

2021年見通し： リカバリーとローテーション



デビッド・ライリー
投資戦略ヘッド

2020年12月

2021年は、グローバル経済及び市場にとって転換点になる可能性があるでしょう。有効なワクチンが普及することによって、より本格的な回復が見込まれるとともに、市場では、ディフェンシブ及び高格付け銘柄から、より成長に敏感なセクターへと主導権が移っていきとみられます。ただし、正常化への道のりには紆余曲折も予想されます。

まとめ

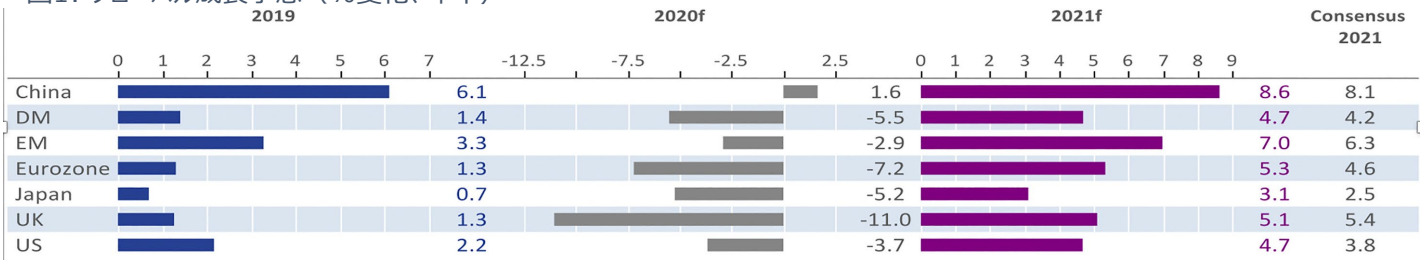
- 新型コロナウイルスの有効なワクチンの普及が、グローバル経済の回復の鍵を握る
- ワクチン開発で、より早期かつ完全な経済回復がもたらされるはずとの想定を踏まえ、ブルーベイでは2021年の成長予想を上方修正
- 経済回復が完了するまでは、金融及び財政政策が引き続き景気を下支え
- 景気回復の継続及びボラティリティの低下は、リスク資産を支え、パフォーマンスの主導権は、長期の成長資産（特に米テクノロジー）やディフェンシブセクター、高格付け銘柄から、コモディティやシクリカル関連、コロナの影響を受けたセクターやエマージング市場など、最も成長に敏感な資産へと移行
- ゼロ/マイナス金利及び最低水準にある債券利回りを背景とした利回り需要は続き、企業がレバレッジを削減し、新規発行が減少する中で、引き続き投資適格債への需要は高まる
- ダウンサイド・リスクの継続が、ポジティブな見通しに対する確信度を抑制。「正常化」は一筋縄ではいかない。
- 相対価値の投資機会を活用するためには、慎重かつタイムリーな資産配分や、ファンダメンタルズ重視の銘柄選択、市場リスクのアクティブな運用が肝要

正常化への道

2021年のポジティブなマクロ及び市場見通しの背景には、新型コロナウイルスに対する有効なワクチンの発見があります。感染症の拡大、及びそれを食い止めるための努力が、グローバル経済を左右する主因となり、前例のない財政及び金融政策はグローバル経済の（完全ではないものの）大幅な回復を促してきました。

効果的なワクチンは、「正常化」への道につながり、経済の完全なる回復をより手の届く位置へと近づけることでしょう。また、広範に亘る、持続的な世界経済の回復と時を同じくして、市場での主役の入れ替わりが起こるとみています。具体的には、低格付けのシクリカル及びコロナ関連セクターや、エマージング（EM）市場が再び投資家に選好されるようになる一方、高格付け、ディフェンシブ、長期成長といった特徴を持つ資産は入れ替えの対象になる可能性があるでしょう。

図1: グローバル成長予想 (%変化、年率)



