



## 街角には不安、でも市場は安心

### 数か月間に及ぶ憶測の末、ようやく終わりが見えてきました。

米大統領選は多くの興奮をもたらし、非常に興味深い展開になったと言えるでしょう。ホワイトハウスを巡る争いにおいて、主要な賭けサイトでは当初、バイデン氏勝利を予想していたものの、その後トランプ氏勝利に傾き、波乱に満ちたほんの数時間の間に再びバイデン氏勝利を予想するという、まさに行ったり来たり展開となりました。

最終的な結果は依然として判明していないものの、バイデン氏が次期米大統領に選出されることは（ほぼ）間違いないとみられます（コメント執筆時点）。一方、上院及び下院選での獲得議席が伸び悩んだ点は、民主党にとってやや残念な結果であったと言えます。

共和党が上院過半数を維持したことは、バイデン新政権が多くを達成するための力をかなり抑制することになるでしょう。

金融市場からすれば、民主党が上院過半数も獲得して「ブルーウェーブ」となった場合と比較して、大幅な増税や一部業界（エネルギー、金融サービス、ヘルスケア）への過度な規制強化、大手ハイテク企業の解体などが実施される可能性が低下したと言えます。この可能性は大統領選を控えて既に市場に織り込まれていたため、それが低下したことは先週の米国株市場の追い風となり、ナスダックが他指数をアウトパフォームする展開となりました。

一方で、議会がねじれ状態になったことにより、おそらく合意に至ると見られる追加経済対策の規模は限定されることになるとみられます。

ただし、一部の適度な政策に関しては合意にこぎつけるとみており、とりわけ新型コロナウイルスの感染拡大の第2波による影響を受けている航空業界や一部のホスピタリティ業界に対する政策は合意に至ると考えています。ただしその規模に関しては、これまでに民主党が、仮に連邦上下院及び大統領の全ての権限を握ることとなった場合に成立を目指していた数兆米ドルの規模を大幅に下回るることになるとみられます。

2020年11月6日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

財政拡大の道筋が想定を下回ることは、2021年の米成長見通しにとってややマイナスであると言えるでしょう。ただし一方で、このことは米連邦準備制度理事会（FRB）のより緩和的なスタンスを後押しし続ける可能性もあると言えます。結果として先週は、大幅な財政出動により上昇圧力が高まるとの見方から選挙前に上昇していた米国債利回りが、選挙の結果発表が進むにつれ低下する展開となりました。

一方で、リスク資産は全般的に概ね安定的に推移したと言えるでしょう。選挙結果を巡り法廷論争になることに対する一時的な懸念はあったとしても、米選挙というリスク・イベントが終わったことは事実です。多くの投資家が押し目買いを狙っていたにも関わらず、実際には下落局面は訪れず、結果的に市場の後追いを余儀なくされたと捉えることも出来るでしょう。主要国における超低金利政策と、低位に留まる債券利回りによって特徴づけられる足元の市場において、引き続き金融的な抑圧が、より高いリターンが見込まれる資産クラスへと投資家の資金を向かわせているようです。

## 市場の注目は大西洋の向こう側

欧州での話題は比較的静かでした。各地では引き続き更なるロックダウン規制が導入され、追加の財政及び金融支援策に対する期待が高まっています。

ユーロ圏では、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の延長を早くても12月の欧州中央銀行（ECB）会合まで待つ必要がありますが、先週はイングランド銀行（英中央銀行）が資産購入プログラムを1,500億ポンド拡大することを発表しました。感染拡大の第2波が、今年10-12月期の景気後退懸念を再燃させているためです。またスナク財務相は、イングランドが12月2日まで4週間のロックダウンに入る中、経済的なダメージを最小限にするため、一時解雇された労働者の給与補償などその他制度の延長も発表しました。

その他、先週はブレグジット交渉を巡っては新たな報道がほとんどなく、今週予定されているロンドンでの次なる会合へと目線が移っています。英国は、新型コロナウイルス対策によって、12月末での合意なき離脱シナリオに向けた準備が全く出来ていないと見られ、その点からしても、協議中の項目に関して譲歩する余地はあるとの前向きな見方を持っています。

## 国際主義的なアプローチ

エマージング市場は、米選挙の開票とともに底堅い動きとなりました。一般的には、バイデン氏がトランプ氏よりも中国に対する姿勢を軟化させると見られているかもしれませんが、ブルーベイでは必ずしもそうとは言い切れないと考えていますが、将来的には対中政策が関税ではなく制裁を中心としたものに絞られていくとみており、経済的な視点から見れば都合がいいと言えそうです。

またバイデン氏は、トランプ氏よりも国際主義的なアプローチを採用すると見られ、次期政権は、過去4年間でトランプ陣営がもたらした関係悪化の修復を目指すかもしれません。その意味で、米ドルは下落する可能性があり、エマージング通貨にはアウトパフォームする余地があるとみています。

また、米国債利回りが低位に留まることも、エマージング・クレジット債及び現地金利にとって追い風になる可能性があるでしょう。ただしエマージング市場では直近、国別及び資産クラス別のパフォーマンスの不均一性が高まっています。例えば過去4か月間では、相対的にファンダメンタルズが堅固であるロシア・ルーブルが南アフリカ・ランドに対して20%近く下落しています。

