



ゴルドロックと3つのワクチン

3つのワクチンがちょうど「適温」であると思えることが、日常生活に早く戻ることへの希望につながり、市場は上昇基調となっています。

先週の金融市場では、2021年の成長見通しに関する楽観的な見方が、新型コロナウイルスの感染拡大という目先の懸念を覆い隠す格好となり、米国株式が過去最高値を更新しました。米国では、一日あたり新規感染者数が15万人から20万人程度で頭打ちの兆しを見せていますが、感謝祭に伴う大人数での集まりが、今後数週間における更なる感染拡大につながる可能性が懸念されています。

そのような中において、来年春前までには再びマイナス成長に転じる可能性はあるものの、米10-12月期GDPは、7-9月期からの勢いを維持し、依然としてプラス成長を維持する模様です。対照的に、ユーロ圏では、先週発表された購買担当者景気指数（PMI）の弱含みを踏まえると、ロックダウン再導入などに伴い、10-12月期の成長が既にマイナス圏入りしている可能性があります。ただし、欧州では感染率が既に低下に向かっており、今後徐々に経済活動が再開され、クリスマスに掛けて更なる規制の緩和が実施されるとみられています。

実体経済に対する目先の懸念によって、超緩和的な金融及び財政政策が今のところは維持され、中央銀行による資産購入が引き続き資産価格のインフレを促す要因になる可能性があるとみています。

同時に、足元では3つのワクチン候補が配布を目前に控えているとみられ、ファイザー、モデルナ、アストラゼネカがそれぞれ開発するこれらのワクチンが、来月中にも最初の配布に至る可能性があると考えています。究極的に言えば、集団予防接種は日常生活の正常化を促すことにつながると見ています。

ワクチン配布が開始に至りさえすれば、政策担当者は可及的速やかな成長回復を促すことに力点を移す可能性もあるでしょう。そうしたことから、米国では、足元の感染拡大の波に対する懸念は存在しながらも、2021年末には生産が2019年末の水準まで戻る可能性があるとの見方を維

2020年11月27日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

持っています。ユーロ圏の成長も、2022年の初め頃までには2019年末の水準に戻ると予想していますが、域内では南欧の複数の国がやや出遅れる可能性があるかとみています。また英国経済については、主要経済のうち回復が最も遅れる経済の一つであるとみています。感染症のパンデミック（世界的流行）によるダメージに加え、ブレグジットに関連した混乱も足かせになると予想しているためです。

クレジット債のスプレッド縮小

短期的な政策支援と、中期的に希望が持てる経済見通しの組み合わせは、強力な波となってここ最近のクレジット債のスプレッド縮小を促しています。また過去数日間ではボラティリティ指数も低下し始め、年末までは新規発行額が限られていくと見られる中、まるで手元資金を投資に充てるための争奪戦か何かが繰り広げられているかのようです。

また、セクター・ローテーションも引き続き重要な投資テーマとなっており、社債市場ではここ最近、コロナ関連の発行体が最も堅調なパフォーマンスとなっています。指数レベルで見ると、投資適格債のスプレッドが2019年末の水準にほぼ肩を並べている状況ですが、銀行の偶発的転換社債(CoCo債)など一部の資産クラスに関しては、依然として2019年末の水準を60bps程度上回っており、2021年の成長軌道に信頼感が増していく中で、足元のトレンドがもうしばらく続く可能性があるかとみています。

また先週は、原油価格の上昇が引き続きエマージング市場にとっての追い風となり、原油関連の銘柄及び通貨のパフォーマンスが比較的堅調でした。今年3月後半に中央銀行が相次いで緩和策を打ち出し始めて以降、エマージング通貨の反発には出遅れ感がありましたが、より直近では遅れをやや取り戻す動きが見られています。

