

## ロビンフッドとその仲間たちの行進

**個人投資家の資金流入もあり市場は楽観的な動きとなっているものの、基本的に彼らは投資ファンダメンタルズに目をつぶっているようです。**

今年前半は非常に騒がしい半年となりましたが、後半は比較的前向きなトーンでスタートしました。経済に関するニュースは市場を支える内容となり、サプライズ・インデックス（Citi Economic Surprise Index）はここ数日で過去最高水準となりました。

一方、新型コロナウイルスのワクチン及び治療薬への期待が、米国の南西部及びエマージング諸国における感染拡大への懸念を埋め合わせているようです。

市場を支援する政策が継続されるなか、主要金利はレンジ内の動きが続きました。クレジット・スプレッドは、業績発表を前にブラックアウト期間に突入していることで新規発行が減少したため、縮小しました。

欧州では、周辺国債のスプレッドは、欧州中央銀行（ECB）の資産買入プログラムの脅威となっていた独連邦憲法裁判所の問題について進展が見られたことや、復興基金案が数週間のうちに合意に至るという観測によって、縮小しました。

米ドル安もエマージング市場におけるリスク心理の改善に繋がり、悪いニュースがない中で、今のところ市場は新型コロナウイルスに関する不安の壁を登り続けているようです。

### 今年後半を見通すにあたって

最初に頭に浮かぶのは強い不透明感です。この半年間、人生でこれまで経験したことのない時間を過ごし、ハリウッド映画の中でしか見たことのないような災難に見舞われました。

2020年7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）

こうしたイベントやその行方を正しく予想することは誰にとっても難しいことは明らかで、強い確信を持ってずっと先を見通す自信はないはずです。

さらに、先行指標は今後数週間から数ヶ月のウイルスの状況次第になるとわれ、政策、新しい生活様式、医療面での進展によって、うまく感染拡大を抑制できるかに注目が集まります。

第2波の波が小さく、効果的なワクチンの開発が進んだ場合、緩和的な財政及び金融政策が経済回復の下支えとなるでしょう。

このシナリオにおいては、潤沢な流動性と前向きな経済見通しが重なることで、投資家は不安から強欲な姿勢へと移行し、中央銀行はインフレがかなり落ち着いていることで、緩和的な金融環境はロックダウンによる景気後退を埋め合わせるために必要である、という考えの下で市場の活気を許容し、資産価格はさらに上昇することが予想されます。

## 市場の楽観的な動きは夜明け前の微光であるかもしれない

一方、より後ろ向きの見通しを持つことも同等に出来ます。ウイルスの感染拡大によって医療崩壊に陥り、米国で再びロックダウンが実施された場合、ロックダウンが緩和されている他の国においても同時に懸念が高まる可能性があります。

ワクチン開発が順調に進まない可能性もあり、できるだけ早く治療薬が欲しいという期待は高まっているものの、拙速な導入も良くないということは理解出来ます。

こうしたシナリオにおいては、足元の経済回復は夜明け前のわずかな光となり、期待されているV字型の経済回復はW字型、もしくはL字型の経済回復になるかもしれません。この状況においては、さらなる政策支援が必要となって実施されるでしょうが、企業やソブリンのデフォルト増加を防ぐことは難しくなるかもしれず、不安が投資テーマの中核を成すことになるでしょう。

過去のリセッションを見ると、景気後退が始まった時から、数ヶ月後になってようやく市場が底に至るというケースが散見されます。例えば、リーマン・ブラザーズは2008年9月に破綻しましたが、株価の底は翌年3月に訪れました。このときの政策当局も可能な限りの手段を尽くしていました。

ここ最近の米国株式市場の楽観的な動きは、個人投資家からの資金流入が伴っています。株式取引アプリであるRobinhoodを使う投資家は、差別的発言で批判を浴びているプログラマーのデビッド・ポートノイの発言に動き、他の個人投資家は強気相場の気運に乗っており、「バリュエーション」や「ファンダメンタルズ」といった用語への投資の専門家の執着をあざ笑っているかのようです。

しかし、歴史はこうしたデイ・トレーダーには友好的ではなく、ドットコム・バブルの崩壊やリーマン・ショックが起きたように、もう一度こうしたことが起こると考えてしまいます。

## 欧州圏で見られる経済状況の差

相対的に言えば、ウイルス対策と経済再開に関して、ユーロ圏の政策当局は米国よりも良い仕事をしています。欧州復興基金は今月合意に至るとみられ、しばらくは政治リスクのプレミアムが剥げ、コア国に対して周辺国資産のアウトパフォームが続くのにプラスとなるような団結への雰囲気が見られると思います。

しかし、全般的に南欧経済はアンダーパフォームを続けると引き続きみており、多くの人々が遠出をしないことから、夏休みシーズンの観光業は低迷すると考えています。

一部のバーやレストランは、閉店をしていた時よりも再開を目指したことで支出が増えてしまっているという皮肉なことも起きているようです。

そのため、特に失業率が高止まりした場合、経済状況の差が拡大していることで、2021年にかけて国内の新たな政治的緊張につながる可能性があります。

## アップサイドに小休止か

その他では、4-6月期の一部の経済指標は予想されていたものより、かなり良好だったようです。イングランド銀行のホールデン氏が、所得支援につながった政策パッケージのおかげで、4月以降の消費支出は増加傾向にあるとコメントしたことは興味深いです。

