

## 結末の夏

**新型コロナウイルスという未曾有の危機は、欧州連合が共通の価値や運命を有する集合体であるということを変更して思い知らせてくれています。**

先週も、政策や企業業績、ワクチン開発などに関連したポジティブなムードの高まりを背景に、リスク資産がグローバルに上昇基調を維持しました。中でも注目を集めたのは欧州で、5日間のマラソン協議となったEU首脳会議ののち、首脳陣が次期中期予算（多年度財政枠組み：MFF）及びコロナ復興基金を巡る合意を発表しました。

復興基金に関しては、当初報道にあった総額7,500億ユーロという額面が維持され、うち3,900億ユーロが、複数年に亘り分割供与される、返済不要の補助金という形を取るようになりました。

この金額は、当初提案された5,000億ユーロを下回るものですが、「儉約国」の強い反対を背景に、交渉は緊迫すると予想されており、最終的には何らかの妥協案に落ち着くとみられていました。終わってみれば、ドイツ、フランス、イタリア、スペインは野心的な提案（復興・強靱化ファシリティ（RRF: Recovery and Resilience Facility）など）の主要な要素を残すことに成功し、また「儉約国」も、それぞれの国民を納得させるための補助金に関連した譲歩やリポート、ガバナンスを獲得することに成功し、両者を満足させる内容になったと言えます。また同意内容の細部においても、多くのポジティブな点が見られます。

例えば今回の合意では、最初の2年に前倒しで資金を調達することが合意されたことや、（補助金の縮小を補うために）復興プログラム以外のEU予算も大幅に拡大されることとなりました。とりわけ後者は、ブレグジット後のEU予算が大幅に縮小すると見られていたことを踏まえれば、大きな意味を持つと言えるでしょう。

プログラムのための資金調達の面では、EUによる債券発行と、新たなグリーン/デジタル課税（非リサイクル・プラスチック袋のごみへの負担金や、炭素国境調整メカニズム、デジタル課税など）の導入によって賄うとされています。

2020年7月24日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

欧州市場は合意報道を概ね好意的に受け止め、周辺国国債及び社債スプレッドは縮小しました。しかし、交渉には当初から紆余曲折が予想されていたとともに、合意は時間の問題で、後は詳細を詰めるのみとみられていたことを踏まえれば、今回の合意はそれほど大きなサプライズではなかったとも言えるでしょう。復興基金については、メルケル独首相及びマクロン仏大統領が5月のリモート会議の場で当初提案を行って以降、協議されてきたことであり、EUの二大経済大国の結束及び熱意の度合いを踏まえれば、後戻り出来ないものであったとみられます。

最終的には、全てのEU加盟国による団結を示す重要なメッセージになったと言え、今後の更なる経済統合への可能性を切り開くものであると言えるでしょう。

## 実効再生産数は低下も、米労働市場には不確実性が残る

ユーロ圏は良いニュースに包まれましたが、米国の状況はそのようには行きませんでした。

コロナ関連では、多くの州で感染者数が増加し、V字回復見込みにとって引き続き脅威となる、各地での更なるロックダウンにつながりました。

このような状況を踏まえ、米国では今後数週間で発表される経済指標の内容でばらつきが顕在化し、8月に発表される7月の指標には落ち込みが見られると予想しています。ただし、感染率は上昇しているものの、重要である実効再生産数が1に近い水準まで低下して（3月の水準を大きく下回っている）ことは事実であり、近くピークをつけると見られます。

また重要なことに、死亡率も大幅に低下しています。検査数の増加が、死亡率がこれほど低位に留まっている主な要因の一つであると見られます。

ブルーベイでは、米国経済の回復にとってより大きなリスクとなるのは労働市場の不確実性であるとみており、早期にコロナ前の水準まで戻る可能性は非常に低いとみています。したがって、今後数週間で米議会における、米景気下支えのための追加経済対策の交渉がより一層重要視されることになるとみています。

米民主党及び共和党の当初の提案内容には、その規模及び詳細において開きがありましたが、最終的には互いに譲歩し、経済対策法案成立へと調整されていくと確信しています。

しかし、市場が1兆米ドルの支援策を基本シナリオとしていることを踏まえると、その規模に関しては幾らか落胆の余地もあるとみています。

また先週は、米中の新たな緊張の高まりも投資家心理の重石となりました。米国民の知的財産を守るとして、米国が在ヒューストンの中国総領事館閉鎖を命令したことがきっかけとなりました。直近の緊張の高まりは、今のところは実質的な行動というよりはむしろ、これまでの報復行動の延長であるとみていますが、このような言動が11月の米大統領選まで続く可能性があるかと予想しています。

