



ここからの回復はゆっくりとしたものになる

しばらく不透明感が続くものの、都市封鎖解除に向けた動きが先行きへの期待につながりました。

イースターの直前に発表されたクレジット債市場への支援となる米連邦準備制度理事会（FRB）の追加政策によって、先週はリスク資産の反発が下支えられました。インデックス・レベルでは、米国の投資適格社債のスプレッドは足元で210bps程度となっており、年初の水準とスプレッドが最も拡大した3月23日の水準の大体真ん中くらいまで戻してきました。

先日のOPECでの減産発表後、原油価格が安値水準から大きく反発できずにいて、エネルギー・セクターには不安が続いていますが（ちなみに、備蓄余地が急速に低下していることで、原油の先物価格は現在のスポット価格よりもかなり上にあります）、新型コロナウィルス危機が起こった後に格下げされた「フォーリン・エンジェル」を資産買入に含めるといふFRBの計画は、ハイ・イールド市場のセンチメントも支えました。

先週の主要国の国債利回りはだいたいレンジ内の動きとなり、新型ウィルスによってもたらされた経済的な打撃の大きさを示す経済指標の発表が続いていますが、投資家はほぼ無視するような状況でした。

都市封鎖が緩和される方向に動いていく中で、3月半ばから4月終わりまでの約6週間は、GDP成長率が瞬間風速として35%くらいのマイナスで、その後は5月にマイナス25%、6月にマイナス15%へと低下してくると考えています。

合計すると、この間にGDP成長率は6.5%のマイナスのインパクトを受けることとなります。その後も、年末にやや勢いを増すまでに、第3四半期も成長率は低迷する可能性が高いと考えています。

こうしたことから、今年の米国のGDP成長率はマイナス4.5%となり、ユーロ圏と英国はマイナス6.5%、イタリアやスペインといった最もひどく影響された国はマイナス8%までに落ち込むと考えています。

2020年4月17日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

中央銀行の役割

このような困難な成長見通しから、中央銀行は可能な限り金融環境の緩和を続けて、できるだけ成長を支援することを望んでいると考えています。

こうしたことから、現在の水準近くにイールドカーブを留めておくために、国債の発行が大きく増える間、実質的にイールドカーブ・コントロールを行うことになるとみえています。

この考えから、今後しばらくは主要国の金利に明確な投資機会が現れるのは比較的少ないだろうと考えています。しかし、経済環境が改善し始めると、中央銀行は最終的に金利へのグリップを弱める可能性があると考えており、特にインフレが上向きになり始める場合は、その可能性が高まるとみえています。

しかしながら、こうした憶測も今年終わりまでは無用でしょう。しばらくの間、私たちは相当不透明な状況にあり続け、新型ウィルスがどうなるのか、都市封鎖の解除が上手く行くのかということについては、多くが見えないままです。

前代未聞の事態と向き合う

現時点では、新型ウィルスに感染した人が免疫を持つのかどうか、どれくらいそれが続くのかということも分からないのです。さらに、一体何人が感染しているのかさえも極めて不確かな状態で、多くの国でPCR検査を受けた人の比率は低いのです。抗体検査やワクチンの成功もまだ見えず、先行きが見通せない状態です。

今言えることは、大部分の国で都市封鎖が行われており、ほとんどのモデルで想定したよりも、実際には個人は行動を抑制しているということです。英国では、政府の方針を守っている人の割合は90%を超えていると思われ、モデルでの想定である70%を上回っています。このことから、恐怖感を強く感じているかどうかに関わらず、都市封鎖が緩和されても、多くの人が仕事や日常生活に戻っていくことはなかなか難しいのではないのか、という疑問が出てきます。

この間、企業の倒産は増加し、経済的なダメージが継続していくことは明らかでしょう。

今後、リセッションから経済を立ち直らせるのに、積み重なった需要が現れることが期待されていますが、政策当局の強い意図とは裏腹に、デフォルト率は上昇し、失業率が跳ね上がることは避け得ず、今年の初めの水準にまで経済活動が戻るには時間を要するでしょう。

企業への影響

株価に対する収益は、企業利益が経済成長全体に連動しているという点からして、経済減速の影響次第になり、それ故に株式市場の株価収益率は上昇する方向にあり、今後2年にわたって、新型ウィルス危機の悪影響が残ることが明らかになると、株価が上昇を維持することは次第に難しくなってきたと思います。

従って、中央銀行の資産買入という形で直接的に政策支援の恩恵を受ける資産クラスがさらに上昇しても、この数週間の政策緩和で上昇した、その他資産の反発は行き切ったのではないかと考えています。

