



ペッパーピッグ (PEPP(a) PIGS)

この困難な一週間にあって、ECBの政策発表からは、ポルトガル、イタリア、ギリシャ、スペインに何か微笑ましいものを感じました。

新型コロナウイルスの大流行による経済成長の落ち込みに対処するにあたって、グローバルの政策当局が十分に先んじた行動を取れるのではないかと期待感から、先週はリスク選好が回復しました。

経済指標の見通し

米国では週間で3.3百万人という記録的な新規失業保険申請者数（計算上は、z 値でなんと217です）になり、各種の景況感指数も大きく落ち込んでおり、ウイルス拡散を抑制するための都市封鎖という手段によって、経済が落ち込んでいることが示唆されています。

今後数週間にわたって、多くの国で実質GDPが年率で20%近いマイナスになることを示す経済指標が出てくると考えており、2020年のグローバル成長率は実質的に5%程度低下すると考えています。

しかしながら、積極的な財政と金融緩和については、財政および金融当局も文字通り何でもやる姿勢にあると考えています。

こうしたことから、今から3ヶ月後に日常生活が取り戻せるのなら、今年後半に強い成長回復をもたらすと考えられる、これまで抑制されていた需要と景気刺激策の効果のタイミングが一致する可能性があると考えています。

しかし、このことは新型コロナウイルスの状況がコントロール可能との証が現れ、重症患者に効果的な治療が迅速に行えるようになる、効果的なワクチンが開発される、もしくはウイルス拡散を理由とした封鎖手段が停止されるといった状況にならなければ、不可能でしょう。

2020年3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)

イールドカーブ・コントロール

しかしながら、ウィルスそのものと都市封鎖策をいつまで継続する必要があるのかという不透明感から、この経済状況に対して金融環境が引き締まることを許すことはできないと、少なくとも金融当局は理解していると思います。

あらゆる年限の金利を低位に止めることは、この何年間か日本銀行が実施したようなイールドカーブ・コントロールとかなり類似しています。米連邦準備制度理事会（FRB）も欧州中央銀行（ECB）もこの点について明確にしていますが、現在の経済封鎖状態の結果起こる国債の発行増加を中央銀行が効果的に吸収できる必要があると十分に理解されています。

例えば、政府がベーシック・インカム政策を取る場合、財政版の「ヘリコプター・マネー」ということになり得ます。そして、こうしたアプローチは長期的にはインフレリスクに至る可能性があります。当面、中央銀行の役割は流動性を供与し、金利を低位に保つことで金融市場の安定に責任を持つことと理解されているようです。

柔軟性という難しさ

さらに、投資家がリスク削減を余儀なくされる時にあって、ECBと同様にFRBも社債を購入する新たな権限を得たことは、中央銀行が最後の買い手になることができるということであり、公的部門で経済全体で起こりうる損失の可能性に対抗する準備が本質的にできているということだと思えます。

対照的に、エマージング国の多くは外部資金に依存しており、このような政策の柔軟性を持ち合わせていません。

国内での貯蓄が十分にある、あるいはバランスシートが強固であるという状況でなければ、一時的な債務返済猶予ということで、国際通貨基金（IMF）の関与が必要になる国がどれだけ出てくるのかに注目しています。

ウィルスによる経済及び社会的な費用は、先進国で現在目しているものとエマージング国も全く同じだろうということを考えれば、これはある程度理解できることです。

しかし、こうした返済猶予が広まれば、海外の投資家がエマージング市場に関わらなくなるという真のリスクになってしまいます。

投資適格社債とハイイールド社債のスプレッドが大きく拡大している中にあって、国内に多くの投資機会がある時に、米国や欧州の投資家が相当痛めつけたれた国でリターンを追い求める勢いは衰えるかもしれません。

しかし、全ての国を同列に見るのは誤りでしょう。エマージング市場にも勝者と敗者があると考えており、国内に多くの貯蓄があり、ソブリンの債務が少ない国は、この嵐を乗り越えることが十分に可能な状況にあると考えています。