過去数日間では、為替市場における動きがやや抑制されたものとなっており、米ドル指数(DXY)で見ると92が強力な抵抗線になっているようです。ただしブルーベイでは、米ドルが同水準を破って下落することがあれば、再び一段の米ドル安につながり、エマージング通貨がアウトパフォーマンスする展開もあるかとみています。

また、国際協調重視の米大統領の誕生や、より力強いグローバル成長への期待感、またそれに伴う海外市場でのシクリカル資産への資金流入、更に欧州では新型コロナウイルスの感染状況が改善し始めている一方、米国では悪化傾向にあるという認識なども、そのような見方の支援材料になるとみています。

緩和的な環境は続く

主要国債利回りは、実質的なイールドカーブ・コントロールが行われているとの認識に支えられ、狭いレンジ内での動きを続けています。

通常では、ワクチンが2021年の成長を押し上げるとの期待感や、その結果として来年後半にもバランスシート拡大が終了するとの見方は、利回りの上昇及び利回り曲線のスティープ化につながっても不思議ではありません。しかし、欧州中央銀行(ECB)は12月にも、債券購入を4,000億ユーロ増額させるとみられており、米連邦準備制度理事会(FRB)も買入対象の国債の年限を延長する意向を表明するとみられています。

このような動きは利回りを抑制する要因となり、可能な限り緩和的な金融環境を促す要因になり得るでしょう。結果として、主要国債利回りは当面の間はレンジ内の動きに留まる可能性があるかとみています。

一方で、欧州周辺国国債のスプレッドは今後も縮小基調を維持するとの見方を継続しており、スペインやイタリア国債の利回り自体は過去最低水準に達し、投資妙味はやや薄れている可能性はあるものの、このようなトレンドはもう少し続く可能性があるかとみています。その他では、ブレグジット関連の話題は嫌な匂いのように漂い続けていますが、英国とEUが歩み寄る選択肢は依然残されているようです。

今後の見通し

過去数週間で見られたトレンドがもう少し続く可能性があるとみており、来年1月後半までは、市場が比較的前向きなトーンで推移する可能性があるかとみています。ここ数週間は、ポートフォリオ全体のリスクに注意を払いながら、可能な限りリターンを収益化することを目指してきました。

今後数週間では、ボラティリティが更に低下し、スプレッドの縮小が続くとともに、米ドル安が加速することで、エマージング通貨が良好な形で1年を締めくくることができると予想しています。

クリスマスを前に市場参加者が減少し始めるまで、取引日としては残りわずか3週間となりました。ECBの追加緩和やハト派なFRB、ワクチンの配布開始、欧州でのロックダウン規制の緩和などを含み、今後数週間以内に予想される話題が、既にほとんど市場に織り込まれているとは言え、全体的にややリスク資産にポジティブな内容になることを期待しています。

また、一部のストラテジストが、来年の見通しにおけるデフォルト率予想を引き下げる格好で希望に届き、足元のローテーションから依然として利益が得られる余地があるという押し売りを始める可能性もあるとみています。

過去数日間は、実体経済を支えるための政策を行う上での副作用として、政策担当者が資産価格の更なる上昇を容認する、ゴルディロックス（適温相場；「ゴルディロックスと3匹のくま」というイギリス童話に由来）の中にいるような感覚を覚えました。

2021年には、政策の転換点が近くなったときに、いずれはベア（熊、弱気派）がゴルディロックスを迎えに来ることになるでしょう（童話の中では、最終的に熊がゴルディロックスという女の子を見つけます）。しかし今のところは、ゴルディロックスは3つのワクチンに満足し、そのワクチンのひとつは熱すぎたり、ひとつは冷たすぎたり、ひとつはちょうど適温であることすら心配しなくてよさそうです。現実世界では、少なくとも今のところ、全てのジャブ（jab；ワクチン）がジョブ（job；役割）を果たす見込みが高そうです。

ここから先、嫌なサプライズがないことを祈りましょう。過去9ヶ月間で、それはもう十分に経験してきたのですから。

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となります。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