引き続き、トランプ米大統領が自らの支持層にアピールするため、国益を強く主張し続けていくとの見方を維持しています。とは言いながらも、トランプ氏は、自らの1期目の任期の貿易面での主要な功績として、また、米国株式市場のリスク心理にとって重要な中国との「第一段階の合意」を損なうことは望んでいないでしょう。

## 業績発表は予想を上回る

また先週は、企業の業績発表シーズンも本格化しました。4-6月期決算は、市場予想自体がやや低かったとは言え、全般的に市場予想を上回るEPS成長を示す内容でした。

直近四半期がロックダウンによる影響を完全に受けた四半期であったことを踏まえれば、多くの企業にとって、市場予想におけるハードルが比較的容易に上回る事が出来る低さであったことも思いがけずプラスに働いたと言えるでしょう。とりわけアナリストの予想が、6月最後の数週間におけるマクロ経済指標のポジティブ・サプライズを十分に織り込んでいなかったことも影響していそうです。

アナリスト予想を上回ったとは言え、広範な経済回復のタイミング及びペースを示唆する上でのボトムアップの指標として、市場は引き続き企業のフォワード・ガイダンスを重要視しています。

さらに先週は、新型コロナウイルスのワクチン開発におけるポジティブな話題も投資家心理を押し上げました。3つのワクチン候補が、初期治験においていずれも強い免疫反応を示したためです。

より重要であり、広範な市場に影響をもたらすという意味では、これらのワクチン候補が、いずれも一定の安全性や有効性を示し、今年秋の非常時使用の承認を目指しているということが挙げられるでしょう。結局のところ、「集団免疫」となる水準まで国民がワクチンを接種するためには、ワクチン候補は複数必要になるためです。

しかし、ワクチン開発における前向きな動きに関わらず、感染拡大の第二波のための制約があるとすれば、そのときは国家レベルよりも地域レベルである可能性が高いことから、経済への悪影響を最小限に抑えるために、人々は引き続き日常の一部として新型コロナウイルスを受け入れ、新型コロナウイルスとともに生活していかなければならないでしょう。

## 今後の見通し

2020年も後半に突入し、金融市場はようやくバランスが取れた状態になったと感じています。リスク要因は増えているものの、全体としてのリスク資産のポジションは依然として非常に軽い状態です。一方では、悲観論者が絶え間ない感染拡大の第二波の恐怖や米大統領選、米中の緊張の高まりや、グローバルにまだら模様の景気回復、夏場の流動性低下などを懸念材料として挙げることでしょう。

しかし他方では、前例を見ない（財政及び金融双方での）政策対応やワクチン開発における前向きな進展、投資家のポジションが概ね軽いという感覚は、リスク資産にとっての支援材料になります。

このような投資環境において、ブルーベイでは政策による恩恵を受けやすい資産クラスに最も強靱な見方をしています。具体的には、中央銀行による直接的な買入れ対象になっているとともに、債券の希少性という意味でも恩恵を受けやすい投資適格債やソブリン債などを選好しています。

市場が夏休み期間に突入し、ボラティリティが低下する今後数週間においても、リスク資産はここ最近の上昇基調を維持すると予想していますが、バリュエーション面での魅力が低下していくなかでは利益の実現を進め、ロング・ポジションの削減を意識していくことが賢明であると考えています。

しかし現時点で疑いの余地のないことと言えば、先週（そして2020年を通して）欧州で確認されたように、新型コロナウイルスがもたらした未曾有の危機克服という共通の目標を達成するための、政治家及び政策担当者の力強い結束や野心、決意であると言えるでしょう。

金融及び財政政策がもたらした経済力も同様に、前例のないものであったことは事実ですが、グローバルに普遍的な危機を克服するための各国の団結力や統合という力強いメッセージは、ほとんどそれをも凌駕するものでした。

EUが初めて真の反循環的財政措置で合意に至った重要な転換点として、2020年の夏は欧州にとって、その歴史に刻まれる瞬間になることでしょう。EUの財政移転という概念自体、パンデミック前には想像も出来ないことと見られてきましたが、あらゆる危機がそうであるように、今回もまた何らかの対応が迫られていました。

EU加盟国は先週、力強い団結を示し、危機を突破する強い意志を示すことで、欧州連合は実のところ共通の価値や運命を有する集合体である、という事実を強固にしたと言えるでしょう。

## 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