズムが勢いを増す余地があると見られます。したがって、中長期的にはスプレッドの更なる縮小幅が限定される可能性もあり、その意味で、市場の上昇局面では、引き続き残りの欧州周辺国のポジションを削減する機会を探っていく方針です。

先行きが不透明であるなか、厳選投資が重要になる

先週は、夏の終わりとともに例年新規発行が増加する9月を前に発行額が増え始めたことなどから、社債スプレッドがほぼ横ばいとなりました。ハイ・イールド債市場において借り換えが進んでいることは、不履行となるリスクを2021年や2022年まで先延ばしし、2020年のデフォルト見通しの低下に一

役買っています。

それまでには、ワクチンが治験を終えて人々に投与され、経済活動が2019年末の水準まで戻っていることが期待されます。その結果、新型コロナウイルスによるリセッション下における企業の債務再編の数を、これまでの危機と比較して少数に留めることが出来るかもしれません。しかし、需要が早期に正常化しなければ、このような見方は楽観的であるかもしれません。

さらに、2020年中の経済的崩壊は、多くの爪痕を残すことになると見られ、とりわけ商業用不動産や小売、旅行関連セクターにとっての将来の姿は、パンデミック前の姿と大きく異なる可能性もあるでしょう。

したがって、厳選したセクター及び銘柄選択が今後も非常に重要になると見られ、中央銀行の流動性や資産購入による高潮が引き始めれば、パフォーマンス格差は更に拡大することになると予想しています。

日本からのニュース

先週は、通貨及びエマージング市場も概ねレンジ内の動きとなりました。エマージング・クレジット債はここ最近の力強いパフォーマンスを固める動きとなった一方、エマージング通貨の弱含みは回復にやや時間が掛かっています。

英国では、ブレグジットの貿易交渉においてEUとの間で依然として隔たりが見られ、ブレグジットが今年末以降まで延長されるとの一部の期待感につながりました。

しかしブルーベイでは、ジョンソン政権内の一部の思想的な信念を踏まえれば、その可能性は非常に低いとみています。またこれは、ブレグジット強硬派に歩み寄りを促すための戦略かもしれませんが、そのような段階に至る前に、合意なしのシナリオ下における現実がより直視される必要があるとみています。例えばクリスマスの時期に、英国で食料不足や必需医薬品不足に関連した話題が持ち上がるかもしれません。

その他、日本において健康問題を理由に安倍首相が辞任を表明したことは市場にサプライズをもたらしました。しかし、首相交代が日本における政策枠組みの変化につながる可能性は低いとみており、円相場への影響はさほど大きくないと予想しています。

米国の政治情勢に引き続き注目が集まる

先週は、共和党大会が開かれ、トランプ大統領自身の家族が舞台を埋め尽くしました。民主党のバイデン候補の名声を傷つけ、（先週ウィスコンシン州で起きた白人警官によるジェイコブ・ブレイク氏銃撃を受けた）暴動のさなかで法と秩序に関する警戒感を煽るという試みが、トランプ氏の岩盤支持層内での支持を支えているようです。

トランプ氏とバイデン氏との支持率の差は足元で数パーセントまで縮小しており、2016年のちょうど今頃の時期に、ヒラリー・クリントン氏がトランプ氏に対してリードしていたポイントは、現在のバイデン氏とトランプ氏との支持率の差よりも大きかったという驚くべき事実もあります。

その意味で、リベラル系メディアの報道を見ているとトランプ氏が敗れる可能性が高いようにも思えますが、そう結論付けるにはやや時期尚早であるとみています。特に欧州の一部の国では、2016年のトランプ大統領誕生が多くのコメンテーターを当惑させ、それ以来燻る不信感の原因となっています。

したがって、思想的に熱のこもった選挙戦において、事実とデータに注目し続けることが重要になるでしょう。ただし今のところは、金融市場に与える影響は限定的となっています。

今後の見通し

レイバー・デー（9月7日）に伴う連休を前に、今週金曜日に発表される米雇用統計に市場の注目が集まるとみえています。また今週月曜日は英国の祝日であることから、今週もやや休暇モードの一週間となり、正式な「新学期」相場で活動が再開されるのは来週以降になるかもしれません。より広範に言えば、9月には、子どもたちが教室へと戻り、職場へと戻る人々も増える中で、ウイルスの感染率を抑えることが出来るかどうか注目が集まるとみられます。

楽観主義者は、感染者数の増加というネガティブな話題が、必ずしも病床占有率や死亡率の上昇を意味するものではなく、ワクチン開発に関連したポジティブな話題もすぐそこであることを祈るでしょう。

米国では、ウイルス関連の話題は幾らか改善傾向にあるようですが、時を同じくして欧州では再び悪化傾向にあるようです。その結果、市場では慢心が生まれ、その後落胆につながるという展開も予想されます。いずれにせよ、不確実性が伴う前例のない状況であることから、穏やかな夏が終わろうとする中で、幾らか慎重なスタンスを維持することが賢明であると判断しています。

米国の政治に話を戻すと、株式市場の上昇が引き続きトランプ氏の支持率に弾みをもたらすかどうかは興味深いと考えています。

それに対してジョー・バイデン氏は、S&P500種が自らが生まれた月にわずか9.2ポイントを付けていて、直近までで実に37,200%も上昇したということを有権者にアピールすることも出来るでしょう。それだと彼がかなりお年を召したように聞こえてしまうでしょうか。その場合にはこんな事実もあります。（バイデン氏が70歳の誕生日を祝った）2013年以降、テスラの株価はそれと同じくらい上昇しています。頑張れ、ジョー。

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