



## ビーチに座って一休みするタイミング

過去数ヶ月間に巨り市場の大きな波に乗ってきましたが、9月に新規発行が再び旺盛となり、手元資金を投資に回すチャンスが増える前に、一旦息をつくタイミングなのではないかと考えています。

先週は、取引量としては比較的少ない中で、市場は7月の堅調なリターンを固める動きとなり、投資家のリスク選好は概ね健全な状態を維持しました。先週水曜日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では特段目新しい材料はなく、新型コロナウイルスの感染拡大の第2波は足元で勢いを増し始めているものの、投資家の間では、政策担当者が資産価格下支えのための流動性供給を続けるとの安心感が広がっているようです。

このような見方は、究極的には過度に楽観的であるのかもしれませんが、主要中央銀行にとって最大の懸念事項である実体経済の状況を踏まえれば、彼らがこのような見方に対抗する政策をとることは、現段階では考えづらいと言えるでしょう。

結果として、市場が静かな夏休み期間に突入する中でボラティリティが低下し、超低金利に起因する金融的抑圧によって、投資家は少なくとも幾らかのプラス・リターンを提供するであろう高利回りのクレジット債などの資産クラスに注目せざるを得ないとみることが自然かもしれません。

### 経済のV字回復期待が後退

しかし、過去4か月間で市場のバリュエーションが大幅に高まってきたことを踏まえ、4月がリスクを積み増す好機であったとすれば、今はその反対の投資行動を取ることが適切である気がしています。さらに、8月を迎えるにあたり、ややディフェンシブな見方を採用することが賢明であると考えられる理由が複数あります。

2020年7月31日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

まず、足元のリスク資産の上昇が、3月及び4月に底をつけた経済指標の大幅な改善と、奇しくも時を同じくしていることは特筆すべきでしょう。このような流れは、経済のV字回復期待へとつながりましたが、その点では、今後数週間に発表される経済指標は、幾らか市場の落胆を誘う内容となるかもしれないと考えています。

米国南部及び西部における新型コロナウイルスの感染率の上昇によって、ソーシャル・ディスタンスを徹底する必要性が再び高まり、経済活動再開に向けた機運は低下しています。週次の新規失業保険申請件数は雇用が失われていることを示唆し、事業者及び消費者の信頼感も打撃を受けているとみられます。

## 渡航制限によって拡大する「コロナ恐怖症」

そんな中、欧州における感染拡大も投資家心理の重石になると予想されます。英国などの国が、突然スペインからの入国者に隔離措置を講じたことは、夏の旅行シーズンに更なる重石となる可能性は高いでしょう。また、本格的な夏を迎えようとする中、より全般的な「コロナ恐怖症（コロナフォビア）」が、収束よりもむしろ拡大している傾向も見受けられます。

新しい日常生活への調整が2021年まで続く可能性が大にあるという事実は、人々の身に堪え始めているとみられ、加えて、無人化した街角の光景や、大手企業が大半の従業員を当面の間在宅勤務にするといった報道も、そのような見方を広げる要因となっています。ブルーベイでは、経済指標の「V字」回復において、現段階での最も良好なポイントは既に過ぎ去った可能性があるともみえています。

## 感染者数の増加ペースが落ち着きつつあるものの懸念が残る

ウイルス自体に関しては、アメリカの一部の州において、感染拡大を示す曲線が平坦化しているとも取れるなど、幾らか勇気づけられる兆候もありました。ただし一部の例では、これが検査数のペースが低下していることを反映している可能性もあるとみえています。

更に、ヘルスケアのシステムに負荷が掛かっている一部の州では死亡率が高止まりしており、感染しているのは若くて健康な人のみであるという見方が覆され始めています。また、経済活動の正常化のための動きを拡大させればさせるほど、感染拡大のリスクは上昇するという認識が急速に広がってきました。

8月を迎える中でこれに関わる点でいえば、直近の2、3か月間は、ウイルス関連の状況の改善と、経済心理の改善が足並みを揃えた数か月であったと言えるでしょう。しかし今後を見据えたとき、このような状況は持続不可能になるとみられます。

