

Weekly commentary

Sept. 28, 2020

BlackRock®

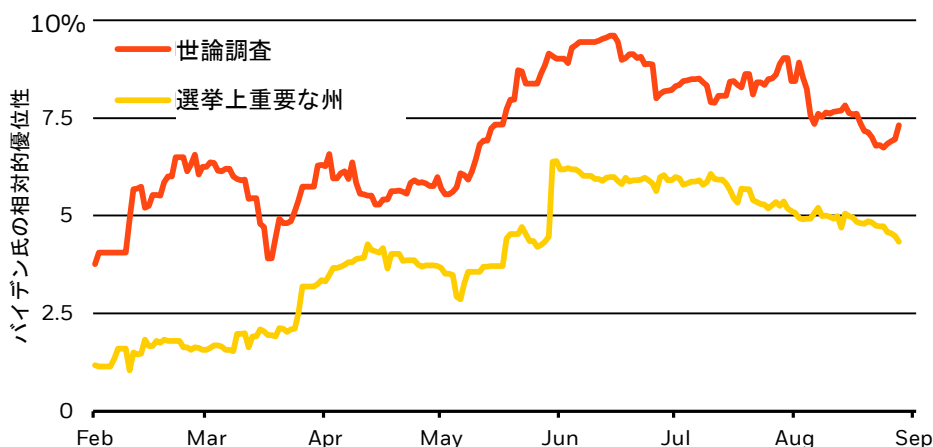
これまでの経過を反映する米国選挙

- ・ 米国の選挙結果は、米国の財政刺激策、公共投資、税制、規制、外交問題などを左右する可能性があり、市場に大きな影響を与えることになるとみています。
- ・ 先進国市場では、新型コロナウイルスの影響が異なるためそのペースに差はあるものの、経済活動の再開は予想よりも前倒しで進んでいます。
- ・ 市場は今週、米大統領候補者による第一回討論会、米消費者信頼感指数、雇用統計に注目するでしょう。

米国の選挙は、コロナウイルスの感染拡大、景気後退、不安定な国内情勢という歴史的に例をみない背景の中で行われています。その結果は、財政刺激策、公共投資、税制、規制、外交といった主要な政策分野に重大な影響をもたらす可能性があります。また、サステナビリティに対する政策や市場の注目度が高まり、構造的なトレンドがさらに加速する可能性もあります。

今週のチャート

バイデン候補の世論調査vs. 選挙上重要な州における優位性：2020年



出所：FiveThirtyEightのデータを基にBII作成。2020年9月時点。

注記：オレンジ色の線は、全米世論調査において、ジョー・バイデン前副大統領がドナルド・トランプ大統領をどれだけリードしているかを示しています。黄色の線は、6つの重要な州（アリゾナ州、フロリダ州、ミシガン州、ノースカロライナ州、ペンシルバニア州、ウィスコンシン州）におけるバイデン氏のリードを平均した数値を示しています。

民主党指名のジョー・バイデン前副大統領は、最近の世論調査でドナルド・トランプ大統領に約7ポイント差をつけてリードしており、レースでは優位に立っているようにみえます。このリードは今年に入ってから非常に安定しています。しかし、トランプ氏にとって再選への道筋となる可能性のある重要な州では、バイデン氏のリードはやや小幅となっています（上の表をご覧ください）。米国上院の選挙は、バイデン政権となった場合に、その掲げた政策を実行できるかどうかの鍵を握っていますが、拮抗していると思われます。ブラックロックは、有力と思われる3つのシナリオを想定しています。1) ホワイトハウスと議会で民主党が圧勝（民主党が上院の支配権を獲得）、2) 議会がねじれた状態でのバイデン勝利、3) 現状維持のトランプ勝利。

感染症の影響で選挙を実施する上でこれまでになく困難な状況が生まれています。郵送による投票が大幅に増えることにより、投票集計が複雑になり、結果の確定が遅延し、法的な問題が起きるおそれもあります。したがって、私たちは、選挙に時間がかかり、結果が出るのが遅れるという重大なリスクがあるとみています。選挙の期間が数週間から数か月におよぶ可能性もあります。



