

## サマーラリーは時間切れ？

8月は静かで穏やかな投資環境が続いていますが、Tik Tokバトルによって状況が一転しそうであるほか、トランプ大統領のより一層不安定な言動も懸念材料となりうるでしょう。

先週は、金融市場にとって比較的静かな一週間となり、ボラティリティの低下によりリスク資産は上昇基調を維持しました。例年この時期になると、多くの市場参加者が休暇でデスクを離れるため、新規発行も少なく、新型コロナウイルス感染症や経済見通しに関しても特筆すべき進展はほとんど見られませんでした。

しかし、短期的には、市場に広がるこのようなアセスメントには慢心が存在するとも言えるかもしれません。

米雇用統計はかなりの不確実性を伴う可能性があり、最も良い状態においてさえ分析が行き過ぎる可能性があるでしょう。本日発表される予定となっている米雇用統計は、経済のV字回復を予想していた人たちの間で即座に懸念材料となる、ネガティブ・サプライズとなった場合、より大きな影響を持つことになるかもしれません。ソーシャル・ディスタンス規制の厳格化などから、週次で発表される失業保険申請件数がここ数週間の米労働市場の軟化を示唆しているため、下振れするリスクはあると考えています。

そんな中、米議会が今週末から正式に夏季休会に入るため、米共和党及び民主党にとって、新たな予算案での合意に至るための期限が押し迫っています。いずれの刺激策でも合意に至らないとは想定しづらく、実際にここ数日間では両者間が近づいている印象もありますが、当コメント執筆時では、依然として多くの課題が残されており、金融市場からの何らかの圧力がない限りは、協議が来週にもつれ込んで不思議ではないとも言えるかもしれません。

2020年8月7日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者 (CIO)

## 夏後半は慎重さが肝心

このような見方から、8月を迎えるにあたっては、より慎重な投資スタンスを採用することが賢明であると考えていました。9月には巨額の新規発行が予想され、発行時に価格面でディスカウントが生じる可能性もあるとみています。したがって、足元では、エクスポージャーを取らないことによる機会コストは比較的小さいと判断しており、流動性が細る夏の市場の中で、悪材料が市場の調整のきっかけになる可能性もあるとみています。

とはいえながらも、中央銀行による潤沢な流動性供給は当面続くと見られ、過度に弱気な姿勢を取ることも適切ではないと考えています。

さらに、超低金利環境下において、中央銀行が資産購入を行う結果として生じる金融的抑圧は、投資家が何とかリターンを獲得しようとする中で、現金をよりリスクの高い資産へと向かわせる傾向にあることも念頭に置く必要があるでしょう。

## 医療システムにおける希望の兆し

同時に、マスク着用の増加や制限の強化などのおかげで、米国における感染者数の増加ペースが鈍化していることから、医療システムが崩壊するリスク及びそれによって更に厳格なロックダウン規制が敷かれるリスクは、短期的には緩和されたように見受けられます。

より一般的に言えば、新型コロナウイルス感染症の生存率がここ数週間で大幅に上昇しているとの医療専門家からの声にも幾らか勇気づけられます。

ある英国での研究結果では、新型コロナウイルス感染により集中治療室（ICU）に入った人で、持病もなかった人が生存する確率は、4月の時点では50%程度であったにも関わらず、足元では99%近くに上昇しているようです。これまで誤りもあつた人工呼吸器を利用した感染症の治療への理解が医師たちの間で深まったことや、患者がうつ伏せになったり、（イブプロフェンを含む）鎮痛剤を利用したりする治療がかなり効果的であることがわかってきたことがその主な要因であるとみられます。

ただし、そのような良好なニュースにも関わらず、「コロナ恐怖症（Coronaphobia）」が収まる気配はいまだ見られていません。例えば直近では、豪ビクトリア州が、新たな感染者の小幅な増加を受け、厳格なロックダウン実施を発表しました。

新型コロナウイルスに関しては、科学者及び政治家たちの間で意見の食い違いが多く見られているものの、同感染症があまりにもグローバルに蔓延している結果、決して根絶されることはないとの見方は、唯一合意がなされていると言えるでしょう。

時間が経てばわかるのかもしれませんが、政策アプローチという意味で、スウェーデンが正しく、ニュージーランドが間違っていたのか、今後歴史によって裁かれることになるでしょう。

## GDP成長見通しはワクチンの開発状況に左右される

欧州の政策担当者の間でも、今のところ感染拡大の第2波に関連した話題が会話の中心となっています。中央銀行による経済見通しは小幅ながら上方修正され、ドイツやフランス、英国のGDP成長は、2022年の初めには2019年末の水準まで回復し、イタリア及びスペインも2022年末頃には回復に向かうとの正式な予測が出されました。

相対的に言えば、これらの予測は概ね信頼度が高いと考えていますが、新型コロナウイルスのワクチンが年末までに承認され、2021年中頃までに広範に行き渡ることが前提とされていると見られることを踏まえると、リスクはどちらかと言えば下方に傾いている可能性があると考えています。