さらに、ワクチン接種が可能になるまでは、R率（実効再生産数）の急上昇を防ぎながらの経済正常化には、自ずとスピード制限が掛かることになるとみられます。

## 選挙の誇大宣伝が政治感覚を鈍くする

また米国では、政治家が「正しい行いをする」上で互いに得点を競い合うことにより神経を尖らせている中、足元で政治的リスクが上昇していると考えています。

短期的には、CARES Act（新型コロナウイルス支援・救済・経済保障法）の延長に関する議論で政治リスクが表面化することになるとみえています。CARES Actでは、失業保険の追加給付に関連した項目が、新たな合意なしでは前週末で終了することになっていました。

米下院は今週末で夏季休会に入る予定となっており、両党には譲歩案をまとめるための相応な圧力が掛かるかもしれませんが、株式市場が高値圏にある状況下で、政治家の間に慢心が広がる場合があることはこれまでも見てきました。多くの観点から、両党が互いに歩み寄るために、極端なことを言えば短期的な市場の急落が必要なかもしれません。

また、米国に限ったことではありませんが、複数の財政及び金融緩和策が過去数か月間の市場上昇のきっかけになっていた中で、夏の終わりにかけては更なる追加支援策が発表される可能性が低いことも念頭に置く必要があるでしょう。

## 市場のバリュエーションを見る

社債スプレッドが年初来から拡大していることに疑いの余地はありません。ただし、ウイルス自体によって特に大きな悪影響を受けた発行体及びセクターを除けば、多くの資産でスプレッドは昨年末の水準に戻っています。

同様に、コロナ危機下での相対的な勝ち組となっている、テクノロジーセクターの超大型銘柄の良好なパフォーマンスに起因する部分が大いとは言え、S&P500種指数も足元では年初来で見て小幅ながらプラスのリターンとなっています。

投資家のポジションに目を向けると、CDS社債指数を通じてネットでロングになっているという調査結果にやや驚いています。投資家の一部は、今年3月に見られた流動性に乏しい取引環境に再び戻ることを恐れ、ポートフォリオに社債のリスクを過度に積み増すことに慎重になっているとみることが出来そうです。

しかし、市場に調整が見られれば、流動性が高いこれらのCDSのポジションがまずは削減される可能性が高いということも示唆していると言えるでしょう。

## 通貨市場の興味深い動き

社債以外の市場を見てみると、主要国債市場では足元で特筆すべき動きはなく、強いて言えば米国債市場のボラティリティを示すMOVE指数が最低値をつけたことくらいでしょう。

イーロードカーブ・コントロールに近い政策は今後も当面利回りを低位に留めるとみており、行く行くはショート・ポジションを取る機会があるかもしれませんが、ワクチンの開発がより楽観的なリフレ期待につながる限りは、2021年に入るまでその機会は訪れないとみられます。

金利市場とは対照的に、為替相場では、米ドルが他通貨に対して下落するという興味深い展開が見られています。その要因の一部としては、米国のウイルス対策の相対的な遅れや、成長格差及び金利差の縮小などが足元で表面化していることが挙げられます。米ドル安基調は広範な通貨に対して見られ、ビットコインや金ですらも、為替代替として上昇しています。

欧州では、2週間前の刺激策合意が投資家心理の追い風となり、ユーロを押し上げる展開となっています。

より一般的に言えば、多くのエマージング通貨が相対的に高いベータ値を有するにも関わらず、ほとんどの先進国通貨がエマージング通貨を上回る上昇幅を記録しています。

中期的に見れば、米ドルの更なる下落があっても不思議ではないと考えています。しかし短期的に見れば、米ドルのショート・ポジションは急速に投資家の混み合った見方になってしまったとみられ、足元のトレンドに乗るといって投資行動には消極的になっています。8月に投資家心理が反転した場合、投資家のポジションが急速に巻き戻される可能性を警戒しています。

## 今後の見通し

8月を迎えるにあたっては、リスクを削減することが適切であると考えています。バリュエーションがタイトになっている状態では、今後ポジティブなニュースがあれば再びスプレッドが縮小する可能性もあるものの、ネガティブなニュースにスプレッドが急拡大する可能性の方が大きいと警戒しています。

夏場は例年静かな市場環境となり得ますが、統計的には過去、8月が非常に困難な投資環境となった事例が幾つもあります。9月は新規発行が再び増加するとみられることから、適切であると判断すれば、1ヶ月後には手元資金を投資に回すチャンスが豊富に存在するものと予想しています。

その意味で、過去数ヶ月間のクレジット債市場では波乗りを大いにエンジョイしましたが、今はリスクを削減し、ビーチに座るのに適したタイミングなのではないかと判断しています。

## 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	Emerging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