



第2波の不安

先週は、週を通してリスク資産に圧力が掛かり、株式市場は夏の後半に掛けての上昇分を失う展開となりました。新型コロナウイルスの感染者数が増加し、北半球が冬を迎えようとする中で、感染拡大の第2波に対する警戒感が高まり始めました。

欧州では、多くの国で地域的なロックダウン（都市封鎖）や、ホスピタリティ業種での規制強化が導入されつつあります。英国では、政府がその姿勢を180度転換させました。わずか一カ月前には従業員をオフィスやレストランに戻すことを目指していたものの、今では人々のステイホーム・モードが来春まで続くことを奨励しています。このような方針転換を背景に、英国では、失業率の大幅な上昇を回避するための追加の財政刺激策が発表され、内容は過去数週間で他の欧州諸国が発表したものと概ね同様でした。

これとは対照的に、米国では、政治的対立や意見の食い違いから、追加刺激策の見通しが現段階ではほぼ絶望的となっています。何らかの政策的動向の発表は、11月の大統領選後まで待つ必要があるようにも見えてきました。

しかし、新政権は2021年の初めまで発足しないことから、多くの支援策が期限切れを迎えている中、財政の崖が家計所得に深刻な影響を及ぼす可能性が懸念され始めています。

追加資産購入の可能性

米連邦準備制度理事会（FRB）高官も先週、経済状況を下支えするための財政政策の必要性を強調しました。実際のところ、既に事実上のゼロ金利政策を導入し、利回り曲線もかなりの低水準に留められている中、米連邦公開市場委員会（FOMC）がさらに政策を緩和させる余地は限られていると言えるでしょう。

仮に経済指標が今後数週間で悪化した場合、FRBは11月に資産購入プログラムを強化する可能性が高いと見られ、購入対象としている債券の満期を引き延ばす可能性があるとしています。

2020年9月25日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

のような動きは資産価格の安定につながるかもしれませんが、現実的には、経済状況を改善するために及ぼす影響は比較的軽微となるでしょう。

より一般的に言えば、FRBはハト派寄りの発言をし、インフレを促すよう試みることは出来ると思われませんが、量的緩和（QE）が最後の砦としてのヘリコプター・マネーの方向へと向かっている中、FRBがより急進的な政策アプローチを容認する準備がない限り、インフレをもたらすために実際に出来ることは比較的限られていると思われれます。したがって、資産価格は値上がる一方であると予想し、過去数か月間に亘ってリスクを積み増してきた投資家は、押し目買いが常に勝利の投資戦略ではあるものの、いずれは損失が積みあがっている中での降伏を余儀なくされ、機能しなくなる日が来るということを改めて認識するかもしれません。

それは市場が必ずしも下落を続けるということの意味する訳ではありませんが、リスクが積み上がっていることは事実でしょう。また、中央銀行的な視点からすると、大統領選が数週間後に迫っており、政治的圧力に屈したと非難されるリスクを踏まえると、FRBが介入し、早期に市場を下支えするとは想定しづらいとも言えます。

最終的には、誰が大統領選に勝利したとしても、米国では2021年を通して巨額の財政緩和が実施されるとの見方に確信を持っています。またワクチンの開発見通しにも自信を持っていますが、年内に広範に行き渡ることに対しては懐疑的な見方をしています。したがって、中期的には弱気になりすぎることは難しいものの、夏場を通して金融資産の価格が上昇の一途を辿ったように、現段階ではここ最近の調整が依然として続く余地があると考えることが妥当であると思われれます。

ワクチン開発関連では、11月に何らかのヘッドラインがあっても不思議ではないと考えており、完全に承認されたか否かに関わらず、大統領選前にトランプ氏がワクチンの完成を手柄にする可能性もあるとみています。その場合、一時的な市場の反発が予想されますが、当初の楽観的な見方が続くかどうかは不透明です。物流面での課題や新たなワクチンの買い占めなどの現実が押し寄せることで、ソーシャル・ディスタンスに関連した規制の早期解消見通しが低下する可能性があるためです。

ただし、依然として多くが、その時点でのウイルスの感染見通しに依存する可能性もあるでしょう。例えば、足元の死亡率が春に確認された水準を大きく下回っていることは驚くべき事実であり、ウイルスが弱体化していく中で、今日人々が抱いている警戒感の一部は、過剰であったという場合も十分にあり得ると言えるでしょう。

欧州の緩和延長はコンセンサス通りとなるか

そんな中ユーロ圏では、直近発表された購買担当者景気指数（PMI）が、夏場に掛けての当初の需要の回復から、経済が失速し始めたことを示唆しているようです。

多くの点から、このような傾向にそれほど驚きはなく、継続的なコロナ危機によって深刻な影響を受けている旅行やレジャーなど、多くのセクターが存在することは明らかです。これにより、欧州中央銀行（ECB）が12月の会合において、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を2021年後半まで延長するとの見方が強まっています。

ただしブルーベイでは、これに関してコンセンサスが形成されるかどうかは、それほど単純な話ではないと考えています。欧州の状況を見渡すと、ドイツ及び他の北部の国が、南部の国よりもかなり持ち堪えていることは明らかであると見られ、PEPPが既に来年の6月まで予定されている中、その時点までにパンデミックが概ね収束しているという望みがあります。

