



## 病への治療法なし

**今後数年間に亘って金融抑制が続き、主要国の政策金利は当面に亘ってゼロ近辺もしくはゼロ未満に留められる可能性が高そうです。**

先週は、株式市場が週の初めに前週の下落幅を一部取り戻す動きが見せたものの、水曜日の米連邦準備制度理事会（FRB）会合をきっかけに再び弱含む展開となり、結局前週末比ほぼ横ばいで週を終えました。

パウエルFRB議長はFRBの緩和的な姿勢を再び強調し、引き続き成長回復を支えるため、可能な限りあらゆる政策手段を尽くすことに注力していく姿勢を見せました。仮に補完的な財政緩和がもたらされず、経済指標に鈍化の兆しが見られたとすれば、FRBは次回会合において資産購入を増額させる可能性もあるということを意味しているとみられます。

たとえ使うべき手段でないことがわかっていたとしても、金融政策はFRBが自由に使うことのできる唯一の手段であるという考え方のようです。追加の資産購入は資産価格の更なるインフレの引き金になりかねず、ウォール・ストリート（金融業界）とメイン・ストリート（金融以外の産業、いわゆる実体経済）との格差を広げる可能性があるでしょう。

しかし、現段階では、金融システムの不安定化はFRBの懸念材料には挙がっていないとみられ、失業率が高止まりし、賃金見通しも鈍い中、資産価格のインフレがより広範な価格インフレにつながっている兆候はほとんどありません。

しかし、過去6か月間に亘る右肩上がりでの上昇によって大儲けしている人たちがいると見られることは事実で、仮により投機的に目先の利益を追求する投資行動が加速した場合には、反対方向の取引を検討する良好なタイミングであると言えるかもしれません。

2020年9月18日



**マーク・ダウディング**  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

## 欧州の感染状況

欧州市場にとって、先週は比較的静かな一週間となりました。新型コロナウイルスの感染者数増加に対する懸念は、死亡率の低下や医療体制の逼迫を示す兆候がほとんどないことなどによって一部払しょくされる形となりました。

欧州全土で、大人数での集まりを制限するなどの追加の政策が敷かれ、全体的に一定の政策対応がなされたと言えます。そんな中、危機当初からロックダウンという発想を避けてきたスウェーデンは、引き続きその他欧州の国のトレンドに逆らう動きを見せており、先週の半ばには新規感染者数がゼロに減少しました。

## 英国にとっての闘い

一方で、英国の（ブルーベイの見方では）場当たりのかつ不調和なアプローチは、欧州の中でも際立っているように思えます。悲惨なことに再び検査体制が整わない状況となっているほか、家庭内での集まりを最大6人までに制限する「6人ルール」などの決定は、精神的なメリットをもたらすよりも、むしろ恐怖感や混乱を煽る一方であるとみています。

他の欧州の国と比較して、英国では従業員がオフィスに戻るペースも大幅に遅れており、世界的に見て公共交通機関に依存する大都市ほど影響を受けやすいことは事実であるものの、ロンドンの継続的な人けのなさは異様にも映ります。

英国政府は、国民に安心して職場に戻っても大丈夫であると伝えるか、家に居続けて安全を確保すべきと伝えるべきか、混乱しているようにも見受けられます。

## 市場の動き

社債及びユーロ圏国債の動きは、株式市場の投資家心理をなぞる展開となり、スプレッドは週初に縮小したのち、週末に掛けてやや拡大する結果となりました。季節的に新規発行が増加しているものの、底堅い需要が見られていることから、当初の一見魅力的な売り出し価格が、多くの申し込みを背景に大幅に修正されたのち、セカンダリー市場とそれほど変わらない価格でオフアールされるケースが頻繁に見られています。

多くのセクター及び発行体のスプレッドが、すでに2019年末の水準まで戻っています。割安な投資機会は引き続き見られるものの、より一般的に言えば、年初来で純負債倍率が上昇し、格上げに対する格上げの比率が明らかに上昇していることを踏まえれば、過度に強気な見方を取ることは困難となっています。

金融政策の下支えによって今後も金融抑圧が予想されますが、ここ最近の力強い上昇と踏まえ、市場を後追いするよりは、押し目買いをし、高値で売る投資スタンスがより賢明であると考えています。

## ブレグジットの傷

英国では、EUとの離脱協定を反故にし、国際法に違反にする計画を打ち出していた英政府が、当初の段階でEUがこれを破らない限りは、英国側が離脱協定を反故にすることはないと宣言し、歩み寄りを見せる可能性がうかがえました。この結果、英国に対して最も弱気になるタイミングは通過した可能性があるかとみています。

ブルーベイでは、EUと英国が今後一か月間で互いに譲歩し、限定的な貿易合意に至ることを基本シナリオとして考えており、仮にそうなった場合、「合意なき」離脱リスクが高まっていた状態を踏まえ、市場に安心感がもたらされるとみています。