このことは株式市場に言えるでしょうし、クレジット債については、ベータ値を考慮して見た場合、高格付け銘柄が低格付け銘柄をアウトパフォームする状況がさらに強まると考えています。

但し、金融劣後債はこの法則の例外になると考えており、銀行の資本は極めて健全で、慎重に管理されていると考えています。

ソブリン債については、ユーロ圏では政策当局からの支援に依存すると考えており、一方で多くの国で財務的な柔軟性が比較的少ないことから、多くのエマージング国が困難な状況になる可能性があるとの懸念を持っています。

欧州圏の誇大妄想

ユーロ圏では、一段の結束の証を待っている状態です。

市場への介入で欧州中央銀行（ECB）よりもFRBの方がずっと断固とした姿勢で、成功を収めていることは印象的です。ECBの実務担当者は市場を歪めてしまうとの誇大妄想にあるかのように見え、債券の購入アプローチも慎重に見えます。皮肉にも、この政策は市場を方向付けることを直接の目的にしており、リーダーシップを発揮することを恐れるべきではないと思います。

例えば、ECBが行動を強めなければ、政策が優柔不断な中でEUが瓦解するリスクが再興するとの想定で、周辺国の国債を積極的にショートしようという動きを止めることが直ぐに難しくなるでしょう。

結束という明確なメッセージが確固たる行動と共に、この決意を後盾するために求められています。最終的にこれは実現すると考えていますが、このような合意に到達するために、ストレスを高める必要などないことを願っています。

結局、イタリアやスペインといった国は、ユーロ圏レベルでの財政と金融政策のリーダーシップがお粗末なことで、経済がさらに悪化してしまう状況に対して大したことができないのです。

英国については、6月のプレグジット延長をしないとのコメントは興味深いものですが、名は変われど（例えば、技術的な批准期間など）、プレグジットは延長されると考えています。この同意期限は6月4日ですが、新型ウィルスにかなり注意が向いており、ジョンソン首相も生命の危機から回復したばかりの中、しばらく大した注目を集めないことは明らかでしょう。

この他の話題では、為替市場は先週レンジ内相場で、ボラティリティ指標は低下しています。しかし、リスク選好の回復は脆く、ほんの数ヶ月前はいざしらず、今はかなり時代遅れになった思考回路による世界観を捨て去ることにグズグズした状態がしばらく続くであろうと考えています。

今後の見通し

今後については、都市封鎖をすでに緩和した国で都市封鎖がどのように終わりに向かうのかに注目をしています。これがさらなる緩和に結びつくのかどうか、もしくはシンガポールのように、感染率が上昇して再度封鎖が実行されるということになるのかを見たいと思います。

悲劇が相次ぐ中で無神経であると決して思われたくはないのですが、経済的な犠牲への懸念が高まり続ける中で、これまでよりも幾分高い致死率に世の中の反応がやや低下しているかもしれないと考えています。実際、日々の死者数は注目が低下しているように思えますし、この数字も低下あるいは横ばいにあるように見えますし、スパイラル的に上昇していません。

ワクチンが広く使用可能になるには少なくとも1年以上は必要と思われることから、新型ウィルスが存在するとの前提で考える必要があると思われるので、このことは重要でしょう。

しばらく不透明感が続く

私たちは前例のない状況にあり、経済と投資という点では、海図のないところを航行しているということが、適切な表現でしょう。経済面では、政策はほぼ期待通りの速さで出てきていると思います。

しかし、実体経済のダメージが進行しており、この危機の傷跡が長く続き、旅行やホスピタリー産業では数年も続く可能性がかなり高いことを忘れてはならないでしょう。国の安全性という点からは、製造業が国内に回帰し、海外直接投資が干上がり、グローバル化の逆流というトレンドが加速化する可能性が高いでしょう。そしてそれは、この危機が襲う前から既に進行していたのです。

さらに、不透明感からボラティリティが続き、金融市場の投資家が同じ方向に動くことが相当に強まっている中で、その流れに逆らっていく時がいつなのかを知ることがとても重要でしょう。

今から数日前のうちに、ジョンソン首相が自分はもう元気になり、今度は経済を元気にする番だと言ってくれると思いたいものです。しかし、このウィルスに関しては、あらゆる回復プロセスが必ずしも管理可能なものではなく、急かすことができるものでもない、とジョンソン首相はおそらく身を以てよく知っているでしょう。

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 0.60%（税抜） / エマージング短期総合債券戦略：年率 0.60%（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） / レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略：年率 0.75%（税抜）

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。