



武漢のプールパーティー

事態は元通りであると中国は判断したようですが、その一方で西欧諸国では、閑散が続く夏相場の中、選挙やバカンスに関心が移っています。

先週も、比較的静かな市場が続き、資産価格は方向性を欠いた動きとなりました。

米国では、財政刺激策の協議に幾らか進展の兆しが見られたことが投資家心理の下支えとなりました。ただし、追加支援策の発表が遅れていることが、8月の経済指標の重石となり始める可能性は十分にあるとみています。経済指標は過去数か月間に亘って急回復してきましたが、足元では、比較的頻繁に発表される雇用関連及び消費関連の指標において、回復ペースがやや鈍化し始めたことを示唆する統計が増えつつあります。

先週発表された米連邦公開市場委員会（FOMC）議事録において特段目新しい材料はなく、（前週末に予定されていた）米中の通商協議も延期されました。今後、米大統領選のキャンペーンが本格化していく中で、中国を敵対視する言動は増える可能性もありますが、両国の「第一段階の合意」が覆されるリスクは低いとみています。

欧州では、新型コロナウイルスの感染者数の増加により、移動に関連した制限がより厳格化し、フランスでは、全ての職場においてマスクの着用が義務付けられることとなりました。このような流れは、従業員を職場に戻し、経済活動の正常化を目指す政策担当者の試みの妨げとなるかもしれません。

より一般的に言えば、欧州の北部と南部の経済格差が拡大する余地があり、経済的なストレスが今後、政治的ポラリティの高まりにつながらないかどうかを見極めることが重要になるとみています。

政治的な話題

今後数か月間はワシントンDCにおけるイベントが投資家の最大の関心事の一つになるでしょう。先週は、米民主党の（バーチャル）党大会が開催され、ジョー・バイデン氏及びカマラ・ハリス氏が

2020年8月21日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

それぞれ、民主党の正副大統領候補として正式に指名されました。

これまでのところ、支持率において民主党が共和党を大きくリードしているようですが、ここ数日間では、特に上院選に向けた支持率でその差が縮小している印象があります。

結果として、ブルーウェーブ；青い波が起こる、すなわち民主党が完全勝利を収める（大統領選、上院選、下院選の全てで勝利する）可能性は低下しているとみられます。現段階では、民主党の勝利は依然として基本シナリオではありますが、今後数か月間で多くのことが起こりうることは事実で、民主党支持者の間では、バイデン氏が口を開くたびに支持が失われていく可能性への警戒感もあるようです。

一方共和党陣営は、トランプ大統領の40%の支持率を伸ばすために出来ることは限られていると見切りをつけ、バイデン氏の支持率をトランプ氏と同等の水準まで引き下げるために、バイデン氏を攻撃する戦略に舵を切った模様です。

郵送による投票の処理を難しくすることや、投票所での待ち時間を長くし、無党派層の足を投票所から遠ざけることで、投票率を抑制したいという思惑もトランプ氏にはあるとみられ、選挙当日に有権者はその思うつぼとなる可能性もあるでしょう。実際前回の大統領選において、ヒラリー・クリントン氏が敗北する一因となったのは投票率が低かった複数の激戦州であったと言えます。

今回も、米有権者はそれほど愛していない二人の候補者から一人を選ばなくてはいけなくなるようです。米国の選挙関連の話題は、今のところ金融市場にそれほど大きな影響を及ぼしていません。ただし、秋を迎え、政治的な話題が熱を帯び始めれば、状況が変わる可能性は十分にあるとみています。

悪化の一途をたどる

米国政治がある種の壮大なスペクタクルのように見えたとすれば、英国政治はまるで茶番劇のようです。今回は大学入試の統一試験において、政府が方針撤回に追い込まれるという大失態がありました。英政府の方針は、次から次へとつまづいてばかりいるようです。

ブレグジットの交渉が再開される中、少なくともEUとの規模を縮小した合意（スキニー・ディール）が可能かもしれないとの期待が広がっています。ただし、ブレグジットの現実が押し寄せる中、依然として解決すべき、もしくは妥協点を見出すべき問題は多く残っているようにも見えます。これまでのジョンソン政権の姿勢は、「失敗する可能性のあるものは、実際に失敗する」と表現することが出来そうです。

ブルーベイでは、9月には英国とEUが合意に至る可能性が高いと見ていますが、その勝利ですらも、短命に留まるかもしれません。したがって、足元では英ポンド及び英国資産に対する比較的後ろ向きな評価を維持しています。

そんな中、先週発表された英国の力強いインフレ統計は、他のG7諸国との比較において、英国ではインフレ率が上昇しやすい傾向があることを改めて際立たせるものでした。ただし、8月に実施されていた「Eat Out to Help Out」キャンペーンの結果として、レストランでのイートイン料金が大幅に値引きされたことから、来月発表されるインフレ統計は一時的に反落する可能性があるでしょう。

また、失業率の上昇もインフレ圧力の低下につながる可能性があります。来年の見通しが良好となれば、中長期的には、英国長期債の利回りが他の市場と比較して大きく上昇する余地はあるとみています。