結果として、先週は英ポンドのショート・ポジションを解消し、利益を実現しました。次に英ポンドで構築するポジションは、英国とEUが譲歩するタイミングが近いとの確信を持ってた際に構築するロング・ポジションとなる可能性が高いとみています。

合意においては、10月中旬がその重要な期限になるとみられ、現実的には、（見苦しい「合意なき」シナリオ下においても）国境地点に必要なインフラを整備するために追加の「導入期間」が必要になる可能性があるかとみています。結果として、ここ最近の一連の出来事が、当初危機感を演出し、その後方針を転換するというドミニク・カミングス氏（英首相の上級顧問）の交渉手段の一部であったと結論付けられることを祈っています。

とは言いながらも、このような考えに対する確信を深めるためには、依然として多くの証拠を確認する必要がありますとみています。

## 「トルコの喜び（ロクムというトルコの伝統的なお菓子）」はなし

先週は、エマージング（EM）市場が比較的底堅く推移しました。中国では、経済指標が堅調な内容であったことが対米ドルでの人民元の上昇につながりました。また、比較的ハト派的なFRBの姿勢を受けて、その他のEM通貨も米ドルに対して上昇し、EM通貨は全般的にアウトパフォームしました。

新型コロナウイルスのワクチンが開発されるまで残り数週間であるとの期待感も、EM資産に対する投資家心理を押し上げました。ただし、仮にワクチンが開発されたとしても、当初の供給分は先進国によって買い占められ、EM国へのワクチンの普及までには時間が掛かる可能性もあるでしょう。ワクチン開発の進展は、観光業に最も依存する経済により大きな恩恵をもたらすと言えるかもしれませんが。このような見通しを踏まえ、足元ではタイ・パーツのショート・ポジションを解消しました。

その他のEM国では、中央銀行の準備高が枯渇する中、引き続きトルコが市場の注目を集めました。ブルーベイでは、政策ミックスの変更がトルコ・リラ相場に安定をもたらす可能性はあるものの、高金利及びひっ迫した信用状況が成長に影響を及ぼすとみています。より広範に言えば、トルコの銀行や、トルコに対するエクスポージャーの大きい欧州の金融機関に対して、慎重な見方をしています。

## 今後の見通し

ロックダウン解除後に経済が回復する中での、当初の景気回復には減速の兆しが見られています。コロナ危機により最も大きなダメージを受けたセクターが更に回復するためには、ワクチンの普及が必要であると考えており、2021年にはそのような展開になることが期待されます。

目先は、年末を迎えるにあたり、米国（当初の刺激策が期限切れとなるため）及び英国（一時帰休手当の終了）の財政削減がダウンサイドのリスク要因になりかねないとみています。その結果、FRB及びイングランド銀行（英中央銀行）はともに緩和的な姿勢を維持するとみられ、ユーロ圏でも、インフレが低位に留まり、ユーロ高が先行き見通しの重しになりかねないとの懸念が募る中、欧州中央銀行（ECB）がハト派寄りの姿勢を維持するとみています。

振り返ってみれば、割安なバリュエーションやマクロ経済指標の改善、追加の刺激策に象徴されるスイート・スポットは既に過ぎ去っていると言えるでしょう。足元ではバリュエーション面での魅力は大幅に薄れ、緩和的な金融政策のみが資産価格の更なる上昇をもたらすのか、もしくは価格調整の向きが強まるのかを見極めるにあたっては議論の余地がありそうです。

ワクチン開発に関連した発表は、リスク資産の更なる上昇を促す要因になるかもしれませんが、これはすでに広範に予想されており、多くの良いニュースは既に多くの資産の価格に織り込まれているとみています。年末までには米大統領選挙やブレグジットが主要なリスクイベントとして控えており、直感的には、過去6か月間に亘り好調なパフォーマンスを続けてきた市場が、手放しの状態で上昇基調を維持出来るとすれば驚きでしょう。

## 長期戦を見据えた運用

下落時を狙って投資し、一定の辛抱強さを維持することが、現段階では最も賢明な投資姿勢であると考えています。同時に、バリュエーションに囚われすぎること危険であると感じており、主要なグローバル経済においては、今後数年間に亘って政策金利がゼロ近辺もしくはゼロ未満に留められる可能性が高いということも念頭に置くべきだと考えています。

金融抑圧は当面の間続くとみえますが、価格を後追いしたり、誤った価格でリスク資産をつかまされたりする危険も伴うと言えるでしょう。マンチェスターで見られた、蛇をマスク代わりにしている人ほど危険ではないかもしれませんが、結局のところ、治療よりも予防の方が良いとは一概に言えないのかもしれない。

## ディスクレーム

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	イマージング債	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