



グリーン・スワンに取って代わるブラック・スワン

少なくとも現在のところは、疫学がESGに取って代わって市場の価格変動の要因となっています。

先週のグローバル金融市場の価格動向は、新型コロナウイルスの感染拡大に関連した報道に左右される展開となりました。

交通網を閉鎖し、公共の場ではマスクを着用するといった厳しい規制に関わらず、新たな感染拡大のピークはまだ先であると見られ、湖北省以外の地域における感染事例が増え始めていることに対する警戒感が広がっているようです。

新型コロナウイルスの与える影響

航空会社が中国への便を取り止め、春節休暇が明けても企業や工場が閉鎖している状態が続くことを考慮すると、反対側での需要刺激策の効果にもよるものの、中国のGDPが1～2%程度影響を受ける可能性もあるとみています。

これまで他国において、ストライキや雪の影響による閉鎖がどの程度GDPに影響を及ぼしたか、を見ていることは、今後の経済活動の進展を予測する上で役立つかもしれませんが、今回のウイルスがどの程度の速度で、どの範囲まで拡大するか、更にその結果としてグローバルにどのような影響が及ぶかどうかを見極めることは非常に困難です。

業種レベルで明らかにネガティブな影響を被るのは、旅行や観光業であると言えるでしょう。その他の見方としては、これに伴う不足や障害が、短期的にインフレを押し上げる要因になると見ることもできるかもしれません。

2020年1月31日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)

更にその先を見据えると、今回のウイルスによる死亡事例が高齢者や持病のある人に集中していることから、その致死率は低いと見られ、よりグローバルに感染が拡大したとしても、最終的には、統計学的な観点に基づき、インフルエンザなどから死亡に至る一般的な事例の2倍程度の致死率に注目が集まることになるかもしれません。

新たな感染拡大のペースが収まれば、市場は即座に新型コロナウイルス以外の材料に目を向け始めると考えられます。実際、SARSの感染拡大が収束した2003年4月にもその傾向が見られました。

しかし、非常に分析困難かつ、数量化不可能な、リスクの正規分布上で左側に偏った状況に対処しなければならない現段階において、市場のリスクオフ基調が弱まることは予測しづらい状況です。

環境への脅威や気候変動上の転換点などに関連した「グリーン・スワン（緑の白鳥）」が2020年の話題の中心になると考えてきましたが、ある意味では、今まさに関心の的となっているグローバルなパンデミックという形での「ブラック・スワン（黒い白鳥）」と言った方がよりふさわしい状況になってきたのかもしれません。

利回りは低下基調に

このような中で、主要債券利回りは低下を続けました。米10年国債利回りは預金金利を下回る水準まで低下し、逆イールドが発生しています。

結果として、先週の米連邦公開市場委員会（FOMC）において、米連邦準備制度理事会（FRB）が非常に中立的な評価をしたにも関わらず、足元では、今後12カ月以内のFRBによる2回近くの下下げが市場に織り込まれている状況です。

ブルーベイでは、FRBがそのような形で下下げを実施する可能性は非常に低いと考えており、米国株式市場が堅調な企業業績に支えられているなか、米国内において新型コロナウイルスが広範に流行するなどの事態に発展しない限りは、国内要因から判断して、米国経済の成長の大幅減速を予測することは困難であると考えています。

中国の減速懸念は、2020年の欧州及びエマージング経済にとってよりネガティブになると言えるかもしれません。ただし、中国及び欧州における財政刺激策が、その影響を緩和すると予想しています。

今のところ、年初来でのユーロ圏経済指標は、緩やかな成長回復及び1%程度の成長と概ね整合的な内容となっています。ここ最近では政策担当者がダウンサイド・リスクの低下に言及し始めており、新型コロナウイルスがその流れを変える可能性はあるものの、追加利下げは経済に利益以上の害をもたらすとの認識が広がるなか、最終的に欧州中央銀行（ECB）の政策変更につながる可能性は低いとみています。