Mike Pyle

Global Chief Investment Strategist – BlackRock Investment Institute



Elga Bartsch

Head of Macro Research – BlackRock Investment Institute



Scott Thiel

Chief Fixed Income Strategist – BlackRock Investment Institute

BlackRock
Investment
Institute

ブラックロックは、財政政策が、コロナショックを経て経済の支えとなっているため、最も注視すべき重要な分野であるとみています。バイデン氏が勝利する2つのシナリオは、この財政政策の点において、大きく異なるものになると考えています。民主党が勝利すれば、新たに大規模な財政刺激策への道が開かれ、グリーンエネルギー、輸送、住宅への支出が増加する可能性が高いものの、企業や富裕層への増税も想定されます。共和党が上院を支配し、バイデン氏が勝利した場合には、野心的な財政刺激策とインフラ支出は大幅に減り、大規模な税制改正は行われなかつてもいいかもしれません。この2つのシナリオ間の財政支出の正味の差は、今後数年間のGDPの数%ポイントにもなりうると試算しています。トランプ氏が2期目を迎えた場合の財政支出は、この2つのシナリオの中間に位置することになるとみています。

選挙結果は、ブラックロックが追跡している主要な地政学的リスクにも影響を与えるでしょう。いずれのシナリオでも、バイデン氏の勝利は、より予測しやすい貿易・外交政策への回帰につながる可能性が高く、短期的には新興市場の資産とリスクに対するセンチメントを広く下支えするでしょう。しかし、バイデン氏の下では、対中強硬姿勢を強化する超党派的な支持があるため、テクノロジー、貿易、投資などあらゆる面で米中の対抗意識は構造的に高まった状態が続くと考えます。また、気候変動に関する政策も重要な焦点となるでしょう。米国はパリ協定に直ちに再加盟し、排出量削減目標を引き上げる可能性が高いと思われます。米国の財政計画は、欧州連合（EU）の最近の取り組みに加えて、グリーン景気刺激策の世界の協調を後押しする可能性があります。それとは対照的に、トランプ氏が勝利すれば、貿易と移民に関する「アメリカ第一主義」の姿勢がさらに強まることになるでしょう。

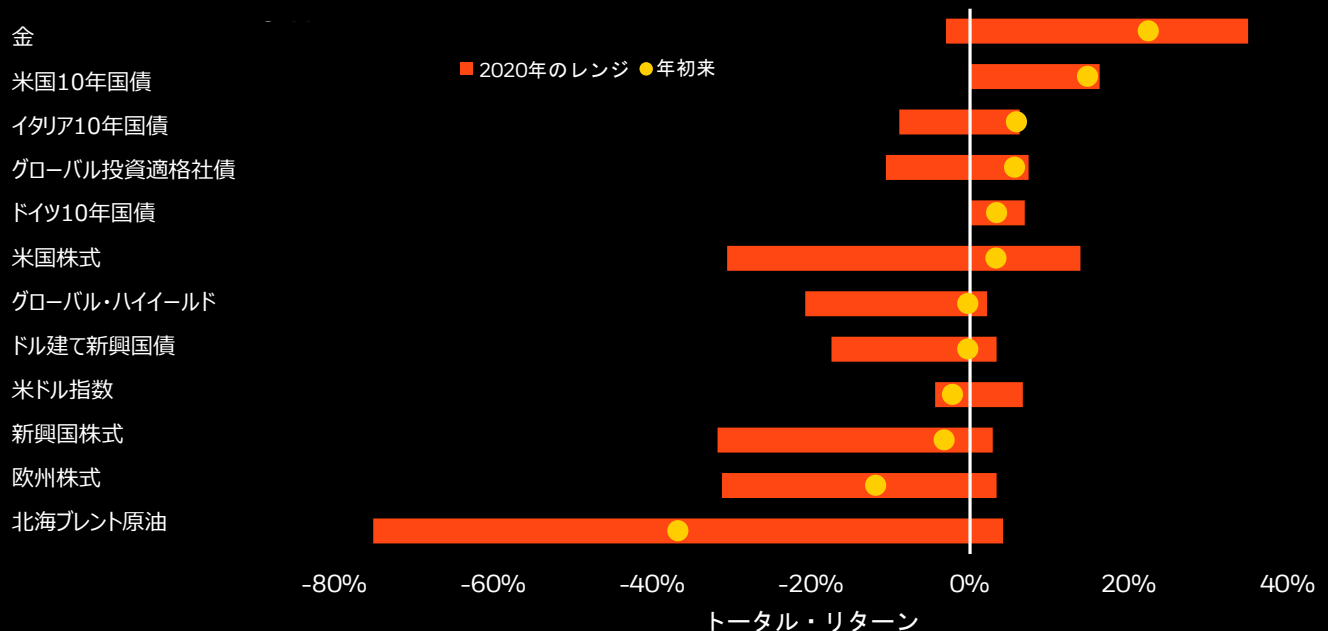
いわゆる「税制中心」の選挙分析では、民主党の大勝は市場にマイナス、ねじれ議会はプラスとされていますが、この分析結果は単純化しすぎていると考えます。例えば、民主党政権が両議会を掌握した場合、投資家は増税や規制強化と、より大規模な財政支援策や予測可能な外交政策とのバランスを取らなければならないでしょう。このシナリオでの主な影響は、債券市場と、株式市場におけるリーダーシップに表れると考えます。民主党の政権発足により長期金利が上昇し、イールドカーブの僅かなスティープ化につながる可能性があります。また、小型株を含む米国内の事業比率が高い企業の株式が最も恩恵を受ける可能性があり、一方で、増税と規制強化により大型株に下押し圧力がかかる可能性があります。このシナリオは、インフレの上昇に備えることに加え、先進国市場の名目国債の戦略的なアンダーウエイトを強化することにつながります。サステナビリティへの構造的なシフトは、選挙結果にかかわらず続くと考えていますが、民主党の圧勝シナリオの下ではその動きが加速する可能性があります。

