



## ワクチンへの期待がウィルスへの懸念をマスクする

ワクチンのポジティブな治験結果を待つ一方で、インフレが再び話題となっています。消費者物価の動向は議論となり続けていますが、状況の改善のために消費者がその負担を背負うこととなるでしょう。

先週も、新型コロナウイルスのワクチン開発に関する前向きなニュースが見られたことを受けて、リスク資産は上昇しました。ファイザーに続いて、モデルナやオックスフォード大学で開発中のワクチンについて、前向きな結果が示されたことが報じられました。ワクチンへの期待が感染者数の増加に対する懸念を上回っていますが、治療法の進歩によって生存率が高まって死亡率がやや低下していることも、一助となっています。

医療崩壊を招くような感染爆発は見られていないことから、完全なロックダウンへのリスクは後退していると思われます。ソーシャル・ディスタンスとマスク着用によって、感染は抑制されてきていますが、再び感染が加速するリスクは存在し続けています。しかし、今のところ第2波への懸念は冬に持ち越されたようです。ワクチンがそれまでに開発されていることが期待されます。

### ナスダック総合指数が堅調な一方で欧州株は低迷中

将来の経済及び金融市場の行方については、新型コロナウイルスに関する話題が左右する状況が続いています。ロックダウンが解除されるなか、5月及び6月の経済指標は多くの予想を上回り、急速な経済活動の回復を示す内容でした。

欧州ではこのモメンタムが7月まで続く可能性があります。米国では落ち込みが予想され、結果に差が出るとみています。

2020年7月17日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者 (CIO)

とはいうものの、中長期的には相対的に米国経済の方が強いとみています。この点においては、米国のテクノロジー企業が主導権を握っていることは重要な要因で、実際にナスダック総合指数が年初来17%上昇しているのに対し、欧州株は二桁のマイナス・リターンとなっていることは対照的です。

こうした点から、この数日のうちに欧州復興基金に関してポジティブな結果がもたらされた場合は特にそうですが、短期的に米ドルに対してユーロが上昇することは驚きではないかもしれませんが、中長期的に構造的な米ドル安が続いたり、米国の例外的に強い経済成長が終焉したりする可能性は低いと考えています。

## 英国の経済後退について

相対的な英国のアンダーパフォームも続いています。5月のGDP成長率は4月の前月比-20.3%から、+1.8%とわずかに上昇しましたが、その他の経済圏を大きく下回る水準となっています。

6月により高い経済成長率が見込まれますが、仕事への復帰に英国は遅れを取っていると感じます。政策当局からの矛盾したコメントが混乱を招き、欧州の国と比較してかなり高い感染率が続く中で、都市部は砂漠化しています。

文化面から考えると、絶対主義や他国による支配の歴史を持たない米国や英国といった民主主義国においては、国民は政策当局からの指示に対してより批判的な態度を取る傾向があるのかもしれませんが、このことが、英国国民がマスク着用へ後ろ向きである理由かもしれません。

思想と表現の独立と自由は、人生のある場面においては競争面で優位性をもたらす長所であるかもしれませんが、ウイルスの感染拡大を抑制する場合においては、どれだけの短所になることが明らかです。

店舗内ではマスク着用を義務化し、違反した場合には罰金が科される新たな法律でこのことが変わるのか、それともこれから数週間でお店に向かう人やオフィスに戻る人の数がさらに減少し、目抜き通りが一層の痛みを被ることになるだけなのか、注目したいところです。

## 業績発表で全てを片付ける

その他には、業績発表が始まりましたが、これまでのところ大きなサプライズはほとんどありません。以前、英大手スーパーのTescoが過去最悪の業績を発表した際に「台所の流し台（Kitchen Sinking；良くないニュースを一か所に集めて、一気に片付けてしまう）」という表現をしましたが、今はまさにそのような状況になっており、広範に悪化が予想されている環境において、企業は悪いニュースを報告することに躊躇はなく、今後の堅調な経済成長によって業績も改善に向かうという期待を示しています。

一方、新規発行はあまり見られず、多くの投資家が不透明感からニュートラルに近いポジションを取る中、閑散とした夏場に向かっていく兆しが見られます。

その点で、ボラティリティ指数（VIX）が非常に高い水準を維持しながらも、米国株の上昇が見られたことは興味深いことです。これは市場、特に個人投資家の間で慢心が広がっているということである程度の説明がつかないのかもしれませんが。

