

青いさざ波が金融市場を最高値に

ワシントンDCはどん底に落ちながらも、市場ではリスク資産の上昇基調が続きました。

先週実施された、米ジョージア州での上院決選投票では、民主党候補者が2議席を獲得し、民主党が米上院の実質的な主導権を握ることとなりました。議席数では米共和党と並びながらも、採決で同数となった場合にはハリス副大統領が可否を決める権限を持つためです。

11月の大統領選の時点では、多くのコメンテーターがこのような結果を可能性の低いシナリオとしていましたが、退任するトランプ大統領の振る舞いが、民主党の支持基盤拡大に加勢したと見られ、民主党寄りの一部の郡における投票率を押し上げる展開となりました。これにより、バイデン次期政権は、大統領、下院、上院の三つの行政機関を全て掌握することとなり、投資家がいわゆる「ブルーウェーブ」の実現に反応する中、米国債利回りは上昇し、利回り曲線のスティープ化が見られました。

このような結果は、共和党が上院過半数を握る場合と比較して更なる財政拡張につながるとの市場の見方に同意するとともに、イレン氏が財務長官に就任することによって予想される、より積極的な財政スタンスも、更なる財政出動につながる可能性があることは、これまでも指摘してきました。民主党が上院での議案についても主導権を握ることは、こう着状態を取り除くための一助にもなるとみられます。ただし、米上院で議事妨害（フィリバスター）を終わらせるために必要な票数を、現在の60から緩和させる動きが活発化する可能性は低いとみています。

総合的に見て、米国では2021年に1兆米ドルから2兆米ドルの追加の財政出動があるとみており、2021年のGDP予想を押し上げると予想しています。同時に、トランプ氏に対する嫌悪感という点では一致しているながらも、米民主党内の穏健派と革新的なりベラル派との間の深い分断は続いており、多くの点からむしろその分断は、米共和党と比較しても深刻であると言えるでしょう。

そのような状況を念頭に置けば、バイデン新政権が掲げるアジェンダにおける、より拡張的またはより急進的な政策は実現に至らない可能性があるかとみています。例えば、エネルギーセクターや銀行、大手IT企業に対する規制強化に関連した政策は、議会での反対に直面して全て骨抜きになる

2021年1月8日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)

可能性が高いと予想しています。

また、大幅な増税の実現可能性やその必要性も低くなると予想しています。結果として、リスク資産市場は、ここ数日間の米政治的進展や米国債金利の上昇をそれほど懸念した動きとはなっていません。ただし、このうち米金利の動向は、実体経済が依然としてパンデミックの最悪期との闘いの真っ只中にある状態で、早すぎる金融環境の引き締めを望まない米連邦準備制度理事会（FRB）が、金利の動きを概ね抑制するであろうとの推測に基づくものであると考えられます。そうしたことから、ここ最近の市場動向を言い表すのであれば、「ブルーウェーブ（青い波）」よりはむしろ、「ブルーリップル（青いさざ波）」という表現の方が相応しいと考えています。

ワクチン普及について

新型コロナウイルスに関連した話題は、過去数週間で悪化の一途を辿っています。非常に感染力が高いと見られるウイルスの変異種の出現により、感染拡大防止のためには更に厳格なロックダウン規制が必要となりました。

多くの先進国においてワクチン普及に向けた動きが見られるものの、運搬及び事務的な課題によって、より迅速なペースでの普及につなげていないことに対するある種のフラストレーションが溜まっている状態です。イスラエルなどの比較的小さな国では、24時間、週7日ワクチン接種を可能にするとの約束のもと、既に人口の15%がワクチンを接種したとされていますが、他の多くの国では同様の緊迫感は見られていません。ただし今後数日間で、英オックスフォード大学（とアストラゼネカ）が開発したワクチンを承認した英国のような国において、ワクチンのより迅速な接種が可能になるかどうかは興味深いと考えています。