ワクチンによるリカバリー

今回、グローバル経済に近年で最悪のリセッションをもたらしたものは、公衆衛生の危機でした。これまでの景気後退の場合、そのきっかけは持続不可能な民間セクターの不均衡や、中央銀行による金融環境の過剰な引き締めでした。今回の危機への中央銀行と政府の政策対応も、家計及び企業にとってはパンデミック後までの財務的な架け橋となっており、介入規模という意味で前例を見ないものとなりました。実際に家計所得は2019年年の水準を上回り、企業の経営破綻の数も減りました。

北半球における感染の新たな波は、来年1-3月期の経済回復の妨げになるとみられています。ただしそれ以降は、ソーシャル・ディスタンスに関連した規制が解除へと向かい、ワクチンの広範な普及が期待される中、経済活動は再び反発するとみえています。中でも、旅行やレジャー、ホスピタリティ関連の痛手を被ったセクターがこのような回復を主導すると予想しています。

ソーシャル・ディスタンスに関連した規制が解除へと向かい、ワクチンの広範な普及が期待される中、経済活動は再び反発するとみえています。中でも、旅行やレジャー、ホスピタリティ関連の痛手を被ったセクターがこのような回復を主導すると予想しています。

ブルーベイでは、ファイザー/ビオンテック及びモデルナのワクチン発表を受け、特にこれらのワクチンがともに90%以上という高い有効性を示すとともに、現段階では深刻な副反応が見られなかったことから、2021年の成長予想を引き上げました。2021年の前半には、安定的かつ効果的な新型コロナウイルスのワクチンが接種可能になるとみえています。

ワクチンの有効率が大方の予想を上回ったことは、実際に接種が開始されれば、重症患者の数が大きく減少する可能性を示唆します。結果として、医療システムへの圧力は和らぎ、政府が経済と社会活動の制約を維持しなければならない状況も緩和されるとみえています。

完全に回復が達成されるまでの間は、継続的な金融と財政政策による支援が欠かせないとみえています。

ワクチンの効果が継続する期間や、最もリスクが高い人々への有効性、感染拡大を防ぐという意味での有効性など、依然多くの疑問は残っているものの、より効果的なワクチンが想定よりも早く開発されたことは、より力強い、完全なる経済回復の見通しを大幅に強めるもので、継続的に経済に「傷」が残るリスクも低減するとみえています。

完全に回復が達成されるまでの間は、継続的な金融と財政政策による支援が欠かせないとみえています。米国では、感染拡大の第3波への対応として、2021年1-3月期に7,500億米ドルから1兆米ドル規模の財政支援が見込まれます。

欧州では、7,500億ユーロの「次世代EU」基金（復興基金）からの資金提供に加え、各国政府が追加での財政支援を計画しています。

ブルーベイでは、中央銀行が非常に緩和的な姿勢を維持し、正常化や完全な景気回復への道りがより確実になるまでは、緩和策を維持するとみえています。欧州中央銀行（ECB）は、資産購入額を4,000億ユーロ近く増額する意思を示しているほか（注：実際には12/10に5,000億ユーロの増額を発表）、米連邦準備制度理事会（FRB）も、インフレ率が2%の目標を持続的に上回り、失業率がパンデミック前の低水準に近づくまでは、量的緩和及びゼロ金利政策を続けるとみられます。

ブルーベイの予想成長率は市場のコンセンサスよりも高い水準で、米経済は2021年後半にはコロナ危機前の水準に回復することを予想しています。パンデミックが与えた経済的ショックは、米国よりも欧州の方がずっと深刻で、ユーロ圏の来年の成長率は（米国を上回る）5%超になると予想しながらも、危機前の水準に戻るのには2022年以降になるとみえています。

その他の地域を見てみると、中国経済は例外的な存在で、ウイルスをより効果的に抑制しており、大規模な財政及び信用刺激策を背景に、足元で既にコロナ危機前の生産レベルを超えています。英国は、2021年に数十年ぶりの高成長を成し遂げると予想されますが、これは2020年の景気後退の深刻さ（先進国経済で最も大きな落ち込み）を物語るものであるとともに、EUとのブレグジット後の通商交渉が何らかの合意に至ることを前提としています。