市場環境

先進国市場では、コロナウイルスの影響が異なるためそのペースに差はあるものの、経済活動の再開は予想よりも前倒しで進んでいるようです。市場のボラティリティは、ここ数か月リスク資産の堅調な回復が続いた後で上昇しました。11月の米国選挙を前にボラティリティが高い状態が続くとみています。米国の新たな財政パッケージについては、選挙前に打ち切られるかもしれません。また、感染症は依然として多くの国で拡大しており、米中の緊張は高まっています。

パフォーマンスを振り返る

一部資産における2020年初からのパフォーマンスおよび同レンジ



過去の実績は、現在または将来の成果を示す信頼できる指標ではありません。また、指数に直接投資することはできません。

出所：Refinitiv、Datastreamのデータを基にBII作成。2020年9月。

注記：棒グラフの両端は2019年末を基準とした最低リターンと最高リターンを示し、その中の点は年初来のリターンを示しています。新興市場（EM）、ハイイールド、グローバル・コーポレート・インベストメント・グレード（IG）のリターンは米ドル建てで、その他は現地通貨建てです。使用している指数もしくは価格は、spot Brent crude, MSCI USA Index, the ICE U.S. Dollar Index (DX), MSCI Europe Index, Bank of America Merrill Lynch Global Broad Corporate Index, Bank of America Merrill Lynch Global High Yield Index, Datastream 10-year benchmark government bond (U.S., German and Italy), MSCI Emerging Markets Index, spot gold and J.P. Morgan EMBI indexです。

