

みんなの新学期

秋を迎えようとしています、我々のリーダー達が予測不可能な夏から学んだことは一つや二つあるかもしれません。

比較的静かな相場環境となった夏が終わり、9月は米国株式市場のボラティリティ上昇とともにスタートする展開となりました。先週の初めには過去最高値を更新していたナスダック総合指数は、市場参加者がテクノロジー株の高騰したバリュエーションの持続性を疑問視し始めるなかで、先週木曜日に一日で5%近く下落しました。

米国株式市場におけるボラティリティ上昇への警戒感や投資家がジャクソンホール会合後の政策当局者による発言を見極めようとする中、週半ばまでは主要金利が低下基調で推移しました。

低い借入れコストに加え、(コロナ危機により)最もダメージを受けていた一部のセクターの安定的な回復に下支えされ、市場見通しはバラ色であるかのようにも思えます。

しかし現実には、経済指標にはよし悪しが混在し、セクター及び国毎の経済格差は拡大しています。また、ワクチンが開発されるまでは、地域ごとの新たなロックダウンへの懸念は燻り続けるでしょう。これらは引き続き不確実な要素であり、市場は依然として前例のない状況に直面したまま、秋を迎えようとしています。

中央銀行の景気回復に対するコミットメントを改めて確認する

先週は、多くの中央銀行担当者が公の場で発言し、ジャクソンホール会合での発言に対する補足や、パンデミックの回復期において、緩和的な金融環境を維持することに対するコミットメントを改めて確認する発言が相次ぎました。

2020年9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)

米国では、クラリダ米連邦準備制度理事会（FRB）副議長が2015年から2018年に掛けての金融引き締めを急ぎすぎた可能性に言及するとともに、新たな政策スタンスでは、低い失業率のみがFRBの金融政策を決定づける要因にはならないことを改めて強調しました。またブレイナードFRB理事も、柔軟な平均インフレ目標（FAIT; Flexible Average Inflation Target）を採用する新たなFRBの政策枠組みを改めて確認し、仮に金融環境やインフレ見通しが悪化した場合、政策ツールにおいて使用可能な選択肢は依然として十分にあるとの見方を強調しました。

このようなトーンは、イングランド銀行（英中央銀行）の姿勢にも反映され、ベイリー総裁やラムステン副総裁が、既存の量的緩和（QE）の規模を増額し、他の資産にも拡大するための余力は十分にあるとの認識を強調しました。このような政策担当者のハト派寄りのガイダンスが、引き続き主要金利の上昇を抑制する要因となっています。

欧州では、ユーロ高やインフレ指標の軟化を背景に、欧州中央銀行（ECB）が意外に早いタイミングで行動に出る可能性があるのではないかと噂が広がっています。また、前回の経済予測が発表された6月以降、購買担当者景気指数（PMI）も幾らか軟化傾向で推移しており、南部の国々と北部の国々との格差が拡大し始めているようです。このような状況は、欧州周辺国のスプレッドの今後の縮小幅を抑制することになる可能性があるでしょう。

とは言いながらも、今後数か月間における既存のQEプログラムの延長及び規模拡大というアイデアには内部からの抵抗も予想され、期限を設けていない既存の資産購入プログラム（APP）におけるネットの買入れに加え、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）における買入れも残り9か月間（2021年6月末まで）は続くことから、ECBは当面「様子見」モードになるとみえています。

米国の政治情勢に目を移す

大統領選に向けた支持率で、トランプ米大統領が引き続き民主党のバイデン候補との差を縮めており、実際にトランプ氏が勝者となる可能性の方が高いとしている賭けサイトですら見受けられるようになりました。興味深いことに、接戦の可能性が高まっていることにより、市場は選挙時期近辺のボラティリティ上昇を既に織り込み始めていると見られ、激戦となるリスクが高まるにつれ、10月限のVIX先物は急上昇しています。

足元の状況に戻ると、米国では追加の景気対策に向けた協議が再開されると見られていますが、政府及び民主党からは交渉への意欲が依然それほど感じられないようで、共和党内でも意見の食い違いがあるとも見られています。

（10月1日の政府閉鎖を回避するための）暫定予算案と追加景気対策が月末に束ね法案として審議される状況も予想され、政府閉鎖のリスクが生じることから、これらの交渉をこれまで楽観視してきた市場にとってはサプライズとなる可能性もあるでしょう。

社債市場について

社債市場では、夏場のスプレッド縮小を経て、例年9月に見られやすい起債市場の「新学期」、すなわち新規発行の増加へと投資家の注目が移っているようです。

今年は、年初来で見て既に記録的な額の新規発行が行われており、年末に掛けては純発行額が大幅に減少するとの予想があるにも関わらず、足元のバリュエーションや、年末に掛けてはマクロ面でのボラティリティ上昇も予想されることから、多くの発行が9月に前倒しされるリスクがあるとみえています。

結果として、短期的には消化不良によりスプレッドが拡大する可能性があるものの、グローバルな投資家の利回り追求姿勢に加え、社債市場への資金流入、グローバルな中央銀行の資産購入プログラムの対象となっていることなどから、投資適格社債に対するブルーベ이의概ね前向きな見通しを大きく損なうものではないと考えています。

現時点では、（低格付け銘柄が高格付け銘柄をアウトパフォームする）コンプレッションを幾らか

予想して、BBB格や事業ハイブリッド債、金融劣後債などの銘柄を選好する一方で、CDS指数などを利用してショート・ポジションを保有することを選好しています。

今後の見通し

夏場はリスク資産が安定的に「不安の壁」を登って上昇を続けましたが、今年最後の数カ月を迎えるにあたり、一定の慎重さを維持することが賢明であると考えています。新型コロナウイルスの再出現や経済指標の下振れ、米大統領選挙、米株式市場の調整、財政面での協議の難航など、ダウンサイドのボラティリティにつながりそうな要因は多く存在しています。

このようなネガティブ要因に対して、投資家がそれほどリスクを取っていないとの認識や、ワクチン開発におけるポジティブな進展、グローバルな政策支援などの要因は、大幅な下落があった場合に押し目買いが入る可能性を示唆していると言えるかもしれません。ただし、全般的なバリュエーションが大幅に回復したことを踏まえれば、規律を重視し、辛抱強く、今後のボラティリティ上昇の機会を捉える姿勢を取ることが最終的に実を結ぶ戦略であると考えています。

最後に、今週月曜日の米国レイバーデーの祝日は、一般的には金融市場にとっての夏の終わりを意味するとされており、年末に掛けての市場見通しは、政府の財政政策の行方によって左右されると言えるでしょう。

そんな中、（英国など）一部の政府による意思決定が即時性を持ち、改善されることを祈っています。今年は、学校に戻ることを切に必要としている人たちが、子どもだけではないような気がしてならないです。

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