ワクチンがEM諸国に広範に行き渡るまでには、先進国よりも時間が掛かるとみられますが、繰り返す感染拡大の波のリスクは低減されるとみられます。また、EM経済はグローバル経済の回復及び中国経済の継続的なアウトパフォーマンスによる恩恵を受けることになるでしょう。

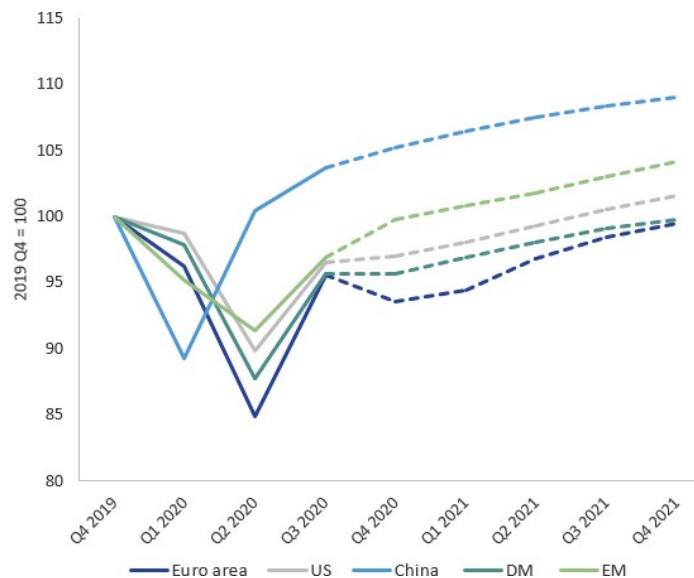
ミクロ的な視点から言えば、見通しはEMの地域ごとに異なり、アジアEM国が欧州EM国よりも好調になると見られる一方、パンデミックの深刻さや政策支援の余地が限られていることなどから、中南米EM国は全体的な回復基調に遅れる可能性があるともみえています。

主役の交代

ワクチンによる経済の再開や、その後のグローバル経済の回復は、新型コロナウイルスやソーシャル・ディスタンスによる影響を最も深刻に受けたセクターの資産及びシクリカルセクターにとって、好材料になるとみえています。2017年同様に、2021年の広範かつ持続的なグローバル経済の拡大や、市場ボラティリティの低下は、リスク資産の下支えとなり、市場の主導権はこれまでの、長期成長資産（特に米テクノロジー）やディフェンシブセクター、高格付け銘柄から、最も成長に敏感な資産、具体的にはコモディティやシクリカルセクター、コロナによる影響を受けたセクター、EM資産などへ移行するとみえています。

高格付け銘柄と低格付け銘柄間のスプレッド縮小や、コロナ関連及び（銀行などの）シクリカル資産のアウトパフォーマンスは、2021年の社債市場における主要なテーマになると予想しています。また、米ドルや米国債などの安全資産は、相対的に軟調なパフォーマンスになると予想しています。

図2: 実質GDP (2019年10-12月期 = 100)



出所：ブルーベイ・アセット・マネジメントの予想及び予測、2020年12月1日

グローバルでの活動状況の回復は資源価格の上昇や米ドル安トレンドを促す要因となるでしょう。FRBの超ハト派姿勢やバイデン政権下での貿易及び地政学リスクの低下見通しは、特にEM資産の追い風になるとみえています。

グローバル経済の回復やリフレは通常、市場での米ドル安とEM通貨高を伴います。中国経済の底堅い回復や貿易黒字の拡大、中国の国債利回りが先進国利回りを大幅に上回る点を考慮すると、人民元の堅調な動きが続くとみえています。EM通貨は多くの評価基準において「割安」とされており、投資家がシクリカル及び「バリュー（割安）」資産へと資金をローテーションさせることによる恩恵を受けるとみえています。また、イールドカーブはスティープ化した状態にあり、実質利回りは魅力的であると考えています。

中期的な成長見通しの改善やインフレ見通しは、主要国債のイールドカーブの小幅なスティープ化につながる可能性があります。中央銀行は金融環境の過度な引き締めは回避したい意向であると考えています。FRBの「平均インフレ目標」の概念への移行は、ECBも何らかの形で追随する可能性があり、足元の政策金利や流動性環境が来年、さらにインフレ率が目標を持続的に上回るまで継続されることを示唆しています。