ブルーベイでは、通貨という点においてはロシアに対して前向きな見方を持っており、他の資産クラスと比較してバリュエーション上割安であると見られる水準では、ロング・ポジションを積み増すことを選好しています。

## クレジット・カーブはフラット化

先週は、社債市場も堅調なパフォーマンスとなり、指数のスプレッドは今年2月中旬以来で最もタイトな水準に近づいています。発行額が比較的落ち着いている中、クレジット・カーブはフラット化し、

相対的に格付けの低い銘柄がアウトパフォームしています。CDS指数のスプレッドも大幅に縮小しましたが、発行が減る中で、現物債が合成指数を上回るパフォーマンスとなっている中で、CDSベース（現物債とCDSのスプレッド差）は9月中旬以降縮小基調にあります。

さらに先週は、ユーロ圏のソブリン債スプレッドも幾らか縮小しました。クレジット債市場は、全般的に株価指数の動きにつられる傾向が見られたと言えるでしょう。ここ数週間では、イタリアの長期国債のエクスポージャーを積み増しました。イタリア30年債のドイツ国債に対するスプレッドは180bps近くあり、ユーロ圏の崩壊に対する警戒感が継続的に後退する中、今後数カ月間で30bps程度スプレッドが縮小する余地があるとみています。

## 今後の見通し

振り返ってみれば、10-12月期を迎えるにあたり、当初はやや市場が不安定になるものの、その後年末に掛けては比較的良好な市場環境を予想していました。心配すべき選挙が当面予定されていない中、今後数週間以内に大きく報道される可能性がある話題はワクチン承認に関連したものでしょう。

これまで長きに亘って、11月末にもワクチンが承認され、クリスマスに掛けて最初の配布が行われることに期待感を持っていました。結果として、ワクチン関連の良好なニュースが流れるまではそう遠くないかもしれません。また、新型コロナウイルスの感染拡大を食い止めるための様々な制約による経済成長への影響を最小限に留めるため、ECBが追加緩和を決定し、全般的な政策における非常に緩和的な姿勢を維持することに対しても期待感を持っています。

米財政協議の行き詰まりに対する警戒感は強まる可能性があります。新大統領の就任が来年1月下旬になることを踏まえれば、この問題はむしろ2021年1-3月期に顕在化する可能性があるかとみています。より長期的に見れば、刺激策の解除や資産購入の減額を検討する方向へと政策の方向性が変わるほど、経済見通しが明るくなった時点が、市場にとってはより困難な環境になる可能性があると言えるかもしれません。

その意味では、潮が満ちた後、潮が引き始める局面こそが、脆弱な資産が試される局面になるでしょう。しかし、その時点に至るまでは、投資家が手元資金を投資に充てることによるバリュエーションの高まりは続くかとみており、年末に掛けての市場上昇に備えたポジションを取ることに一定の価値があるとみています。

もちろん、バリュエーションが高くなり過ぎた場合には、規律を維持し、利益を実現する必要があると考えていますが、多くの資産クラスでスプレッドは昨年末の時点よりも依然としてワイドな水準にあり、少なくとも今後数週間は、市場ベータがリターンを生み出す余地はあるとみています。

## 米国政治について

民主党支持者の間ではトランプ氏がホワイトハウスを去ることによる安心感が広がると見られますが、その政治的勝利の大きさは、ほんの数週間前に多くが望んでいたほどではなかったことは事実でしょう。下院及び上院選で鍵となる選挙区につき込んだ資金を踏まえ、努力に見合った十分な結果を得られなかったと感じる民主党員もいると思われます。

さらに、嫌悪する大統領を断固拒否する姿勢を示す手段としての精神的な勝利という意味で、多くの人がより大差を付けた勝利を願っていたことでしょう。しかし、それは実現せず、それどころかトランプ氏は、2016年を上回る得票数を獲得したとみられます。トランプ氏の総得票数は7,200万票を上回る可能性があり、2008年にオバマ大統領が獲得した6,900万票という記録を塗り替えるものとなりそうです。

このことは、米国における分断が依然深刻であることを浮き彫りにしていると言えるでしょう。そしてトランプ氏の存在は、今後も米共和党にとって現実的な影を落とすことになるでしょう。実際に共和党は、今後数年間に亘り「Make America Great（アメリカを偉大に）」という（トランプ氏の）アジェンダにしがみつくとみられます。

今後数週間は緊張が緩和された状態が続き、時間が経つにつれて傷が癒されることを祈りたいと思います。分断や興奮状態がこれほどまでに叫ばれながらも、米国はやはり力強く、民主主義の国であり続けます。ワシントンDCを頻りに訪れる人であれば、面会する政府高官や顧問役のレベルの高さを実感していることでしょう。

その意味で、一部報道や混乱を踏まえても、米国政治に対して過度に弱気になることは誤りであるかもしれません。泣きわめくよちよち歩きの子どもの後は、眠たそうなジョーおじさんの静けさくらいがちょうどいいのかもしれません。現職が最後にそれほどぐずることなく、静かにその場を去ることを祈って。

## 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