



## 市場ではパーティーモードが続く

**ロックダウンが再開し、新型コロナウイルスの感染拡大が続く中、今年のクリスマスはグリッチによって台無しとなりました。しかし、2020年が終わりを迎えようとする中、スプレッドの縮小や米国株式の最高値更新が市場にポジティブなムードをもたらしています。**

先週は、新型コロナウイルスの更なる感染拡大により、米欧で追加の行動制限及びロックダウンが敷かれる展開となりました。政府や衛生当局高官は、季節的にお祭りモードになり兼ねない中で、冷静さを保つよう呼びかけるために最善を尽くしています。ワクチン接種が感染者数の減少という効果をもたらし、社会的な交流を可能にするまでには幾らか時間が掛かるとみられることから、目先には長く厳しい冬が待ち受けていることでしょう。

しかし、このような幾らか重苦しい雰囲気は、金融市場における価格動向とはまるでかけ離れています。継続的な緩和策が引き続きリスク資産の下支えとなり、米国株式市場は最高値を更新し、社債スプレッドは縮小しています。また、ビットコインも、史上初となる2万米ドル台を突破しました。

投資家心理を測る指標は、強欲が恐怖を凌駕していることを示唆しており、FOMO（Fear of Missing Out; 取り残されることへの恐れ）志向が価格を主導している証拠が見られ始めています。結果として、広範な市場の上昇がどこまで、またいつまで続く余地があるのかという点において、年末とは言いながらも市場は明らかに興味深い局面を迎えています。

### 2021年の市場における変動要因

10月末以降の市場で見られてきた2つの主な変動要因が、今のところは継続する可能性があるように思えます。

まず、ワクチンが広く普及することによって、来年後半に掛けて日常生活が取り戻されるとの期待感が、中期的な楽観ムードの追い風となっています。2020年の悲惨な悪夢から抜け出すことが出来、再び充実した人生を送ることが出来るとの期待感です。需給ギャップが完全に解消されるまでの間

2020年12月18日



**マーク・ダウディング**  
パートナー  
最高投資責任者 (CIO)

は、政策担当者が緩和策の解消を意識的に遅らせる姿勢を示している中、これは力強い成長と超低水準の政策金利がみられる激動の期間が待ち受けている可能性を示唆しており、資産配分がリスク性の資産に向かうという流れを生んでいます。

一方で、短期的には感染拡大や成長が二番底を打つとの警戒感は、必要に応じた追加の緩和策への期待感によって相殺されているとみられます。

これは、何らかのネガティブな報道があった場合には、中央銀行が実質的に「ブット」としての機能を果たすという認識につながることを意味しており、実際に追加金融緩和の唯一の道は資産購入の拡大であることから、これが実施されるたびに、資産価格の均衡点が上昇する展開になっているとみられます。

したがって、報道がポジティブであってもネガティブであっても、金融市場にとっては概ねポジティブに捉えられる傾向がある中で、ここ最近の投資家の行動は比較的合理的であると言えます。

## 2020年のテーマ

大まかに言えば、年初に発生したコロナ危機において、政策担当者が経済成長を下支えするためには実質的に「何でもする」ことを誓って以降、このような金融的抑圧や刺激策のパターンは、2020年の最も重要な投資テーマであったと言えるでしょう。

実体経済と金融市場との乖離は、K字型の経済回復という議論を促し、今年の市場では勝者と敗者の差が極めて明らかであったことも事実です。しかし、歴史を振り返れば、そのような傾向が永遠には続かないことを教えてくれるでしょう。

その意味で、来年の市場の方向性を理解する上で鍵となるのは、緩和策に関連した言動で潮目が変わり始める局面を見極める（そしてそれを先取りする）ことにあるとみています。

来年1-3月期は、経済指標にとってやや試練の数カ月となる可能性があるため、少なくとも今後数か月間は潮目の変化があるとは想定しづらいとみています。しかし、気候が暖かくなり始め、感染率が低下するとともに、ワクチン配布においても大幅な前進が見られれば、実体経済に対する楽観的な見方が広がり、金融市場では自信が失われる時が訪れるかもしれません。仮に経済が回復していれば、追加の刺激策が必要かどうかを巡って疑問の余地が生まれると見えています。

政策金利が上昇に向かうまでには数年掛かりそうではあるものの、中央銀行がこれ以上バランスシートを拡大させないとの認識は、市場での価格調整を促す要因になり兼ねないとみています。とりわけ、中央銀行による購入によって純発行額がマイナスとなってきた資産クラスでは、一般投資家が喜んで購入する新たな価格水準を見つける必要性が生じるかもしれません。したがって、市場の価格調整の幅は、その間価格がどの程度過度に引き上げられるかどうかによって依存する可能性が高いとみています。