グローバルでの活動状況の回復は資源価格の上昇や米ドル安トレンドを促す要因となるでしょう。FRBの超ハト派姿勢やバイデン政権下での貿易及び地政学リスクの低下見通しは、特にEM資産の追い風になるとみえています。

多くのEM現地通貨建て債市場のイールドカーブは相対的にスティーブな（急勾配の）状態で、EM通貨は過去最安値圏を推移しています。EM外貨建て債、とりわけハイ・イールド市場は、投資適格債や先進国ハイ・イールド資産のパフォーマンスに出遅れています。

ゼロあるいはマイナスの政策金利や、超低水準にある債券利回りを踏まえれば、利回りを求める動きは続くと考えられ、投資適格債への需要を高めるとみえています。また、企業がバランスシート修復に集中し、手元資金を厚くしているなか、新規発行額の減少も予想されます。

ハイ・イールド及びディストレス・クレジット、とりわけ銀行劣後債や旅行やレジャー、ホスピタリティ関連など、新型コロナウイルスの影響を色濃く受けたシクリカル資産には、さらなる上昇余地があるとみえています。メザンや投資適格未満のストラクチャード・クレジットなどの資産も良好なリターンがもたらされると予想しています。

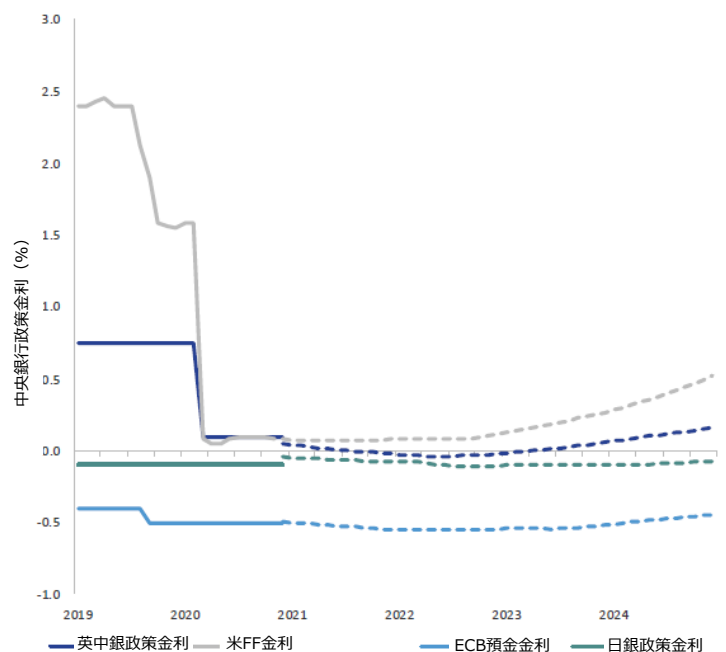
でこぼこ道

2021年のポジティブな見通しに対する確信度への妨げとなるのは、ダウンスайд・リスクの継続です。足元では感染拡大の新たな波や入院患者の増加、行動制限の再導入によって、パンデミックがもたらした医療と経済へのリスクを再認識することとなりました。「正常化」は紆余曲折なしには実現できないでしょう。

2021年のポジティブな見通しに対する確信度の妨げとなるのは、ダウンスайд・リスクの継続です。「正常化」は紆余曲折なしには実現できないでしょう。

何十億個ものワクチンを世界中に配布するため、まず輸送面での課題が生じます。仮に複数のワクチンが承認されれば、2021年の半ばまでに、十分な人口へとワクチンが行き渡り、正常化が促される可能性は高まるでしょう。

