



## 幸せを呼ぶショット

**2021年は、市場見通しが困難であったとしても、ワクチンへの期待から休暇の選択肢は増えそうな予感がしています。**

先週は、ファイザーが、開発中であった新型コロナウイルスのワクチンに関連した有望な結果を発表したことが、リスク資産にとってのカンフル剤（Shot in the arm; 腕への注射）となりました。ワクチンの有効性が当初の予想を大きく上回る90%と高い水準であったことや、他の多くのワクチン候補に関しても治験の最終段階が完了に近づいていることなどから、今後数か月間でのワクチンの普及によって、2021年半ばに掛けて日常生活を取り戻すことが出来るかもしれないとの期待感が急速に高まりました。

ブルーベイでは、来月末までに3つ程のワクチンが配布に至る可能性があると期待しており、ウイルスが終息する十分な人口にワクチンが普及するまでには依然として時間が掛かる可能性はあるものの、最もリスクの高い人々に的を絞ってワクチンを供給できれば、多くの人が予想するよりも早い段階で、政府が経済活動に対する規制を解除する余地を与えられる可能性は高まるでしょう。

ワクチン関連の楽観的な見方は、株式市場における大幅なセクター・ローテーションをもたらしました。新型コロナによる影響を色濃く受けたセクターが堅調なパフォーマンスとなった一方で、テクノロジー関連株は年初来の上昇幅の一部を失いました。シクリカル及びバリュー銘柄のアウトパフォーマンスを受け、高格付け銘柄と比較して高ベータのクレジット債のスプレッド縮小がより目立つ結果となりました。また、エマージング市場も堅調なパフォーマンスとなり、米選挙結果を受けた前週からの上昇基調を維持する展開となりました。

価格の変動性が高まる傾向となったことは、多くの投資家がこのような市場展開に備えていなかったことを示唆しているとみられ、その点からして、仮に今後数日間で価格の調整があれば買いたいと考えている投資家資金が脇に置かれているとすれば、このような動きは今後更に続く可能性があると考えています。

2020年11月13日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者 (CIO)

## ウィルス関連の懸念は続く

より広範に言えば、ワクチンが2021年の見通しを改善させるとの期待感は、欧州や米国で見られる足元の感染拡大の波に対する懸念が継続していることによってやや抑えられていると言えるでしょう。ロックダウンの再導入は、10-12月期の経済回復にとっての足かせになるとみられます。結果として、緩和的な金融環境を促進し、国債発行は中央銀行の追加債券購入によって十分に吸収されるとの認識から、政策担当者が財政赤字を拡大させる余地を確保したい中央銀行にとって、今後数か月間に亘ってハト派スタンスを維持する必要性が生じることになるかとみえています。

過去数日間では、新型コロナウイルス関連の懸念が米国で再び高まっているよう見受けられましたが、欧州の北部では、感染がピーク時の水準からは落ち着き始めたことを示唆する、より明るい兆しも見られています。米国の大半の地域では10月が比較的暖かかったため、感染拡大の波が高まるまでにやや時間が掛かった可能性があり、その道筋は欧州より数週間遅れていると言えるかもしれません。直近、デンマークの農場で、変異した新型コロナウイルスがミンクから確認されたとの恐ろしい報道はあったものの、一部の国では、クリスマス休暇前にロックダウン規制を緩和することが可能になるとの期待感は残っているようです。

目先の緩和的な政策と、中期的なワクチン関連の期待感が相まって、年末に掛けての金融市場にとっての追い風になるとみえています。投資家が2021年のより力強い成長を視野に入れる中、市場がリフレ傾向へと動き、金利は、どちらかと言えば低下するよりは上昇する可能性の方が高いとみえています。ただし、金融環境の引き締めリスクを警戒する中央銀行の行動によって、金利上昇余地は抑制されるとみえています。

究極的に言えば、中央銀行は金融市場で起きていることよりも実体経済の動向に気を取られる性質を持つと考えており、その意味で、正式に記された目標ではなかったとしても、暗黙のうちに実質的なイールドカーブ・コントロールが実施されるとみえています。

## 米国政治に目を向ける

先週はトランプ氏を「負けを認めない人」として扱う報道で持ちきりでした。または、オフィスから静かに退出しない幼児で、暴れたり叫んだりしてホワイトハウスから引っ張り出されなくてはならない人として扱われたと言ってもいいでしょう。ある種のメロドラマのようになってきましたが、これが経済及び市場にとって大きな問題になるとは捉えておらず、ありがたいことに、選挙結果が僅差となっていることに伴う社会不安拡大の証拠もほとんど見られていません。

市場の関心及び重要度がより高い可能性があるのは、来年1月初旬に行われることとなったジョージア州での上院2議席を争う決選投票で、民主党が上院過半数を確保出来るかどうか、であると言えそうです。その可能性は、現段階では市場で見過ごされているとみられますが、投票結果はいずれも僅差であったことに加え、米共和党が大統領選での敗北を認めようとしませんが、いかに支持者らを活性化させる可能性があるかどうか不明です。

ブルーベイでは、最終的には共和党が51対49で上院過半数を維持する可能性があるかとみえますが、その場合でも、上院の採決で可否同数の場合にはハリス副大統領が1票を投じて決することから、民主党は穏健派の共和党員をひとり取り込み50対50に持ち込みさえすれば、上院でも主導権を握ることが可能になります。増税や大幅な制度変更の可能性は低いと見られますが、財政刺激策が、（多くのコメンテーターが可能としている金額を大幅に上回る）2兆米ドル近くで合意に達する可能性はあるかとみえています。