市場は夏の小康状態

今月は、社債市場にとって特に静かな1ヶ月となっており、新規発行額が抑制されている中でスプレッドはじわじわと縮小しています。ただしその例外が米国ハイ・イールド債市場で、驚くべきことに今月に入ってから起債が活発化しています。米国株式市場が史上最高値を更新するなど、ここ最近

の比較的穏やかな市場環境を踏まえ、9月に予定されていた複数の起債が前倒しとなったためです。

新規発行による既発債の価格調整により、米国ハイ・イールド債の代表的な指数のスプレッドは月初来でやや拡大していますが、ハイ・イールド債のCDS指数のスプレッドは同期間で縮小しており、スプレッドの変動において、需給面が果たす役割の大きさを物語っています。

このような状況を踏まえ、ここ最近では多くの社債ポジションの利益を実現し、投資適格債市場で9月に予定されている新規発行に備えるために、引き続き社債のクレジット・リスクを低位に留めています。今回の発行額は、数カ月前との比較ではそれほど大きな額ではないかもしれませんが、リスクを積み増すための投資機会はあるとみており、現段階ではそのチャンスを伺うことを選好しています。またソブリン債市場においても新規発行額の増加が予想され、同市場でも、現状保有しているエクスポージャーの削減を検討しています。

ここ1カ月程度を振り返ると、米ドル安基調が続く為替市場に投資家の注目が集まっていました。先週は、米ドルがユーロに対して最安値を付ける展開となりましたが、米ドル安トレンドは、当初の勢いの大半を既に失っているようにも見えます。エマージング市場では、米ドル安の中でもエマージング通貨が出遅れており、年初来でエマージング現地通貨建ての債券及び株式に目立った新規の資金流入が見られない中で、同資産クラスが直面する根本的な課題の一部を浮き彫りにしていると言えそうです。

先週は、ベラルーシにおける政治的リスクが表面化したことが、ロシア・ルーブルの重石となりました。ミンスクにおける進展は、ロシアの介入リスクを高め、更に国際的な制裁や資本流出などにもつながりかねないためです。

またその他では、ルーマニアにおいて政治的混乱が見られ、仮に年金支給額削減に向けた動きが反転するようであれば、同国が格下げされるリスクが生じています。より広範に言えば、コロナ・ショックによって、各国の政策担当者が国民への影響を抑制することを目指す中、それぞれ異なる手段を用いている様子は興味深いと考えています。

今後の見通し

今月に入ってから見られている比較的静かで穏やかな市場環境が、来週に掛けて続いたとしてもそれほど不思議ではないと考えています。月末にはジャクソンホールにおける金融政策関連の（バーチャル）会合が予定されており、投資家は米連邦準備制度理事会（FRB）が行っている金融政策の枠組みについてのレビューに関連した何らかの発表があるのではと注目しています。ただしFRBが、これまで長きに亘って価格が目標を下回ってきたことを埋め合わせるため、インフレ率が目標をやや上振れることを許容し、次のサイクルでは金融政策面で「後手に回る（ビハインド・ザ・カーブとなる）」ことを検討する可能性があることを既に明らかにしている中、それほどサプライズはないとみています。

その他米国における注目材料は、財政協議の継続になると見られ、レイバー・デイ（9月の第一月曜日）前には総額約1.5兆米ドルの案で合意に至る可能性はあるとみています。欧州では、いまだ多くの市場参加者が夏期休暇中です（バカンスを過ごすビーチに渡航可能な一部の人は、実際にデスクを離れている状態でしょう）。

市場参加者はまるで、9月に市場が息を吹き返すことを待っているかのようで、新型コロナウイルス自体への注目は失われつつあるかのようです。感染者数は日々発表されているものの、人々は徐々に「withコロナ」の生活に慣れ始めたのかもかもしれません。また同時に、臨床医による治療がより効率化し、ウイルス自体が致死性を弱めた形へと変異している兆候も見られる中で、死亡率は継続的に低下しています。医療システムもひっ迫している状態になく、多くの国において、病院が不気味なほどに静かになっているようです。

次第に、ウイルス自体というよりも、ウイルスへの恐怖の方が致命的になり始めている向きすらあるように見受けられます。一部では、今がまさに嵐の目の中で、感染拡大の第2波になるとの見方もあるようですが、米国では感染拡大のペースが鈍化しており、今後より厳格なロックダウン規制があっ

たとしても、国家レベルではなく、ホットスポットを対象とした局所的なものになると予想されています。

そんな中、先週武漢で撮影された、大型プールでの音楽イベントに多くの人が集まっている写真は、日常が取り戻される様をありありと物語っていました。わずか数カ月前には同情の念すら抱いていた場所に対し、今となってはある種羨望の目を向けることが出来るということを実感し、写真を見た人は思わず苦笑してしまうと思います。いかに短期間で物事が変化しうるかを痛感させられます。

「ソーシャル・ディスタンス」という言葉が死語になる日が来れば喜ばしいのですが、「海が静かになったその時、最も危険なリスクが待っていた」という一節も重要に思えます。ロックダウン期間中に、子供たちと「ジョーズ」の映画を見過ぎてしまったせいかもしれません。

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主な手数料や費用等は以下となります。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