

## クリスマスに向けて着々と準備

### ただし新年には試練が待ち受ける？

先週も、リフレターマが金融市場の支援材料となりました。特段目立った話題がない中、ボラティリティの低下がリスク資産の追い風となり、米国株式市場が再び過去最高値を更新しました。

ポジティブな投資家心理によって主要金利はやや上昇したものの、市場では、中央銀行が緩和的な金融環境を促すとともに、成長支援のための追加財政緩和を促すことを目的として、利回りを低位に留めようとするであろう、との共通認識があるようです。

### 前任者の影響

このような環境下で、新たに発足するバイデン政権下において、ジャネット・イエレン米連邦準備制度理事会（FRB）前議長が財務長官に指名されるとの報道はやや興味深いと言えます。イエレン氏の思慮深さは良く知られており、比較的つつましいライフスタイルを送ることに満足しているとされています。

そうしたことから、政策緩和が経済的な目標に紐づけられる中で、今後数年間に亘って財政刺激策を実施する余地があるという認識を彼女が容認する可能性があることは、特筆すべき点であるかもしれません。このような考え方は既にオーストラリアで広がりを見せており、イエレン氏及び同氏の前任のFRB議長であったベン・バーナンキ氏が過去数年間に亘って在籍しているブルッキングス研究所において叫ばれ始めている概念です。インフレ率が低下基調となる中、最大生産量目標を掲げる財政拡張のアプローチを取る余地はあるとの認識があり、ある種の「ニューディール」政策を希望する米民主党の姿勢も支えることになるかもしれません。こうして、増税をする必要がなくとも歳出を押し上げることが可能になるかもしれず、この政策を支援しているように思えるイエレン氏の存在感を物語ることも言え、少なくとも複数の米共和党上院議員に対しても影響力を持つ可能性があります。

2020年12月4日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

最終的には、金利が現状の低水準に留まっている中で、利払い負担は非常に限定的であり、結果として債務持続性に関する懸念をそれほど深刻に捉える必要はないとみています。来年1月5日に予定されているジョージア州での上院選の決選投票において、予想外に米民主党が2議席を獲得することがあれば、そのような見解がより早期に注目を集めても不思議ではないでしょう。

また、そのようなアプローチは現時点においてFRBの支援も取り付けるとみています。つまり市場は、今後起こり得る政策緩和の度合いに関して過小評価している可能性があると言えます、時がたつにつれ、このことが金利上昇及び利回り曲線のスティープ化につながると予想しています。

さらに、実体経済では広範なデフレーションが起きているにも関わらず、金融資産の価格を見るとインフレが生じているという事実は特筆すべきでしょう。よりリフレ寄りの道筋が見えてくれば、金融市場にとっては困難な環境になる可能性があり、来年パウエルFRB議長の後任としてラエル・ブレイナード氏が指名される可能性が噂される中、彼女は比較的困難なタイミングでその役割を引き受けることになる可能性があるでしょう。

したがって、現時点での投資環境は概ね穏やかであるものの、2021年が進んでいく中で、リターン創出により苦戦する環境になるかもしれません。

## ワクチン関連のニュースが押し上げ要因に

先週のその他の話題としては、英国が先進国では初めて、ファイザーによる新型コロナウイルスのワクチンを承認しました。その配布は数日以内に開始されるとしています。ワクチン関連の期待は2021年の見通しを押し上げる要因となると見えています。

短期的な政策緩和期待とより中期的な期待感が相まって、引き続き金融的抑圧を促す要因となっています。また社債市場では、新規発行が比較的落ち着いていることや、既に多くの企業が今年の資金調達ニーズを早い段階で完了させ、純発行額が減少するとの見方などが、市場を押し上げる要因となっています。投資適格社債のスプレッドは、年初時点と同等の水準まで回復しており、過去を振り返った人が、結局2020年はそれほど多くのイベントがなかったと結論付けることになっても不思議ではありません。そしてそれは、事実と大きくかけ離れてはいないのかもしれませんが。

今のところは、需要が供給を上回っていると見られる中、良好な需給面によってスプレッドの縮小基調が続くと予想しています。ただし、バリュエーションを注視することが重要であると考え、ターゲット水準に達した銘柄については利益実現を進めていく方針です。

## スイートスポットとなるエマージング現地資産

為替市場では、リスク心理の改善を背景に、ここ数週間で米ドル安基調が見られており、米ドル指数（DXY）は92を下回って下落しています。このような傾向はあと少し続くとみており、実際これまでも、12月の通貨市場におけるトレンド性のある変動が、1年のその他の時期と比べてより顕著であったケースが散見されてきました。