しかし一方で、多くの機関投資家が株価上昇に対して懐疑的で、投資を抑えていたことを示しているのかもしれませんが。グラスを見て、まだ半分空だと思うか、もう半分注がれていると思うか、という違いでしょうが、誰もが自分の考えを裏付けるような材料に不足はありません。

## イールドカーブ・コントロールの誘惑

リスク資産が反発するなかでも、主要金利は狭いレンジ内での動きとなりました。中央銀行はイールドカーブ・コントロールを続けているようで、利下げよりも選好されている政策である資産買入も実施されています。

欧州中央銀行（ECB）の政策会合で特に新しいコメントはありませんでした。欧州での注目は週末に実施されたEU首脳会議に集まりましたが、今回は予算についての議論が中心となったため、想定されていた通り、復興基金への最終合意には至りませんでした。

しかし、骨子の原則合意には至り、詳細は7月末に決められることになると予想しています。こうした背景から、欧州資産、特に周辺国債と投資適格社債については、前向きな見通しを維持しています。

## 欲と懸念が入り混じる

今後数週間は、ワクチンの治験に関するニュースはどちらかと言えば、ポジティブなものになると考えています。経済指標面は比較的静かで、政治面では欧米でさらなる財政緩和策が発表される可能性が高いでしょう。そのため、ロックダウンが必要となるような爆発的な感染が見られない限りは、落ち着いた投資環境になるとみています。

しかし、7月も市場で上昇が続いた場合、8月はより厳しい投資環境になると考えられます。この時点では、ウイルスの感染が徐々に拡大し、米国の経済指標は、現在実施されている感染を抑制するための政策によって落ち込むかもしれません。

そのため、期待が不安に変化し、金融市場では欲が懸念に変わるという状況は容易に想定できません。こうしたことから、中央銀行の政策による直接的な恩恵を受ける資産として投資適格債及び欧州周辺国債をロングしながら、その他の資産については 慎重な姿勢を取っています。夏場に向けて利益を実現し、さらにリスクをフラットに近づける投資機会を探っていく方針です。

## インフレへの道筋を考える

その他、注視しているのはインフレ見通しです。短期的には、燃料価格の下落、消費税の減税、店舗での在庫処分によって、価格が低下してインフレ率はターゲットを下回る可能性が高いでしょう。しかし、今回のリセッションは、需要カーブが単に下方に動いただけのものではありません。供給カーブもまた下方に動きました。

一方、数値の裏付けはないながら、新型コロナウイルス関連でのコスト増に直面している企業は、既にこうした費用を最終消費者に転嫁することを考えているようです。経済が回復するにつれて、中央銀行が当面の間、マイナスの実質金利を維持することを示す中にある場合は、インフレが上昇に転じる可能性があります。

将来のある時点においては、長期債の価格が相当に割高な状況になる可能性があり、英国で30年国債の利回りが0.6%という水準は、政府債務の増加と大陸欧州のどの国よりもたやすくインフレ率が上昇するという一般的な傾向を考えると、低すぎると考えています。

## 英国不動産のバブル崩壊

補足ながら、英国のような国では、ロンドン郊外では経済活動が増えているのに対して、ロンドンは閑散としているといった興味深いまでの対照性が見られます。これは需要のある場所が大きく動いた影響であると思われ、郊外のカフェでは列が出来ているのとは対照的に、ロンドンでは仕事が全くないようです。こうした状況から、コストカットとディスカウントを余儀なくされる企業がある一方、価格を引き上げ利益が増加している企業もあります。

ロンドンの住宅価格はプレミアムが大幅に低下することで下落する一方、多くの人が在宅のメリットを認識しはじめるなか、都市部から離れた土地の価格は上昇する可能性もあるでしょう。

また、インフレに関する話題ですが、空席はたくさんあるものの、飛行機のチケット代が高額であることには驚きました。搭乗日直前のディスカウントがないことにも驚きましたが、ゴミ箱のほうが我々よりも外にいる時間が長いこんな時代には、どこかに行かなくてはならないという切迫感から、文句もなぐ言われたままの金額を多くの人が喜んで払うのかもしれない。

## 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ト戦略：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、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