米国の例では、一時解雇への寛大な支給、生活保護支給、失業手当などによって所得は増加したとみられ、多くの労働者は職を失うことで一時的に生活が豊かになったようです。

これは良いニュースですが、次四半期には給付がかなり減額されるとみえています。そのため、足元の経済指標の改善は先細りしそうですが、金融資産にとっては、こうした経済指標の悪化と同時に、公共セクターの政策当局が成長予想を上方修正するというのがリスクとなる可能性があります。つまり、その後の政策支援は必ずしも保証されていないことを示すこととなり、実際にホールデン氏は、直近の会合でイングランド銀行が買入額を増額したことは間違いであったと結論づけています。

## 中央銀行の動き

経済指標以外では、当面の間、信頼出来ることは中央銀行による資産買入です。中央銀行のバランスシートは、これまでに発表された政策に沿って、2020年後半も膨らむことが予想されます。

主に投資適格社債や欧州周辺国債といった買入対象となる資産は、こうした資金フローによる恩恵を受けると見えています。

新規発行は今年前半よりも落ち着き、2019年後半と同水準になると考えています。そのため市場ベータ調整後で見た場合、買入対象となっていない資産よりも、なっている資産の方が需給バランスはかなり良くなるとみており、投資適格資産に対しては前向きな見通しを維持する一方、その他資産についてはより慎重な見方をしています。

## ブレグジット交渉期限までのカウントダウンが再び始まる

ブレグジットも今年後半に俎上に載る話題となるでしょう。年末の「合意なし」でのEU離脱に向けて、時計の針は進んでいます。最後の最後で妥協案が合意に至るかもしれませんが、その前には英国とEUは「合意なし」というダウンサイドを実感する段階があり、譲歩が見られるのはその後になってからでしょう。

このことから、現段階では英国資産及び英ポンドについてはネガティブな見通しをもっています。

## 政治と市場の動きに乖離が見られる

米国では、大統領選挙が徐々に迫っていますが、鍵を握る多くの州でバイデン氏が揺るぎない支持を伸ばしているようです。今のところ、株式市場では民主党勝利の可能性による混乱は見られませんが、投票日が近づくにつれて米国の政治が市場に大きな影響を及ぼすこととなりそうです。また、中国と米国及びEUとの関係悪化が続いています。

香港の国家安全法成立を受けて、英国は香港市民に英国への移住を認める方針を明らかにしましたが、これを中国当局は快く思わない可能性が高く、香港における状況自体も不安定です。さらにロシア政府がアフガニスタンの反政府勢力に対して、米兵殺害に賞金を支払っていたというニュースによって、米ロ関係もさらに悪化する可能性があり、今後数ヶ月間は地政学リスクが高まる可能性があります。

## エマージング市場に対する見方

この数ヶ月間、多くのエマージング国が資産買入を含む財政と金融での政策を打ち出すことが出来たことには驚きました。政策の柔軟性は強い下支えとなり、かなりストレス下にあった一部の発行体も市場にアクセスすることが出来たことから、新型コロナウイルスがエマージング危機をもたらすという懸念は行き過ぎだったようです。

若年層が多いことから、エマージング諸国は新型コロナウイルスの逆風に強いかもしれませんが、グローバル化の後退と海外からの資本流出によって、今後多くの国が苦しむ可能性があるかもしれません。

勝ち組と負け組が今後数ヶ月のうちに、よりはっきりとしてくるなかで、相対的なパフォーマンス差が広がると予想しています。こうした動きはクレジット債だけではなく通貨にもみられると予想しており、S&P500インデックスと高相関にあったエマージング通貨の動きは、よりファンダメンタルズ主導のものとなって、通貨間の相関は低下するとみています。

## 短期的な見通し

ウイルスの感染拡大とそれによるロックダウンが米国で実施されなければ、市場は前向きな一ヶ月のスタートを切ると予想していました。

この数日、バーやレストランを閉じ、多くの州で経済再開を遅らせる措置が取られています。しかし、今のところ、感染が拡大しているのは若年層で、死亡率は低下しているという見方が根強いようです。こうした状況が続き、経済指標は改善し、さらなる財政支援策の話題が上る中で、資産価格にさらなる上昇が見られることは不思議ではないとみています。

この考えは簡単に覆されるかもしれませんが、いま広がる慢心が反転するには、より劇的な何かが必要である気がします。

政策による支援を直接的に受けるリスク資産への、やや前向きな見通しには今のところプラスになると思いますが、どれだけこの状況が続くかはわからないため、ポートフォリオ構築においては、不透明感の高さを反映したポジション・サイズにすることが要であると考えています。油断をしてマスクを口ではなくアイマスクとして使ってしまう、前が見通せなくなることだけは避けないといけません。

## 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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマージング短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマージング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略：年率 0.75%（税抜）

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をご覧ください。

### ■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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、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、当社による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をご遠慮下さい。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。