## 欧州の分断

さらに欧州では、EUがあらゆる危機に比較的上手く対応し、団結を強化するための行動を取ってきた長い歴史があります。これは今年の危機においても当てはまることで、今後数か月間続く可能性が高いでしょう。

しかし、経済がひとたび回復軌道に乗れば、2022年までには財政規律を取り戻したい北部の国と、米国の財政拡張政策を指摘しながら、自らも巨額の財政赤字が続くことを容認されるべきであると主張する南部の国との間で新たな不和が生じたとしても不思議ではありません。このことは、再来年に控えた選挙を前にしたEU内での圧力の高まりにつながり兼ねません。

また米国においても、財務長官となったイェレン氏が、より積極的な財政出動への支持を集めるといふ、これまでの週次コメントでも何度か指摘してきた不確定要素も存在します。

また、1月初旬に予定されているジョージア州での上院選の決選投票で、民主党が両議席獲得するというサプライズがあれば、バイデン氏の大統領就任を前にして、その可能性が改めて浮き彫りになることでしょう。ただしより一般的に、これまでの米上院議員とのミーティングの経験から言えることは、増税を通じて返済する必要がないお金が用意されている、というシンプルな約束が、選択肢としては非常に魅力的であるということです。

つまり、米国で今後あるかもしれない、予想を上回る規模での財政拡張ブームの可能性を、市場は概して過小評価していると考えています。

このようにして、実体経済におけるデスインフレが金融資産のインフレをもたらしたあとは、よりリフレ寄りのスタンスへと移行することで、今度は金融市場におけるデスインフレという代償を伴いながら実体経済のインフレ率が上昇に向かうという可能性があると考えています。

## 市場の反転を見据える

2021年には過去12カ月間に経験したことと真逆の展開も予想されますが、いつも通り、投資においては転換点のタイミングを見極めることが鍵となります。今のところは、相対的にベータ値の高いクレジット債やエマーGING資産をやや選好し、米ドルに対するショート・バイアスを加えた現状のポジションには依然パフォーマンス上昇の余地があると考えています。

1月には、天候のような憂鬱なニュースが続く可能性があり、ネガティブな報道が更なる刺激策への期待につながるという今年末に掛けて見られていた傾向が続くと予想しています。

さらに年明けには、投資家が手元資金を投資に回すことで1月恒例の季節的な要因も加わるとみられ、市場の上昇を更に後押しする可能性があるでしょう。しかし、バリュエーションを注視し、上昇局面でポジションの利益を実現することを意識することも重要であると考えています。

したがって、比較的穏やかな1年のスタートとなるかもしれないものの、気候が暖くなる前に、よりディフェンシブなポジションへと資金の回避先を見つけておく必要があるとの意識を持ち、慎重さを維持する必要もあるとみています。

その結果として、ポートフォリオのリスク・バジレットの面では、来年にかけて徐々に金利をショート・ポジションへと傾け、過去9カ月間に亘ってパフォーマンスのけん引役となってきたクレジット・リスクに関しては減らしていく可能性もあるでしょう。

## 今後の見通し

2020年の最後の2週間を迎えるにあたり、ボラティリティは低位に留まり、足元のトレンドが引き続き市場にとって幾らかポジティブである状況が続くことを期待しています。ブレグジット関連の不確実性の継続はリスク要因ですが、合意の日は近いとの見方を維持しています。ただし足元では、交渉にこれほど時間が掛かっていることで、批准までに残された時間が少なくなっており、何らかの事故が発生する余地が拡大しているというリスクも高まっています。

さらに、2021年の英国経済を展望すると、当面は他の経済を下回るパフォーマンスを強いられる可能性があるともみられ、英ポンドの上昇があったとしても短期かつ小幅に留まるとの見方から、現段階でロング・ポジションを維持するインセンティブには欠けると判断しています。

終わりに、この週次コメントを読んでくださっている皆様に、素敵なクリスマスをお祈りしたいと思います。次の週次コメントは年明けの配信を予定しています。確かに、今年のクリスマスはグリーンチに盗まれたと言えるでしょう。それでも、2020年という年が、これ以上に最悪の年になっていた可能性もあるということを忘れてはいけません（信じがたいですが、これ以上に、です）。そして何よりも、2021年には多くの楽しいことが待ち受けているという期待を胸に、私たちは前に進むことが出来ます。皆様に幸運が訪れることを祈っています。

## 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