足元ではユーロのアウトパフォームが続いており、対米ドルで1.20を破り、現状では2018年初め頃に記録した1.25という高値を試す展開となっています。米国市場の上昇と比較して出遅れた資産へと投資家が資金を移し始めている中で、欧州株式市場への資金流入がユーロに対するポジティブな投資家心理を後押ししているようです。現段階では、欧州中央銀行（ECB）がユーロ高阻止に動くとは予想していませんが、望まない通貨高が続けば、預金金利の更なる引き下げにつながる可能性はあります。

とはいえながらも、政策金利が既にリバーサルレートと同等もしくはその近辺にある中で、今月の次回会合ではラガルド総裁やその周辺の人物が資産購入の増額以外に何か出来る余地は限られているとみています。

エマージング市場もリフレテーマによる恩恵を受けており、米ドル安基調も相まって、エマージング現地資産がスイートスポットとして良好なパフォーマンスとなっています。また、中国の底堅い経済指標

が商品価格の追い風となり、資源輸出国の見直し改善に一役買っています。

さらに、米国では、気温低下や感謝祭の祝日に伴って1日あたりの感染者数が20万人を突破している中、エマージング市場は感染傾向がこれに比べて落ち着いていることも好感されているようです。

クレジット債で見ると、エマージング外貨建て債市場の指数レベルでのスプレッドは、一部の高利回り銘柄に固有の要因があったとは言え、依然として年初時点の水準を大きく上回っています。このような図式は社債市場でも確認することが出来、ハイ・イールド債の指数スプレッドは依然として年初来で拡大していますが、相対的な割安感が見られる大半は、過去数か月間で新型コロナウイルスによる影響を色濃く受けてきた発行体やセクターです。

## 合意なき離脱の懸念

その他では、ブレグジットの交渉が先週も継続しました。現時点で両者が歩み寄り合意に至っていないという事実は残念で、「合意なき離脱」となる可能性が自然と上昇することを意味しています。ブルーベイでは、最も可能性の高い結果は合意であるとの見方を維持しており、合意は目前に控えているかもしれないと考えています。

しかし、いかなる提案であっても批准するための時間が短くなってきており、何らかのアクシデントが発生するリスクもあるとみています。英国もしくはEUのいずれかが、新年の交渉休止期間ののちに、交渉力が強化されるとの見方をしているとすれば危険です。

したがって、現段階では英ポンドに対する前向きな見方を維持していますが、状況がより明確にならない限り、今週にも英ポンドのロング・ポジションを手仕舞うことを検討するかもしれません。

## 今後の見通し

先週金曜日に発表された米雇用統計が、経済指標の中では今年最後の注目すべき指標であったと言えるでしょう。直近のISM調査は、新型コロナウイルスの感染再拡大を背景に、米労働市場の改善ペースが鈍化していることを示唆する内容ではあったものの、投資家心理を大きく変化させる要因にはなりづらいと予想しています。

欧州では、今週予定されているECB会合が市場の注目を集めるとみられますが、ECB高官が、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の増額に加え、長期リファイナンスオペ（LTRO）の新たな方針が予想されるとの一貫したメッセージを発信している中で、多くの政策手段は実質的に既に発表されたも同然であるようにも思えます。

その意味で、ボラティリティの上昇や市場の調整につながりかねない要因を考えた際に、最も有力な候補として挙がるのは新型コロナウイルスのより急激な感染拡大であるとみています。

## 2021年はスコッチエッグの年になるか？

米国の感染率はここ数日間で上昇しているように見えますが、感謝祭の祝日に家族及び親戚に会うために5,000万人が移動したという事実を踏まえると、一部が危惧したほどではないと言えるかもしれません。新規感染者のグラフが継続的に平坦化するようであれば、今後数日間での米国及び欧州におけるワクチン承認及び配布へと注目が移っていく可能性が高いとみられ、現時点ではこのようなワクチン関連の見方が、引き続き2021年を迎えるにあたっての期待感の背景となるでしょう。

今日手にしているリターンは、2021年にはより困難な投資環境になることを意味している可能性もありますが、流動性主導の市場上昇はあと少し続くかもしれないと考えています。潮目が変わったときには、過去数か月間の市場を特徴づけたトップダウン的なベータの動きよりも、相対価値及び銘柄選択に重点が置かれるようになることを意味することは明らかでしょう。

ここ最近での市場の上昇幅を踏まえ、先週英国のバブで飲んでいた人たちの表現を借りると、投資家は今年「しっかりとした食事 (substantial meal)」をしてきたように思われます (英国では警戒レベルがティア2の場合、しっかりとした食事 ("substantial meal") を提供しないバブは営業出来ないとされています)。2021年はどちらかと言えば、substantial mealに該当するかどうかで物議を醸したスコッチエッグのような食事になるのかもしれませんが。

## 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	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