また、イングランド銀行（英中央銀行）による2021年の英国経済の成長見通しに関しては懐疑的にみています。同中央銀行の予測では、2020年に減速したGDP成長が、2021年には減速分と同等のプラス9%成長に回復すると見込まれています。ブルーベイでは、EU諸国との合意の

有無に関わらず、ブレグジットが2021年の英国経済の成長の大きな足かせになると予想しています。

英中関係が悪化しているとともに、米国が当面の間孤立主義的な道のを歩む可能性が高いことを踏まえれば、英国が最終的には再びEUと友好関係を結ぶ方向へと戻る必要性に気が付くことになる可能性は十分にあるとみられます。政策面で困難な課題を抱える時期に、国のリーダーが自らの意のままにその役割を果たす能力を示せていないのではないか、との認識も広がっているように見受けられます。

## 通貨市場の相関関係が弱まる

その他、足元では、為替市場が引き続き投資家の注目を集めています。この一週間程度では、長きに亘って見られてきた市場の相関、すなわち、米ドルが広範なリスク資産と相反する動きをする傾向が、弱まっていく傾向を興味深く見ていました。

投資家が、新興のトレンドと見られる動きにいち早く飛びつく中で、ここ最近米ドルはリスクオフ時にも、リスクオン時にも、軟化する傾向が見られています。また相対的な観点から、政治的リスクの後退がユーロの追い風になっていると見られ、欧州中央銀行（ECB）が今後、足元のユーロ高に対してどのような姿勢を取るかは注目に値するでしょう。

9月の会合において、ECBが成長の減速やインフレ率の低下を予測することで、政策金利の引き下げ、もしくは資産購入額の増額という形で追加金融緩和を求める声につながるかもしれません。ただし、このような動きがファンダメンタルズを大きく変化させることは困難であるとみられます。

前述の通り、ここ数週間で米ドルのショート・ポジションが投資家のコンセンサスな見方になっていることから、8月に市場が反落した場合、米ドルの短期的な反発リスクがあるとみています。しかしながら中期的に米ドル安へと向かいやすい理由は存在します。貿易赤字もそうですが、ここ最近の強気相場が更に続けば、米ハイテク株の上昇が欧州株へと向かい、ポートフォリオの資金が反転する可能性は大いにあるとみているからです。

エマージング通貨は、ここ最近先進国通貨の動きにやや出遅れている傾向が見られます。その一因として、エマージング現地通貨建て債券及びエマージング株式への資金流入が限定されていることが挙げられるでしょう。対照的に、エマージング外貨建て債市場には、過去数か月間で順調な資金流入が見られています。

ブルーベイでは、複数のエマージング中央銀行が今後数週間で金融政策を緩和すると予想しており、そのことがエマージング通貨のパフォーマンスを抑制する一方、現地金利には比較的前向きな投資環境を提供するとみています。その他では、引き続きエマージング市場における相対価値に基づく興味深い投資機会を多く発見しています。新型コロナウイルス危機により、各国の経済パフォーマンスの格差が拡大しているためです。

そんな中、先週はアルゼンチンの債務再編がエマージング市場において最も重要な進展となりました。交渉はやや長期化していましたが、（エクアドル同様に）アルゼンチンにおいても、これで今後のロードマップがより明確となりました。一方レバノンでは先週、首都ベイルートにおいて悲劇的な大規模爆発があり、同国を取り巻く環境は引き続き非常に困難なものとなっています。

## 今後の見通し

多くの良いニュースは既に金融資産の価格に織り込まれているとの印象を持っています。問題は、市場に存在しているかもしれない慢心を取り払うために十分強力なショックがあるかどうかです。

既に述べた通り、経済回復に対する見方を覆しかねない、市場予想を大きく下回る内容の米雇用統計はそのようなショックとなり得るでしょう。また、米議会が追加財政刺激策で合意に至らなかった場合にもその可能性はあります。

しかし、秋を迎える中で米政治的リスクが高まることを踏まえると、リスクオフのきっかけは米中関係などの分野からもたらされる可能性もあるでしょう。米中間では、第一段階の貿易合意における進展（もしくはその進展のなさ）を協議するための会合が今月中旬に予定されています。ホワイトハウス（米政府）は、この合意をリスクに晒し、株式市場の下落を招くことを避けたいとはみられますが、時間が経つにつれ、トランプ氏がより不安定かつ自暴自棄になる可能性はあると言えるでしょう。

明らかに、トランプ氏が大統領府を黙って立ち去ることは想像しづらく、したがって我々は、予期せぬことを予期する必要があるかもしれません。

そんな中、米国企業である限りは、企業が個人情報盗むことを認めているかのようなソーシャル・メディア企業に対する米国の政策も、血気盛んな中国政府による反発につながる可能性が大きいでしょう。

8月は、静かで穏やかな1ヶ月となるかもしれませんが、一方で、「Tik Tok（ティックトック）」で若者に人気の）チャーリー・ダメリオのお決まりのダンスのように、結果として荒涼とした“Savage”な1ヶ月となる可能性もあるでしょう。

## 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	Emerging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