市場価格の動きを見る

先週は政治介入から最も直接的な利益を得られている資産が最も上昇したということに違和感はありません。

欧州周辺国では、ECBのパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）が開始されたことで、ギリシャ国債のスプレッドは200bps台前後と正常化し、3月半ばの最も拡大した水準から半分以下になりました。

投資適格社債では、Itraxx MainといったCDSインデックスはこの数週間あった拡大局面から半分程度になりました。

しかし、現物社債はこの動きから相当出遅れていることは注目すべき点です。ある程度、既存の債券と比べて大幅なディスカウント価格で、新規発行が堅調なペースで続いていることが理由として考えられます。

しかし、新規発行について購入希望がかなりの超過状況であることで、ECBやFRBが現在購入を進めようとしている資産の足元の反発に投資家も加わるとみていることから、今後数日でセカンダリー市場の社債も追いついてくると考えています。但し、取引量が極めて限られた中で、取引画面上でのビッドとオファーのスプレッドは大きく、売り買いの両方とも流動性が低いことは確かです。

先週の主要国国債の利回りは低下しましたが、債券発行の大幅増への警戒感が、中央銀行の資産買入と市場安定への強いコミットメントで薄れたことが背景にあります。

米ドルの流動性が低下していることによるストレスを緩和する対策によって、短期市場にあったプレッシャーは和らぎ、ここ最近、為替市場で米ドル高をもたらす原因となっていた米ドルを求める動きは沈静化しました。

この結果、米ドルに対するユーロと円の動きも元のレンジに戻りましたが、多少反発したものの、商品関連の通貨にはプレッシャーがある程度続いています。

今後の見通し

今後に関してですが、この数週間で何度か申し上げたように、先週のうちに（一部の）市場は何らかの転換点に達したかもしれないと考えています。

ユーロ圏の周辺国のように、当局が資産価格に水準感を持っていることから、今回の下落に対しては、すでに底を付けたとの心証をかなり強めています。

しかしながら、当局の支援水準から離れてさらに上昇するかは、かなり疑問です。この点においては、今後の価格の動きは一部の国でウィルスがコントロール可能にいかにか速くなるのか次第で、今後数週間について、そうではない状況に遭遇している可能性もあります。

金融市場のボラティリティはこの間、高止まったままであると考えられます。米国では、ホワイトハウスから混乱した発言が出ていることに表れているように、まだ油断があるかもしれないとやや懸念をしています。

このようなやり方で自由を制約されることに慣れていない一部の国では、経済を停止させ、封鎖を課している政治家は我慢ができないのだろうとも思います。

さらに湖北省のような都市で封鎖が解除されるつつあることで、需要がどれだけ急速に回復するか、感染率が再度上昇しないかどうかは気になります。

今後もしはらく、不透明感はかなり残るでしょう。こうしたことから、私たちを取り巻く環境が極端に変わったということを鑑みれば、市場が一直線に上昇して、これまでの損失を全て取り戻せると考えることは非現実的です。

しかし、政策当局の対応で利益が得られる資産のリスクを積み増すことは、2008年と違って、中央銀行が量的緩和（QE）という形でかなり強力な防波堤を作ってくれていることで、良いように思います。

ユーロ圏全体のためにコロナ債やESMという安全網を整えることに合意はまだ見られませんが、通貨同盟を次なるレベルに持って行くことでユーロ圏を変えることも可能な、共通債に向けたステップが突然そう遠くない話となってきました。

ところで、ポルトガル、イタリア、ギリシャ、スペインはみなECBの先日の政策発表で上昇したわけですが、これらいわゆるPIGSとECBの救済策であるPPEPを組み合わせると、PEPP(a)PIGS（ペーパーピッグ）というアニメの豚さんになってしまうことは、この困難な時代にあって何だか微笑ましく思ってしまう。

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ド戦略：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・オボチュニティ戦略：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