図3:市場が織り込む短期金利見通し



注記：オーバーナイト・インデックス・スワップ（OIS）から算出したインプライド政策金利
出所：Bloomberg, 2020年12月1日

しかし、規制面での遅れや市民の接種の遅れ、輸送面での課題などは、いずれもその妨げとなり得る要因です。

また、可能性は低いとみているものの、政策判断を誤ってしまうリスクも、完全に無視することはできません。特に、財政支援が早期に解除されてしまうなどのリスクが考えられます。各国の財政担当者は、記録的な政府借入額や、高水準及び増加傾向にある公的債務に懸念を抱いています。また、ワクチンへの期待と死亡率の低下を受け、財政支援の維持に向けた政治的な意思も損なわれる可能性があります。しかし、中央銀行が2021年の純国債発行額の全額を吸収できる見通しであるほか、借り入れコストが歴史的な低水準にあるなか、財政支援の早すぎるタイミングでの解除は、政策ミスにつながるとみえています。

金融支援が解除されるリスクはより低いと考えています。ただし、中央銀行が長期に亘り低金利政策を維持する姿勢を示しながらも、2021年後半には資産購入規模の縮小を示唆する可能性はあるでしょう。中央銀行が追加流動性を供給すると安心感が取り除かれることは、2013年の夏と同様に市場のボラティリティを高めることになるかもしれません。

高インフレ率あるいはインフレ率の上昇は、吠えることのなさそうな犬に例えられます。しかし、ワクチンが必要と雇用の回復を後押しする一方、バランスシートの修復を優先する慎重な経営陣が投資を手控えることで、供給量が抑制されるなか、インフレ圧力が急速に高まる可能性はあるとみえています。

中央銀行は、より緩和的な平均インフレ目標を導入している中であって何らかの対応する可能性があり、投資家のポートフォリオの大幅な再構築を促す可能性があると考えています。

結論：前向きだが、油断は禁物

有効なワクチンの発見や、継続的な政策支援を踏まえ、2021年はポジティブなマクロ経済及び市場見通しを持っています。以前のグローバル景気後退とは違い、今回は公衆衛生での危機によってビジネスサイクルが終了しました。そのため、グローバル金融危機以降のように、金融不均衡を解消することは経済回復にはつながらないとみています。

しかし、新型コロナウイルスとの戦いに、まだ勝利した訳ではありません。勝利の行方は、成功まで予想以上に時間が掛かりそうな、ワクチンの一般への普及状況次第になるでしょう。中央銀行の支援によって、この危機による恒久的な経済への打撃は大幅に低減された一方で、債務増や流動性の罫のリスクといった負の遺産によって、将来の経済危機対策のための政策余地は狭まっています。

多くの資産のバリュエーションは歴史的に割高な水準にあり、投資家はさらなる上昇余地に警戒感を募らせています。しかし、3月から11月初旬のワクチン開発の進捗までの市場の上昇には、ある種の弱気な側面があり、稀に見る不確実性とボラティリティ上昇といった環境の中で、成長銘柄あるいはディフェンシブ銘柄へプレミアムを支払う状況でした。

11月初旬からは、シクリカルやバリュー、EM資産がアウトパフォームするローテーションが見られたものの、これら資産のリスク・プレミアムは依然として高止まりしています。リカバリー（経済回復）とローテーションが起こるとの見通しは今や市場のコンセンサスとなっているものの、バリュエーションや投資家のポジションからは、それが完全に織り込まれた水準からは、まだかなり遠いとみています。市場は先を見越して動いているものの、北半球におけるウイルス感染拡大の波や短期的な経済見通しの悪化に加え、ワクチンがどの程度早期に経済活動の完全な再開を促し、正常化への道筋を立てられるかは、依然として不透明で、投資家の懸念要因となっています。

図4：主な資産の2020年初来リターン



出所：Bloomberg, Macrobond, ブルーベイ、直近のデータは2020年12月1日

インデックスの大幅な上昇という目に見えた形で必ずしも現れない市場での主役交代では、投資家は対処するのが難しいだろうと考えています。相対価値の投資機会を活用するためには、慎重かつタイムリーな資産配分や、ファンダメンタルズ重視の銘柄選択、市場リスクのアクティブな運用が肝要になると考えています。投資家はリカバリーとローテーションに備えるべきであるものの、慢心は常に戒められることから、ダウンサイド・リスクを過小評価すべきではないと考えています。

ディスクレーム

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

