

今のところはまだ、一時的

物価への圧力が弱まる兆しが見られない中、政策担当者の辞書において、「一時的」というバズワードは果たしてあとの程度の長さを意味しているのでしょうか。

先週は、ジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の発言をきっかけに、米国債利回りが低下基調となりました。パウエル氏の発言には、詰まるところ、直近の米連邦公開市場委員会（FOMC）議事録の内容に追加するほどの目新しい材料はありませんでした。つまり、量的緩和縮小（テーパリング）に対してはタカ派寄り、利上げ開始に対してはハト派寄りという姿勢で、それぞれの政策ツールのきっかけとなる条件を切り離すことを強調しました。

また、米経済の見通しに関しては前向きな姿勢を示すと同時に、デルタ変異株の感染拡大など、回復が継続するに際しての課題にも認識を示しました。FRBの、より厳格な最大雇用目標が達成されるまでは政策金利を低位に留めるとのコミットメントは、市場にややハト派的であるとして受け止められました。リスク資産は好反応を示し、米国株式市場は最高値を更新したほか、社債スプレッドも縮小しました。

米国の経済指標は、やや軟化を示す傾向が続きましたが、一部では回復の兆しを示すものもありました。コンファレンスボードが発表した8月の米消費者信頼感指数は今年3月の水準まで低下しましたが、8月末に発表された米ミシガン大学消費者マインド指数と比較すると、底堅い内容であったと言えるでしょう。

事業信頼感を見ると、米供給管理協会（ISM）製造業総合景況指数では、雇用などの一部指数は弱含みながらも、製造業の堅調な反発が示唆されました。

新型コロナウイルスやサプライチェーンのボトルネック、雇用難などの不確実性は残るものの、経済指標の基調的なトレンドは底堅いと見られ、需給のミスマッチは短期的に更なる物価の上昇圧力となって現れる可能性があるかとみています。これらを踏まえ、米国債利回りは年末に掛けて上昇するとの見方を維持しています。

2021年9月3日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

欧州

欧州では、ユーロ圏消費者物価指数（CPI）が市場予想を上回ったことにより（前年同月比2.7%上昇の予想に対し、3%上昇）、欧州中央銀行（ECB）内のタカ派寄りの高官による言動が活発化しました。ホルツマン氏（オーストリア中銀総裁）やクノット氏（オランダ中銀総裁）、ワイトマン氏（ドイツ連邦銀行総裁）らがいずれもインフレの上方リスクを強調し、ECBによるパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）終了や、追加金融緩和の中止を呼びかけました。

しかし、これらの政策委員会メンバーがECB内で一定の影響力を有していることは事実であるものの、依然として政策は役員会主導で決定されると見られ、チーフ・エコノミストを務めるレーン氏による前週の発言は、PEPPの買入額ペースが9月の金融政策決定会合後に減速する可能性を示唆しながらも、全体的な政策スタンスは引き続き極めて緩和的であることを強調するものであったと捉えています。

英国

英国では、ここ数ヶ月間の新型コロナウイルスの感染者数の増加にも関わらず、経済指標が比較的持ち堪えていることが確認されました。感染者数も、7日移動平均で見ると減少し始めているようです。さらに、より更新頻度の高い統計では、クレジットカード及びデビットカードを利用した購入額が、既に2020年2月の水準の93%近くに達していることを示し、航空便やサッカー観戦、レストランでの食事の予約なども増加傾向を続けています。

しかし、その他の先進国同様に、英国でも価格圧力は高まり続けており、とりわけ英国では、新型コロナとブレグジットに伴う形式的な手続きがダブルパンチとなってサプライチェーンや雇用の妨げとなっています。スーパーマーケットの棚が空になっている映像はありふれた光景となっており、主要セクターにおける従業員不足もこれに追い打ちを掛けています。

従業員への帰休補償が今月で終了するとは言え、イングランド銀行（英中央銀行）の政策担当者は、既に高水準にある10-12月期のインフレ見通しに対する更なる上振れ圧力を踏まえ、これらの進展を注視していくとみています。

社債及び為替市場

社債市場は全般的にしっかりとした動きとなり、米欧の両市場でCDS指数のスプレッドが縮小しました。ジャクソンホールでの発言や、新発債市場の幾分の落ち着いた背景に、現物債では特に米国市場の長期債が堅調に推移し、ここ最近の弱含みから反発しました。

発行額は既に欧州で再び増加に転じ、米国でも今週から再び急速に増加するとみられますが、投資家がこれに備えて手持ちの現金を厚くしていることや、全般的にディフェンシブなポジションを取っていることから、それほど大きな社債スプレッドの拡大圧力にはならないと予想しています。

足元では比較的社債のポジションを控えめにしていることから、季節的に忙しくなるこの期間に、興味深い投資機会を厳選して捉えていく方針です。また、セカンダリー市場においても、動きが活発化する9月に掛けて現れたミスプライスの機会を捉える余地があるとみています。

為替市場は、ジャクソンホール会議に対してポジティブに反応しました。米ドルは弱含み、カナダドルやノルウェー・クローネ、多くのエマージング市場の通貨などが良好なパフォーマンスとなりました。より長期的な目で見れば、米ドルは上昇する可能性の方が高いとみていますが、投資家が夏休みから戻ってくる中で、足元のポジティブな流れが継続する余地はあるとみています。

引き続き、ややリスクオンに備えたポジションを選好しますが、中国人民元に対してはネガティブな見方を維持しています。不動産市場におけるストレスは高止まりし、経済活動を示す指標にも圧力が掛かっているとみられるためです。中国の金利は更に低下する可能性があるかとみていますが、中期的には比較的穏やかな見通しを持っており、政策決定が事態の深刻化を防ぐとの見方にある程度の確信を持っています。

エマージング市場でも、為替市場で述べたような現象が見られました。つまり、パウエルFRB議長の発言が全ての船を持ち上げる潮の流れとなり、エマージング国債のスプレッド縮小を促しました。9月の「新学期」取引ではこのようなトレンドが継続するとみられますが、主たるリスク要因は中国市場におけるストレスの高まりであると考えています。

今後の見通し

この先を見据えると、経済見通しに関しては引き続き自信を持っています。デルタ変異株のまん延等、このような見方に対するリスク要因を把握するため、引き続き国レベルでの分析を実施しています。良いニュースとしては、米国のデルタ株感染が勢いを失ってきていることです。陽性率や入院患者数は減少傾向にあり、入院患者の総数や感染者数も頭打ちとなって来ているようです。

また、イスラエルでは3回目のワクチン接種（ブースター）によって感染者数の増加が止まったようです。欧州でも、域内の成人の70%がワクチン接種を終えたことを欧州委員会が高々と宣言する中、感染者数及び入院患者数がともに頭打ちとなっているようです。

しかし、フランスやスペイン、ドイツでは大半の成人がワクチン接種を終えた一方、ブルガリアやルーマニアなどの一部東欧諸国では、それぞれ成人の20%及び32%に留まるなど、加盟国の状況には依然として開きがあるようです。

したがって、この先数ヶ月間で、社会がウイルスをコントロールする能力に関しては幾らか慎重な楽観視をすることが適切であるように思われます。全体としてはポジティブな見方を維持しており、「新学期」相場の中でリフレ・テーマが更に進展することを期待しています。

Google辞書によれば、「一時的」の定義は「永久的でない」とのことですが、真に永久的なものなどないことを踏まえると、一時的という言葉自体、やや意味を成さないようにも思えます。物価への圧力が弱まる兆しが見られない中、政策担当者の辞書における「一時的」は、果たしてあとの程度の長さなのでしょうか。

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