



ディストピアがニューノーマルとなる中で、一段の政策緩和が必要となる

ウィルスとの戦いが続くなか、投資家はECBが米国と歩調を合わせて支援策を拡大することを望んでいます。

先週は、エネルギー市場の動向とEUの政治情勢へ市場の注目が集まりました。歴史的な観点からは、今週は原油価格がマイナスになった週として記憶されるでしょう。WTI原油先物は取引最終日を迎える中で、1バレルの価格がマイナス40ドルまで下落したのです。

原油ショックは予想以上

グローバル経済の多くの地域で実施されている都市封鎖による需要の落ち込みに、供給を削減する手段が十分な対処できていないことは明らかでしたので、先日のコメントでも触れましたが、原油価格がマイナスになり得るリスクは認識していました。

原油の貯蔵施設が不足していることで、短期的に原油価格がマイナスになるリスクは常にありましたが、期近の価格がここまで下落したことは驚きで、またもや「ブラック・スワン」タイプの出来事となり、こうしたイベントがここ最近はかなり頻繁に起きているように思います。

ここから先も原油価格への下落圧力は続き、今後1、2ヶ月のうちに期日を迎える先物取引でもう一段の下落があるかもしれません。しかし供給が調整されて、グローバル経済が新型ウィルス危機からの回復の途上にあるならば、2021年には35ドル以上の価格になる可能性もあります。

金融市場では資産価格に反発がここ最近見られますが、グローバル経済が全てにおいて良くないということを、この原油価格の暴落は改めて認識させるものかもしれません。また、ETFといった商品に潜む危険性を意識させたとも考えています。

2020年4月24日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)

原油価格がマイナスで取引される中で、ETFの価格はマイナスになることができず、原油価格が仮に再度マイナスに落ち込んだ場合、ETFでの損失を運用会社が被るというリスクがあり、運用会社の存続問題になってしまいます。

原油価格の動きで、米国株式市場は週の半ばに下落しましたが、年初からの下落の半分近くまでを取り戻してきています。また、投資適格社債、ハイイールド債、エマージング債は4月に入ってからのスプレッド縮小を一部失うなど、他のリスク資産もやや軟調になるという影響がみられました。

ECBの措置は十分でしょうか

欧州の投資家センチメントには、EU首脳サミットが近づく中で周辺国のスプレッドが軟調なことによって影が射しました。3月に欧州中央銀行（ECB）が7,500億ユーロのパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を発表した後、ユーロ圏のスプレッドは当初、好意的に反応しました。

しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）のずっと巨額の介入と比較すると、特にこの政策では不十分なのではないかという疑念がかなり高まってきています。これに加えて、ユーロ圏のソブリン債の新規発行が大きく増加していることもあって、市場では、現状から見てPEPPの規模は不十分との結論に至りつつあります。

ECBは実質的なイールドカーブ・コントロールに踏み込み、財政政策が必要なだけ拡張されるべき時にあって、ユーロ圏経済を支援するために緩和的な金融環境を下支えするべきでないか、というように私たちは考えています。

しかしながら、イールドカーブ・コントロールはユーロ圏の全てのイールドカーブに適用されるべきであって、ドイツ国債だけであってはいけません。仮にそうでないのならば、コロナ危機によって最も大きな影響を受けているイタリアやスペインといった国の経済回復への期待は、周辺国での金融環境の引き締めによって窒息してしまうでしょう。

こうした点から、おそらく間違いなく、今のECBの仕事はスプレッドのコントロールであって、だからこそ前回の記者会見でラガルド総裁は、それを自分たちの役割だと考えていないとのコメントによって、市場で酷評され続けることとなったのです。そしてECBの対応が不十分なことでユーロ圏崩壊の狼煙が上がるとの期待から、周辺国をショートする投資家を鼓舞することになっていると思います。

それ故に、ユーロ懐疑主義者の認識を変えさせるならば、ラガルド総裁の失敗を埋め合わせるべく更に数千億ユーロの資金を投じる必要があると思います。投資適格未満となったフォーリン・インジェルの債券を、ECBが担保として受け入れるとの発表は前向きな一歩でしたが、市場を安定させるとのECBの意思を市場に分からせるためには、ECBが次回の政策会合において、PEPPの規模を2倍にするとの発表が必要かもしれません。

経済回復の見通しに根拠はない

ユーロ圏の他の話題としては、経済が向き合っている景気の落ち込みに関して、政策当局はまだやや認識が甘いように見受けられます。すぐに生活が元に戻れないということは明らかで、今後何ヶ月もソーシャル・ディスタンスという手段が生活を仕切り続ける中で、V字型の経済回復を伴って急速に元に戻るだろうというあまりにも性急な想定を人もいるようです。

しかし、この数週間何度か申し上げたように、米国やユーロ圏のGDPが2019年終わりの水準を回復するのは早くも2022年の半ばと考えています。EUでの結束とリーダーシップがとても必要な時に、あまりに多くの政治家が自国のことばかりに、おもねる状態にも幾分失望をしています。

