



青い波、第2の波・・・サーフズ・アップ！

目先の市場において新型コロナウイルスと米大統領選は中心的な話題となるでしょう。いずれも結果が決定的というにはほど遠いものの、少なくとも後者に関しては、世論調査で「青い波」が来る可能性が示唆されています。さらに珍しいことに、（少なくとも今のところは）そのことがリスク心理を大きく波立たせる要因にはなっていないようです。

米国政治及びトランプ政権に関して騒々しい一週間を経て、直近の世論調査では、バイデン候補が大統領選のレースでのリードを確かに広げているようです。

多くの州で上院議員選に向けた支持率も拮抗している中、市場が織り込む民主党完全勝利（大統領選及び議会選での勝利）の確率は約60%となっています。また、民主党が議事妨害を覆すための十分な議席を獲得する可能性も出てきており、その場合、次期政権でより多岐にわたる政策変更が行われる道も開かれそうです。

ただし、11月3日までには依然として多くの展開も予想され、2016年のちょうど現時点では、トランプ大統領がヒラリー・クリントン氏に支持率で大きくリードされていたことも思い起こしてみる価値はあるでしょう。しかし現時点において、風向きは共和党にとっては嫌な方向へ向かっているとみられ、バイデン氏勝利の可能性が高まってきていると言えるかもしれません。

したがって、民主党としては、バイデン氏を過保護なまでに包み込み、「Tweeter in chief（＝トランプ氏の異名）」との関わりを極力避けられるように大人しくさせておきたいところでしょう。

民主党の波に乗る

政治的な話題にも関わらず、先週の金融市場は比較的穏やかな動きとなりました。トランプ氏が入院している間であっても、グローバルで見ても極めて緩和的な金融政策が取られている中で、投資家は既に大統領選の先を見据え、ワクチン開発や2021年の力強い成長軌道を意識しているかのようでした。

2020年10月9日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

通常は、大統領選及び議会選における民主党の完全勝利（「青い波」）は投資家のリスク心理の重石になりやすいと言われますが、今年に関しては必ずしもその限りではないようです。2016年にトランプ米大統領が当選した際、主に減税効果によって、オバマ政権からの政策転換を織り込んだ株価上昇幅は10%近くであったと推測されています。

したがって、バイデン氏が大統領に就任した場合の増税への警戒感は、通常10%近くの株価下落を示唆すると捉えられますが、今回の場合は、来年以降の政府支出の増加を約束していることがその警戒感の一部を払しょくしているとみられます。

仮に民主党が圧倒的な勝利を収めた場合、バイデン政権下では、現状民主党側が求めており共和党が同意を拒んでいる総額2.2兆米ドルを更に大きく上回る、5兆米ドル規模の財政支援パッケージが実施される可能性があります。

これは、（米GDPが20兆米ドルであることと比較しても）巨額であり、結果として投資家が、このような追加の財政支援がすぐそこにあることを認識しながら、足元の追加支援策を巡る協議の難航にそれほど注意を払っていないとしても不思議ではないと言えるでしょう。

そんな中、経済指標は比較的底堅く持ちこたえており、新型コロナウイルスの感染拡大の第2波が続き、そのための更なる規制強化が発表されているながらも、米国ではそれほど投資家心理を損なう状況にはつながっていないと言えます。

したがって、市場参加者は同時に押し寄せる「青い波」と「第2の波」を今のところ上手に乗りこなしているように見受けられ、リスク資産は良好な形で新たな四半期のスタートを切っています。

確か（SURE）な事

欧州では目立った材料に欠けた比較的静かな一週間となりました。EUの財政イニシアチブを巡り各国での批准が難航するとの警戒感是一部存在するものの、ブルーベイでは批准されることは確か（SURE；EUの緊急時失業リスク緩和支援の名称）であるとみており、基金からの拠出に影響を及ぼす可能性は低いとみています。

更なるロックダウン規制により、スペイン及びフランスではサービス業PMIが大幅に低下しましたが、欧州中央銀行（ECB）が年内に追加緩和を発表し、資産購入プログラムを増額するとの期待感が強まる中、周辺国のスプレッドは縮小基調を維持しました。

ただしブルーベイでは、これらの期待感が落胆につながるリスクもあるとみています。実際、ユーロ圏の債券利回りが軒並み過去最低水準にある中（ユーロ建てで投資適格の国債、社債、証券化商品を含む欧州総合債券指数の利回りは足元でゼロを下回っています）、ECBが追加刺激策の決定を2021年まで遅らせる可能性も十分に考えられるとみています。