金利の不安定な動き

ECBとは対照的に、イングランド銀行（BOE、英中央銀行）の金利政策には疑問の余地が広がっているようです。

ここ最近の金融政策委員会（MPC）メンバーの発言は、BOEが先週の政策決定会合において、政策金利を0.75%から0.50%に引き下げるかのような憶測につながりました。しかし、ここ最近の英経済指標は、総選挙以降の経済活動の回復を示唆する内容でした。

最終的に、BOEは政策金利を据え置くことを決定しました。

市場では引き続き今後数カ月以内の利下げが織り込まれている状況ですが、他の欧州諸国と比較しても英国の財政出動ペースは加速すると予想されるなか、BOEによる利下げの必要性は低いとみています。

したがって、足元で英10年国債利回りが預金金利を20bps以上も下回る水準にあることから、英長期金利は低すぎるとみており、現状の水準からすれば、金利は低下するよりも上昇するリスクの方が高いとの見方を維持しています。

また先週は、新型コロナウイルスに起因する質への逃避傾向から、社債スプレッドが拡大し、年初時点と比較して、ハイ・イールド債と投資適格債のスプレッドは拡大した状態で1月末を迎えることとなりました。また、多くの株式市場において1月のリターンがマイナス圏になると見られますが、良好な企業業績を背景に、米国株式が引き続き他市場をアウトパフォームしている状況です。

エマージング市場でも、質への逃避の動きから為替及び社債市場で調整が見られました。しかし、グローバルな利下げ見通しを背景にエマージング現地金利は低下し、現地通貨建て債市場における通貨下落の一部を埋め合わせる格好となりました。ユーロ圏では、ギリシャが発行した15年債に対する旺盛な需要が見られ、大手格付け機関FitchによるBBへの格上げも相まって、ギリシャ国債のスプレッドが縮小しました。

また、先週初めには、イタリア国債の堅調なパフォーマンスが目立ちました。前週末に行われたエミリア・ロマーニャ州選挙で民主党が勝利したことから、連立政権が今のところは安泰であるとの見方が広がり、解散総選挙の可能性が後退し、目先の政治的リスクが低下したことがその背景にありました。

感染拡大を抑えることが出来るかに全てが依存している

新型コロナウイルスの感染拡大を抑えることが出来るか、さらにそれがいつになるか、ということに多くが依存しているとみています。

現段階では、今回の脅威がグローバル経済のリセッションにつながるとの見方を採用することは時期尚早であるとみているものの、中国の成長が減速し、中国政府による更なる政策緩和につながることは明らかであるとみています。

最終的に中国における新型コロナウイルスの感染拡大が防げず、グローバルなパンデミックに発展してしまったとしても、致死率の低さや春の温暖な気候がその影響を抑制することに期待しています。

しかしそのようなシナリオ下においても、収束する前に警戒感は更に高まる可能性があるかとみています。その意味で、現状の市場での価格動向の先を見据えながら、市場の質への逃避傾向を、金利デフレの短期化、及び選好するリスク資産のロング・ポジションを積み増す好機として捉えることを検討しています。

とは言いながらも、実際に行動に移すまでにはもう少し待つ方針です。今後2週間程度は、感染拡大に関連した話題が市場の価格変動をもたらす要因になるとの見方から、日々のニュースを注視していくことが賢明であると考えています。

投資機会は、市場である種のヒステリー反応が見られる際に訪れます。しかし、疫学は我々の専門分野ではなく、確信を持って今回の脅威の本質を定量化したり、分析したりすることは困難です。しかも、我々のかき集めた「知恵」は、スマホやタブレット端末上のゲームである「Plague」（伝染病を拡大させるゲーム）から得たようなものもあつたりします。

したがって、現時点で慢心は禁物ですが、数週間後にはより容易く市場の方向性を見極めることが可能になるかもしれません。

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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレイント戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） / 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） / 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） / 成功報酬 20%

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をご覧ください。

■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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、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、当社による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をご遠慮下さい。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