財政的な面では、EU復興基金のスローな進捗からは、金額自体は印象的な数字に向けて進んでいるのかもしれませんが、これはEU予算から出て来る総額よりも、はるかに小さな金額を6年分積み上げたものになると想定されていることからして、細部はややしらけたものになりそうです。

しかし、大西洋の向こう側に比べてスピードも規模も例え見劣りしたとしても、着実に政策は出てきているようです。

EU内の結束が試されている

この何年かのEUを見てみると、政策決定のメカニズムは遅く、面倒なように見えます。同時に、EUは最終的には辻褄を合わせ、正しい方向に何とか進んできました。結果として、政策支援は最終的にまだ出てくるはずですし、政策オプションも尽きていないと考えています。

究極的には、ユーロ圏の安定に対する最大の脅威は政治だと考えています。経済的な困難によって、市民が非難を向ける矛先を探そうとしている中で、最大のリスクは、イタリアのような国の有権者がEUは有害だと断じるかどうかだと思います。この結果、イタリアではサルビーニ氏と同盟がユーロ懐疑主義を主張する材料になり得ますが、これは目先のリスクというよりは2022年に向けてのリスクと言えるでしょう。

こうした懸念はありますが、EUは一つになり、「出来ることは何でもする」はずという私たちの考えから、今後数週間のうちにスプレッドは縮小するとみえています。ユーロ懐疑主義者がGDPに対する債務比率を懸念するのは間違っていると思っています。イタリアよりも日本ははるかに債務比率が高いのですが、イタリアもスパイラル的な借り入れコストの上昇を許さない限り、債務は持続可能だと考えています。

こうした点から、ソプリンの格付はユーロ圏の支援によって引き続き利益を享受し、今年終わりにBBB格の下限に格下げされても、総選挙前に投資適格未満に格下げされることはないと考えています。

新型ウィルスはユーロ共通の脅威であり、特定の国が非難されるべきものではないということから、過去10年間ユーロ圏の国債市場で常に機能していた脚本が今回も有効との考えの下で、イタリアの足元のスプレッド拡大を受けて先週エクスポージャーを追加いたしました。

対照的に、先週の米国の話題は比較的少ない状況でした。流動性を供与するという政策によって、3ヶ月Liborは1.04%に低下しました（3月17日以来の低水準）。しかし、実効FF金利が0.05%しかない中で、無担保金利は有担保金利に対してかなりのプレミアムが乗って取引される状態が続いています。

通貨市場は原油価格の影響を受ける

為替市場では、原油関連通貨はプレッシャーを受け、さらに多くのエマージング国の中央銀行が金融緩和を実施する中で、その代価として通貨が下落するのであれば、甘んじてそれを受け入れるというようにみえます。

その他では、脆弱なエマージング国で債務返済の猶予を求める動きの拡大については、抵抗がみられているようです。多くの民間債権者は救いの手を差し出すことに難色を示しており、公的債権者はただ乗りを許すようなこととなるような動きに、痛みを感じるべきだ、とうんざりとしたかのような対応を見せています。

民間債権者がアルゼンチンの債務再編について提示された条件を拒否し、もっと良い条件を求めている状況のなかで、慈善の気持ちはあまりないようです。最終的に、債務再編とデフォルトの数は増加するでしょうが、これまでのように、債務者である発行体と公的債権者が、民間債権者に対して強硬姿勢を取るのかどうか、興味のあるところです。

一般的に言って、債務再編リスクが高まる可能性のある発行体については、債券価格が額面近辺にあるならば、ショートを取りたいと考えており、一方でずっとクレジットが良好で、債務再編リスクは相当小さいと考えている発行体を選択しています。

今後の見通し

ウイルス関連のニュースが今後も数週間にわたって、市場の注目である状況が続くでしょう。致死率と感染率が欧州と米国で低下している中で、都市封鎖が緩和された時に、こうした数値がどのように再度上昇する可能性があるのか、多くの精緻な調査が必要になるでしょう。

この点について、日本やシンガポールで感染が増えていることは懸念を生んでいます。この点において、「先陣となっている」これらアジアの国での例は注視される必要があるでしょう。

次第に明らかになっていると思えることは、日常へ戻る道筋は短距離走というよりはマラソンのようなものということです。新型ウイルスとの戦いは長く続く可能性が高いのは明らかで、第一次世界大戦が始まったとき、クリスマスにはすべてが終わるの見方が当初あったことを思い出させます。塹壕戦の冷酷な事実として、それはその後何年も続いたのです。

必要以上に厳しいことや、悲観的な予想をしようということではなく、色んな事が分かるにつれて、今年の初めまでであった生活に戻るには、しばらく時間がかかるだろうということを受け入れ、理解しているということを認めているだけです。

ワクチンが幅広く行き渡るのが、おそらくは早くても1年後という状況で、感染の第二波を抑制するという願いは、症状の重い患者の病状を改善する医薬品による治療次第と言えそうです。中国の治療について疑問はありますが、ディストピアな世界を描いた米ドラマの「ハンドメイド・テイル」の舞台である「ギレアド共和国」ならぬギレアド社の「祝福されし子」たるレムデンビルへの希望をまだ捨ててはいません。

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 0.60%（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。