その点を踏まえると、現時点ではドイツ国債利回りの更なる低下余地は限定的であると見られます。先週は、米国債利回りと比較してドイツ国債利回りの上昇幅が限定的でした。これまでは、米国金利に対して欧州金利を嗜好していたこともありましたが、米国金利が一段の上昇を見せれば、ドイツ国債利回りを押し上げる要因になるでしょう。

米国債に関して言えば、米連邦準備制度理事会（FRB）が大幅な金利上昇を容認するとは考えづらく、特に大統領選を前に更なる財政支援策が見込まれないことを踏まえると、尚更です。

資産配分担当者が、米国債や債券資産全般から一斉に資金を動かすことがあれば、米10年国債利回りが1.0%まで上昇する可能性もあるとみていますが、低インフレや豊富な流動性、ハト派な米連邦公開市場委員会（FOMC）を踏まえれば、利回りが0.60%に向かって低下する可能性も同等にあると言えるでしょう。

2021年はリフレ・トレードが投資テーマになるかもしれませんが、長期金利に対して弱気に転換するには依然としてやや時期尚早であるとみています。ただし、ドイツ国債利回りが更に低下する余地は限定的であるとの見方から、ユーロ金利は非対称なリターン特性を有していると考え、これを

捉えるため、比較的短期の投資目線でユーロ金利のショート・ポジションを構築しました。

為替市場における投資機会

そんな中、英国ではブレグジット交渉が引き続き注目を集めました。様々なヘッドラインが飛び交っていますが、早急に大枠での合意にこぎつきたい意向があることは事実であるとみており、両者が歩み寄ることで、来週末までにはこのような枠組みが収まるところに収まることに期待しています。

その他の市場では、概ね安定的な投資家のリスク選好による恩恵を受け、ここ数日間はエマージング資産及び通貨が上昇しています。中国の相対的な力強さが、アジア資産に対する投資家心理の追い風になっていると同時に、コモディティ価格の下支えとなり、資源依存度の高い経済を支えています。

足元では、米ドルに対して人民元やメキシコ・ペソ、ロシア・ルーブルを選好しており、ユーロに対して英ポンド及びノルウェー・クローネのロング・ポジションを構築しています。

主要金利の動きは極めて限定的であると考えている中、政治及び経済パフォーマンスの格差が拡大していることは、現状の投資環境下において、為替レートの相対的な動きにおける投資機会の拡大につながっていると捉えています。

スプレッドの縮小基調が続く

社債市場のスプレッドも、月初来で縮小基調となっています。9月はハイ・イールド債に圧力が掛かり、指数レベルで見てスプレッドが50bps程度拡大しましたが、足元ではその拡大幅を完全に取り戻し、スプレッドは8月末時点とほぼ同等の水準にあります。

投資適格債のスプレッドは更に安定的に推移しており、社債購入プログラム（CSPP）による買入れや、新規発行見通しが比較的落ち着いていることから、欧州社債がアウトパフォームしています。結果として、欧州投資適格社債のスプレッドは、コロナ危機によって今年3月に急拡大したのちで最も縮小した水準を付けています。

2019年末の水準と比較すると、ハイ・イールド債のスプレッドが約130bps拡大している一方で、投資適格債のスプレッドは25bps程度の拡大に留まっています。これとは対照的に、偶発的転換社債（CoCo債）のスプレッドは同期間で150bps程度拡大しています。このような現状のバリュエーションを踏まえると、ECBが購入し、スプレッドがタイトになっている高格付け銘柄にはそれほど投資妙味がないとみています。

また、コロナ危機による景気後退を背景に、今後12カ月から18カ月はデフォルト率が高止まりする可能性があることと予想していることから、ハイ・イールド債においても慎重な銘柄選択が必要になると考えています。

一方、CoCo債及び事業ハイブリッド債は社債市場の中でも引き続き投資妙味がある資産クラスであるとみており、2021年の見通しが改善していく中で、スプレッドは今後も縮小基調を維持すると予想しています。

今後の見通し

この先一か月間は、引き続き米大統領選及び新型コロナウイルス関連の話題が市場の注目の的になるでしょう。

米大統領選には不確実性が伴うため、選挙前にリスク選好が抑制される可能性を考慮してきました。しかし先週の価格動向は、その点で学ぶところが多くあったと言えるでしょう。

多くの側面から、トランプ氏の入院及び「青い波」の予感、リスク選好の低下につながっても不思議ではありませんでしたが、そのような展開にはなりません。手元資金を携え、投資家が押し目買いを狙っている中、市場は「不安の壁」を登り続けることが出来ているようです。波は高まっているようですが、（少なくとも今は）良い波に乗るタイミングであるようです。

日増しに同大統領の存在感は薄れて始めているようです。ザ・ドナルド（トランプ氏のあだ名）にとって、その実感は、もしかするとウイルスに感染した経験よりも苦いものであるかもしれません。

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