ユーロ圏のソブリン債スプレッドが年初来で最もタイトな水準に近い中、ECBが急いで行動を起こす緊急性があるとも言いつらい状況です。ECB理事会の一部が、PEPPに関する決定を3月の会合まで遅らせる可能性もあるとみており、このような展開は周辺国資産に対する投資家心理の重石となり得るでしょう。

したがって、金融政策と財政政策、国内及びEUの政治的進展が全てスプレッドの追い風となるスイート・スポットを確認した今が、周辺国資産の利益を実現し、ニュートラルのスタンスに移行する良好なタイミングであると判断しました。ただし今後の下落局面においては、再び投資機会が訪れ

る可能性があるともっています。

市場のアップデート

9月の社債発行額は例年通り大きくなり、年末に掛けては幾分落ち着くとみられます。中央銀行が投資適格社債の購入を続ける中、投資適格社債のスプレッドには十分な下支えがあります。ただし、株式市場の動きを背景に、低格付け社債のスプレッドは拡大基調となりました。

ブルーベイでは、投資適格社債全般に対してやや前向きな見通しを維持していますが、市場の方向性に頼るよりは、発行体レベルでの相対価値に基づき、リスクを取る方針としています。新発債を通じてリスクを積み増した一方では、CDS指数を利用してヘッジ・ポジションを構築しています。合成指数と比較した場合、現物債により投資妙味があると判断しているため、需給面は引き続き現物債の支援材料になるとみえています。

その他では、夏場にスプレッドが大きく縮小したことを踏まえて、エマージング債券に関してはより慎重な見方を持っています。各国のファンダメンタルズや実行される政策的な選択肢の相違によって、エマージング国間の格差は拡大し、より不均一になっていくとの見方を維持しています。

為替市場では、投資家のリスク選好が後退する中、米ドル高基調が見られました。PMIも今後の経済見通しにおける分岐を示唆し、ユーロ圏に対する米国経済のアウトパフォームが改めて確認されることになりそうです。

また、堅調な経済指標を背景に、人民元が上昇し、アジア通貨も総じて上昇基調となっています。ただし、エマージング通貨全体で見ると、今月初めの上昇幅を早くも失い、EM現地通貨建て債指数における通貨のリターンは年初来で再び2桁のマイナスとなっています。

英国では、EUとの貿易交渉に好転の兆しも見られ始めたことが、新たなロックダウンに関連して英ポンドに漂っていた負のムードを一部払しょくしました。

「合意なき」離脱となった場合に想定される貿易のこう着状態は、新型コロナウイルスによって既に崩壊寸前にある英経済にとって新たな打撃となり兼ねず、警戒感が高まっていることを踏まえ、10月中旬までにEUとの貿易交渉が妥結されることを祈っています。英国の成長見通しを踏まえると、上昇幅は抑制されるかもしれませんが、貿易合意によって英ポンドには上昇の余地があるとみえています。

広範に言えば、ここ最近の辛抱強く、様子見の姿勢を取るアプローチは概ね報われたと考えており、今のところは、規律を維持しながら、下落局面で買い、上昇局面で売る方針を維持したいと考えています。クレジット債のスプレッドがより圧力下に置かれた場合には、ヘッジ・ポジションを巻き戻すことが適切かもしれませんが、急いでそのような行動に出る必要はないとみえています。

今後の見通し

過去数か月間は市場の需給面がファンダメンタルズやバリュエーションを凌駕していたと捉えることが出来るでしょう。株価上昇に一役買っていた米国の個人トレーダーの存在が、需給面を予測し、より確信をもって理解することを困難にしていたと考えており、現段階では、特段目新しい材料がない中でも、株価が数週間のうちに10%上昇もしくは下落したとしても何ら不思議ではないと考えています。

最終的には、政策支援や2021年の見通しの改善を背景に、足元の市場の調整が極端に長期化することはないと考えています。ただし、北半球で寒さが増していく中、今年3月のような相場環境に対する懸念は、足元で利益を失い始めた個人トレーダーを怖気づかせるには十分であるとみられます。

多くの資産配分担当者は、既に株式及び債券資産におけるクレジット債のオーバーウェイトを移行させ始めたこととみられ、その変化が急激に起こるとは想定しづらいものの、バリュエーションが数か月前と比較して既にかかなりの魅力を失っている中で、待機している資金にどれほど下落局面で買う意欲

があるかどうかも見極めづらいと言えるでしょう。

仮に市場が下落した場合、明らかに中央銀行のせいではありませんが、市場は彼らに行動を促すために、その矛先を中央銀行に向けやすいとみられます。事実として、経済は少なくとも来年後半までは2019年末の水準への回復が難しいと見ています。

その理解が進めば、経済回復を上回るペースでの金融市場の上昇にも限界があるということも認識されるとみています。したがって、次四半期を迎えるにあたり感染拡大の第2波を巡る懸念は警戒すべきですが、辛抱強く待ち続けければ、幸せな時間がいずれ訪れると願っています。最終的には、(英国の風刺人形劇の最新シリーズで風刺されたジョンソン氏、トランプ氏、プーチン氏のように)信頼に値するリーダーが、このような試練の時に私たちを導いてくれると願いたいものです。

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	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、契約資産の内容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