MKTGM1020A-1358862-2/4

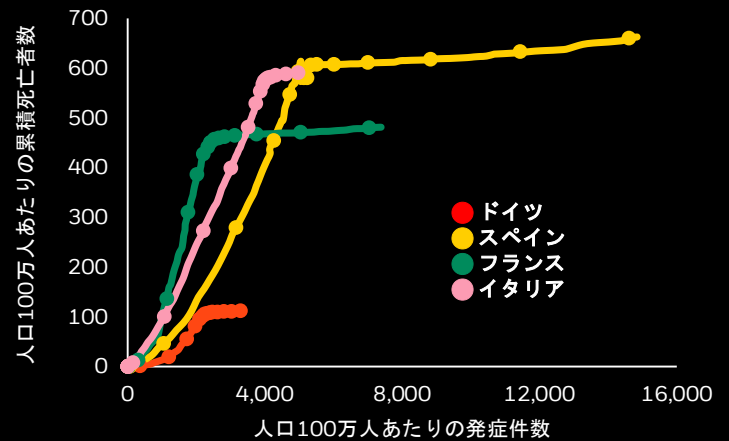
マクロに関するインサイト

ユーロ圏におけるコロナウイルス感染症の増加は、完全なロックダウンへの回帰を予感させるものではないかもしれません。発症の増加は、検査件数の増加を一部反映したものでしょう。重要なことは、コロナウイルスの新規感染者の平均年齢が低下しているため、死亡率が症例数に比例して上昇していないことです。検査体制の改善と死者数の増加ペースの鈍化は、当局が局所的な感染再燃に対応し、追跡能力を向上させる時間的余裕ができることを意味します。マスク着用義務化とソーシャル・ディスタンスを求める法律は、コロナウイルスの拡大遅延につながっているようにみえます。

ユーロ圏における経済活動の再開は引き続き予想を上回るペースで進んでいるものの、その勢いは失われつつあるように思われます。この地域における人々の移動は、コロナウイルスの感染が拡大する前をわずかに10%下回る水準となっています（米国は同25%）。感染率が上昇した地域では移動の回復が鈍化していますが、方向性は依然として増加を示しています。鉱工業生産と建設は、特にイタリアとスペインで力強い回復をみせています。サービス業の回復は、対面接触が多いセクターの厳しい環境を反映し、まちまちとなっています。

発症件数は急増しているが致死率は低い

ユーロ圏の新型コロナ感染症の累積発症件数および死亡者数：2020年



出所：Our World in Data、Haver Analyticsのデータを基にBII作成。2020年9月。
注記：ライン上の点は、14日間隔で症例数と死亡者数を示しています。点と点の間隔が広いほど、拡大ペースが速いことを示しています。なおスペインで死亡者数がわずかに減少したのは、測定方法の変更が原因です。

投資テーマ

1 経済活動の再開

- 経済活動の再開は広がりを見せ、直近IMFが世界の経済成長見通しの上方修正を示唆したことも表れているように、先進国市場では予想を上回るペースで進んでいます。しかし、活動再開のスピードは国によって異なり、コロナウイルスの動向の違いに左右されています。
- 今後数カ月の間は、局所的な制限が主なコロナウイルス対策となり、完全なロックダウンに戻る可能性は低いとみています。致死率と入院率は、症例数が増えても低下しています。
- 経済全体として持続的な打撃を受けたことを示す証拠は今のところ限定的ですが、コロナ後の世界への適応は、特に対面接触が多いセクターにとっては痛みを伴う可能性があります。
- 米国では財政が疲弊するリスクが顕在化しつつあり、景気回復が勢いを失いつつあるとの懸念が高まっています。財政支援の延長交渉は停滞しており、11月3日の選挙までに財政支援のパッケージが出てこないリスクが高まっています。
- 市場へのインプリケーション**：ブラックロックはややリスク選好のスタンスを取っており、戦略的（長期）および戦術的（6-12ヵ月）ポートフォリオの両方において、ハイイールド債をオーバーウェイトとしています。また、欧州のシクリカル（景気に影響を受けやすい）資産を選好しています。

2 政策の変革

- コロナショックに対応した財政金融面の協調は、まさに政策の変革です。米連邦準備理事会（FRB）は、インフレ率が目標をオーバーシュート（上回る）することを明確に目標とする政策フレームワークを展開し、他の主要な中央銀行をリードしています。
- 今回コロナウイルスが米国とユーロ圏の経済に与えた打撃分は、財政措置と金融措置によってカバーされている、とブラックロックの分析は示唆しています。
- 前例のない欧州の復興基金の創設により、相互債務が導入され、他の安全資産に対抗しうる欧州の共同債が発行される予定です。ただ、これにはまだ欧州議会と各国議会の承認が必要です。
- 金融政策と財政政策の境界が曖昧になっていることは、政策調整のための適切なガードレールが不可欠であることを意味しています。ガードレールがない場合、主要な中央銀行がインフレ期待値を目標水準に対してグリップできなくなるリスクがあると考えられます。グローバル化の進展など、コロナウイルスによって加速した他の構造変化と重なり、今後5年間でインフレ率が上昇する可能性があります。
- 市場へのインプリケーション**：ブラックロックは名目国債をアンダーウェイトしており、戦略的な観点からインフレ連動債を選好します。戦術的にはハイイールド債を選好します。米国株は財政刺激策の行方に左右されやすく、テクノロジー株にはポジションが集中しており、その巻き戻しに脆弱とみています。

