



刺激策が引き続き市場の支えに

困難な一年を経てロックフェラー・センターに飾られたクリスマス・ツリーでさえ疲れて見えますが、前向きさを維持する理由は存在していると考えています。

先週も、米国における新型コロナウイルスの感染拡大の新たな波への懸念の高まりが投資家心理の重石となりながらも、ワクチン開発関連のポジティブな話題が市場の追い風となりました。米国では、死亡者数が25万人を突破し、一日あたりの新規感染者数が15万人ペースとなる中で、新型コロナウイルスによる死亡者が1分につき一人増えているという驚くべき事態となっています。

このような恐ろしい数字を踏まえ、ニューヨークでは公立学校が閉鎖に追い込まれるとともに、営業時間や社会的移動に更なる規制が敷かれることとなり、10-12月期の経済指標が落ち込む要因になりそうです。

しかし欧州では、感染者数の拡大ペースがピークを過ぎ、今後は鈍化傾向になるように見受けられます。このような点から、米国における傾向も、2~3週間のラグとともに欧州の道筋を辿るとの期待を抱いても良いのかもしれませんが。

ワクチンは2021年の見通しの支援材料となる

このような状況に関わらず、政策担当者は今後数週間に亘って、引き続き可能な限り経済活動の下支えのための政策に全霊を注ぐことになるでしょう。中央銀行高官は、多くの経済においてインフレ率が目標を大幅に下回る状態が続いている最中において、主に失業率の上昇や縮小していた需給ギャップに対する懸念を募らせているとみられます。

したがって、仮に短期的な資産価格のインフレ継続という代償を伴ったとしても、緩和的な金融環境を促すことを目的として、利回りの低下及びスプレッド縮小を促すため資産購入の拡大が予想されます。実際市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）が次回会合後に、現状の買入対象米国債のデュレーションを延ばす計画であることが広範に予想されています。

2020年11月20日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

また欧州中央銀行（ECB）も、次回会合において、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）プログラムを少なくとも4,000億ユーロ増額するとともに、銀行による実体経済への貸し出しを促すために、条件付き長期リファイナンスオペ（TLTRO）についても更なる対応を発表するとの期待が広がっています。

そのような中であっても、ワクチンの配布開始は2021年の経済見通しの支援材料となり、米国では2021年に6%程度の成長率を予想しています。ファイザーに加え、モデルナが開発中のワクチンに関しても来月後半からの配布に至る可能性が高いとみており、オックスフォード大学と英アストラゼネカが共同開発しているワクチンもそれに続くとみています。

とは言え、中央銀行のバランスシート拡大は、米国では来年7-9月期末まで、ユーロ圏では2021年末まで続くことを予想しています。これらの時点は、生産が2019年末の時点に戻る時期と概ね一致するとみています。したがって、今後数か月間は、短期的な懸念が更なる刺激策を引き出すことにつながる一方で、2021年の成長に対する期待感は引き続き高まっていく状況が予想されます。

これは、新型コロナウイルスのパンデミックが始まって以降の過去数か月間で確認してきた通り、比較的市場にとってポジティブな組み合わせであると言えます。これとは対照的に、来年後半に予想される実際の政策転換点に対しては、十分に前もってより慎重なアプローチを取っておく必要があるかもしれません。

クレジット市場のセクター選別による投資機会

新型コロナウイルスの感染拡大と、ワクチン開発の報道が入り混じる中、過去数日間は多くのリスク資産が方向感を欠く展開となり、株式市場は前週末比ほぼ横ばいとなりました。ただし、主要金利はやや低下し、クレジット債のスプレッドは小幅ながら縮小基調を維持しました。

またクレジット債市場では、相対的に高ベータのセクター及び銘柄が、相対的に格付けの高い銘柄をアウトパフォームするコンプレッションの傾向が続き、クレジット・カーブはフラット化しました。指数レベルで見ると、投資適格債のスプレッドが概ね2019年末の水準に戻った一方で、ハイ・イールド債のスプレッドは、依然として年初来で約20%拡大した水準にあります。

ブルーベイでは、シクリカルセクターの発行体に対してやや慎重な見方を維持していますが、投資適格の発行体による金融劣後債や事業ハイブリッド債にはかなりの投資妙味があるとの見方を維持しており、スプレッドには今後数週間で更なる縮小余地があると考えています。

ソブリン債のスプレッドも概ねレンジ内の動きとなりました。為替市場の動きも控えめなものに留まりましたが、中国の経済指標に更なる改善が見られたことなどから、全般的にエマージング通貨がアウトパフォームする傾向が続きました。

顧問らの辞任はブレグジット交渉の方針変更を示唆する

その他の話題として、EUと英国との貿易合意の話題を市場参加者が心待ちにする状況が続きました。カミングス首相上級顧問や、報道責任者であったケイン氏などの中枢人物がジョンソン政権を去ったことは、EU離脱強硬派の一部が影響を与え得るポジションからいなくなったことを意味し、EUへの歩み寄りを見せる可能性が大幅に高まったとみています。

EUとの間で今週にも貿易合意に至れば、英ポンドがユーロに対して1ユーロ=0.88ポンド以下に上昇する可能性があるかとみています。ただしその際の上昇は、非常に悪い結末が回避されたことに伴う安心感を反映したもので、必ずしも前向きな解決策が達成されるバラ色のシナリオへの期待を反映したものにはならないと予想しています。

今後の見通し

年末に掛けてボラティリティの低下があっても不思議ではないと考えています。VIX指数は25近辺で推移しており、仮にウイルス関連の懸念が概ね抑制された状態で行けば、緩和的な金融及び財政政策と、2021年の成長見通しの改善期待が相まって、投資家の警戒感は後退し、ボラティリティの構造的な低下につながる可能性があるかとみています。

これは、リスク資産上昇の更なる追い風になる可能性があります。高水準のインプライド・ボラティリティは、投資家が神経質な状態を反映し、手持ちの現金比率が高まった投資家が、現金を投資に充てるために下落局面を探す状態を意味するとみています。

ユーロ圏がマイナス金利となっている中であっては、現金はもはや文字通り、投資家のポケットを焦がして穴をあけて落ちている状態にあることを考えれば、新規発行及び流動性が低下し始める12月を前に、より多くの現金を投資に充てておきたいとの希望があることも想像できます。

今週は欧米で感謝祭の休暇を挟み、比較的静かな市場になることが予想されます。欧州の感染拡大ペースの鈍化が続き、米国の感染者数もピークに達することを願っています。実際米国では、過去数日間で新規感染者数のグラフがややフラット化し始めたようにも思われます。仮にこれらが実現した場合、まさにクリスマスを迎えるタイミングで喜ばしい話題となるかも知れません。サンタクロースもそりに乗って、（ワクチン配布の約束という）プレゼントを持ってきてくれることでしょう。

2020年は、多くの側面からユニークかつ困難な一年でしたが、年末を迎えるにあたり、前向きさを維持する理由は多く存在していると考えています。ニューヨークのロックフェラー・センターに飾られたクリスマス・ツリーでさえも、今年は調子が悪そうに見えましたが、何か言いたいことがあるのかもしれない。

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