とは言いながらも、爆発的な感染拡大と、それを食い止めるための策は、1-3月期のGDPにとっての下押しリスクになるでしょう。そのような点から、政策担当者は、生産を下支えするために、可能な限り刺激策を維持することに引き続き注力すると予想しています。結果として、新型コロナ関連の悪材料は、リフレトレードの反転というよりはむしろその時期を後ろ倒しにする要因になるとみられ、リスク資産に調整が入った場合には、押し目買いが入ることを予想しています。米国の投資家が、既に強力な「J&J（ジュローム（パウエル氏）&ジャネット（イエレン氏））プット」について話し始めていることを踏まえれば、尚更です。

新たな年、同様のシナリオ

そのような点を踏まえ、2021年は、2020年の終わりとほぼ同様の始まりになったと感じています。短期的には政策支援、より中長期的には力強い成長への期待が、ここ数か月間の良好な市場環境を形作っているとみています。このような状況は、政策担当者が追加支援の提供から手を引くと見られた段階で試練のときを迎えると見られますが、現段階ではその兆しすら見られていません。今のところは、ウイルス関連の悪材料が追加緩和期待、つまり更なる資産購入期待へとつながっています。

これとは対照的に、パンデミックに立ち向かう唯一の効果的な手段として世界中がワクチン頼みとなっている中、現状を一変させる可能性のある唯一の脅威は、ワクチンが期待されたほど有効ではないことを示す証拠が確認された場合でしょう。幸い、今のところは英国の変異ウイルスに関してはワクチンの有効性に大きなリスクは確認されていないようですが、南アフリカからの新たな変異ウイルスについては、ワクチンの有効性が低くなるリスクがあるとみられています。

これらを踏まえた投資における選好としては、マクロ見通しから米国債の小幅なショート・ポジションへの選好を維持しているほか、社債及び国債のクレジット・リスクもロングとしています。引き続き、奏功したポジションについては利益を実現することを意識しており、先週は、欧州周辺国国債のスプレッドが直近で最もタイトな水準を付ける中、イタリアの長期国債のロング・ポジションの一部利益を実現しました。また、引き続き厳選した新発債での投資機会も活用しており、全般的に相対価値に基づくポジションへの比重を高めていく方針です。今後数か月間では、経済及び金融状況の乖離を背景に、銘柄及びセクターごとの格差が大幅に拡大していくと予想しています。

今後の見通し

今後数か月間は概ね現状の市場動向が続くことを予想していますが、2020年10-12月期のスプレッド縮小を踏まえ、更なるスプレッド縮小のペースは減速する可能性が高いとみています。米国金利は中期的には上昇するとみていますが、新型コロナウイルスの状況により、今のところその動きは抑制されたものになるとみています。

為替市場では、足元の投資環境はやや米ドル安につながりやすいものの、全米での感染拡大を背景に米国が他地域をアンダーパフォームすると見られていた期間を経て、2021年には改めて成長がアウトパフォームする状況も予想され、米ドル安基調が更に進む余地は限定される可能性もあるとみています。

市場にとってのより大きな試練は、政策緩和が最高水位線を過ぎたと市場が認識し始めた時点で訪れると考えています。年後半には、ペントアップ需要によって成長指標が大きく改善する可能性があり、政策が早期に引き締めへと向かう可能性は低いものの、それ以降は追加緩和が見込まれないという事実だけでも、市場の調整をもたらすには十分になるかもしれません。

2020年を通じて、「K字型」の回復（金融市場（Wall Street）は上昇するも、实体经济（Main Street）は苦戦が続く状態）について繰り返し述べてきました。2021年後半には、その「K字型」が反転する可能性があります。広範な経済では成長が見られる一方で、金融資産が試練の時を経験する状況で、そのような転換点に向けて事前に余裕を持ってポジションを整えておくことが重要になると考えています。ただし現時点では、新型コロナウイルスがその転換点を数か月間後ろ倒しにしているとみられ、今のところは、2020年の戦略が依然有効であると考えています。

憂鬱になりやすく、日が短い季節の最中に、生活の質がむしろ損なわれ兼ねないという点において、この先は私たちの多くにとって非常に辛い数週間となるかもしれません。しかしその先には明るい季節が控えており、今は我慢の時であるように思えます。トランプ氏がいたずらをするために残された時間はわずか2週間となりましたが、彼が先週のワシントンDCでの光景を見た教訓として、今後支持者を煽る前に熟考し、既にひどく傷付けられた世評に更なる傷が付かないことを祈るのみです。

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