3 真の耐性

- 構造的なトレンドが急速に強まったことで、ポートフォリオの分散投資のあり方が変化しています。より細分化された世界の中で、国・地域、セクター、企業が分散投資の担い手として復活し、実体経済のトレンドに対する耐性を提供するとみています。
- ポートフォリオの耐性は、幅広い資産クラス間の分散だけではありません。投資家は、プライベート・マーケットなど、分散を可能にする代替的なリターンの源泉を検討すべきでしょう。
- サステナビリティに焦点を当てることは、ポートフォリオの耐性を高めることにつながると考えます。サステナブル投資の採用は、今後何年にもわたってリターンの優位性をもたらさる構造的な変化であり、コロナショックはこの変化を加速させているように思われます。
- 市場へのインプリケーション**：戦略的なポートフォリオには、サステナブル資産、プライベート（非上場）資産、および国・地域別資産への投資を通じて慎重に分散するのが好ましいと考えます。ブラックロックは、戦術的な観点ではクオリティ（財務基盤が強固など質が高い特性を持った）のファクターをオーバーウェイトし、政策面の裏付けのある資産を選好し、全体として新興国よりも先進国市場を選好します。

重要事項

当レポートの記載内容は、ブラックロック・グループ（以下、ブラックロック）が作成した英語版レポートを、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、弊社）が翻訳・編集したものです。また当資料でご紹介する各資産の見通し（米ドル建て）は、米国人投資家などおもに米ドル建てで投資を行う投資家のための見通しとしてブラックロック・グループが作成したものであり、本邦投資家など日本円建てで投資を行う投資家の皆様を対象とした見通しではありません。

記載内容は、米ドル建て投資家を対象とした市場見通しの一例として、あくまでご参考情報としてご紹介することを目的とするものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではなく、また本邦投資家の皆様の知識、経験、リスク許容度、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的等を勘案したものではありません。記載内容はブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。各種情報は過去のもの又は見通しであり、今後の運用成果を保証するものではなく、本情報を利用したことによって生じた損失等についてブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。記載内容の市況や見通しは作成日現在のブラックロックの見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し予告なく変更される可能性があります。またブラックロックの見解、あるいはブラックロックが設定・運用するファンドにおける投資判断と必ずしも一致するものではありません。

投資リスク・手数料について

・投資信託に係るリスクについて

投資信託の基準価額は、組入れられている有価証券の値動きの他、為替変動による影響を受けます。これらの信託財産の運用により生じた損益はすべて投資者の皆様へ帰属します。したがって、投資信託は元金および元金からの収益の確保が保証されているものではなく、基準価額の下落により投資者は損失を被り、元金を割り込むことがあります。また、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

・手数料について

弊社が運用する公募投資信託については、ご投資いただくお客さまに以下の費用をご負担いただきます。

■ 直接ご負担いただく費用

お申込み手数料： 上限4.40%（税抜 4.0%）

解約手数料： ありません。

信託財産留保額： ファンドによっては、信託財産留保額がかかる場合もあります。

投資信託説明書（交付目論見書）および目論見書補完書面の内容をご確認ください。

■ 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

信託報酬： 上限2.6158%（税抜 2.378%）程度

■ その他の費用

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。（その他の費用については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。）

※リスク及び手数料の詳細につきましては、投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。

お問い合わせ先

ブラックロック・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第375号

加入協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、

日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

ホームページ <http://www.blackrock.com/jp/>

〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館