## ECB政策会合の結果待ち

欧州では、12月に予定されている欧州中央銀行（ECB）の次回会合が待たれています。ラガルド総裁が、同会合において、政策金利を据え置く一方、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）及び長期リファイナンス・オペレーション（LTRO）の拡大を示唆しているためです。欧州周辺国のスプレッドは引き続き縮小基調にあり、今後数週間で更に縮小する可能性もあります。ただし、スプレッド縮小の大半は既に起きたもので、イタリア国債のような資産クラスは、大きなキャピ

タル・ゲインをもたらし得るポジションではなく、むしろキャリア取引の対象としての色を日増しに強めているようです。

同様のことは投資適格社債にも言え、代表的な指数で見たスプレッド水準は年初時点の水準まで戻しています。結果として、比較的ベータ値の高い社債により投資妙味があるとみており、とりわけ金融劣後債などのセクターは、配当解禁の可能性やバリューストックへのローテーションなどが追い風となる銀行株とともに、更なる上昇余地を残しているとみています。

信用の観点から見て、銀行は、2008年の金融危機時と比較して、コロナ危機のリセッションによる影響を受けにくいと考えてきました。金融危機以降の規制強化や、より保守的なバランスシート管理がその立役者であると言えるでしょう。また、Tier2債とTier1債とのスプレッド差は依然として拡大しすぎていると判断しており、偶発的転換社債(CoCo債)には今後数週間で更に上昇を続ける余地があるとみています。

## 英国

ブレグジット交渉に関連した話題はここ数週間で静かになっていますが、このような傾向は通常比較的良い兆候であるとされています。時が経過するにつれ、経済が「合意なき離脱」というイベントに対して完全に無防備である中、変化がもたらされるために移行導入期間が必要であることが日増しに明確になっています。

ブルーベイでは、引き続き貿易合意を予想し、英ポンドのロング・ポジションを嗜好していますが、他の地域と比較した英国経済のアンダーパフォーマンスを踏まえると、合意を受けた英ポンドの上昇は控えめなものに留まる可能性があるとみています。

## その他の為替市場

ロシア・ルーブルへの前向きな姿勢を維持したほか、先週は、高利回りでありながら年初来で出遅れ感のある通貨が今後数週間で遅れを取り戻す可能性があるとの見方から、インド・ルピーのポジションを構築しました。一方で、ここ最近の堅調なパフォーマンスを受けて、チェコ・コルナの利益を実現したほか、ノルウェー・クローネについてもポジションを削減しました。

一般的には、先行きが枝分かれする傾向は、通貨でリスクを取る機会が増えていることを意味しています。対照的に、主要金利に関しては、現段階では中央銀行による流動性供給が利回りを低位に留め、投資機会が抑制されていると判断しています。

エマージング市場では、政府内の体制変更や、エルドアン大統領による伝統的な政策への回帰が必要であることを認める趣旨の発言が好感され、トルコ資産に力強い上昇が見られました。

## 今後の見通し

市場の価格動向に表れていたように、直近の市場の動きを十分に捉えるためには、多くの投資家がやや投資不足であったとみられます。

ブルーベイでは10月に、米選挙近辺のインプライド・ボラティリティが非常に高い水準にあることを確認しました。これは、選挙結果に対する投資家の警戒感や不透明感を反映したものであると考え、一部の投資家は、下落局面を待ちながら資金を手元にキープしているとみていました。

しかし、先々週の投票を受けてもリスク資産の下落は具現化せず、今や注目はワクチン及び2021年の見通しの改善へと移っていることから、12月に入って市場の流動性が枯渇し始める前に、今後1、2週間でポートフォリオの更なるポジション再構築が行われると予想しています。

資産配分担当者は、2021年初めのリフレテーマに備えたポジションを意識するとみており、緩和的な政策が下支えとなる中で、今後数週間は2020年に年初来でアンダーパフォームしてきた資産、

例えば銀行株などがアウトパフォームする余地があるとみています。

より慎重な見方になるのは、その少し先を見据えたときです。

中央銀行のバランスシート拡大は、米国では2021年後半まで、ユーロ圏では来年末まで継続する可能性があるかとみています。しかし、その過程でパンデミックは次第に過去のものになっていくとみており、緩和策の最高到達点を超え、潮目が変わり始めると投資家が判断したときに、市場見通しはかなり困難になる可能性があるかとみて警戒しています。

豊富な流動性がある世界にすっかり慣れてしまいましたが、このような環境は永遠に続く訳ではありません。潮が引いたとき、過去と比較して大幅に高い負債及びレバレッジ水準で事業を行う多くの発行体がむき出しになることが予想され、より平たく言えば、流動性の波によって支えられてきたゾンビ企業の一部が、結果として格下げや債務再編などの見通しに直面せざるを得なくなることでしょう。デフォルト率が3年から4年に亘って高止まりする、長いクレジット・サイクルになるかもしれません。

従って、現状の投資環境は、リスクのロング・ポジションを取ることを通じてリターンを獲得するために魅力的であると考えますが、2021年が経過していくにつれ、よりディフェンシブなポジションへと移行していく必要性が生じていくと予想しています。

とは言いながらも、2020年はまだ終わっていません。驚きに満ちた過去10か月間でしたが、角を曲がった先には依然として何があるかわかりません。油断は禁物であることに間違いありませんが、過去を振り返ると、将来への楽観的な見方が強まっている状況と、緩和的な政策が重なった期間が、最も良好な市場パフォーマンスを生み出す期間であったことも事実です。

ファイザーがワクチンの治験結果を1週間早く発表していたら、米選挙の行方は異なるものになっていたのではないかと想像せずにはいられません。とは言いながらも、より重要なことは、少なくとも2021年には休暇の選択肢が増えそうな予感がし始めたことでしょう。

## 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のようになります。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	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