

圧倒的な力と動じないもの

矛盾する力が働くなか、2021年に経済見通しが上向くのかそれとも市場信頼感が損なわれることでさらなる政策介入が必要となるかに注目しています。

ソーシャル・ディスタンスを当面の間続けなければいけないという政策は、経済活動の妨げになるということが明らかとなりつつあり、経済のロックダウンからの脱却ペースが遅いことで、経済成長見通しは下方修正が続きました。

新型コロナウイルスのワクチンに関する新しい前向きなニュースは見られず、感染拡大の第二波への懸念が高まっています。こうした中で経済的損失が大きくなり過ぎない限りにおいてリスクを避けたい政策当局は、ロックダウンの緩和をゆくりと行っていく可能性が高まっているでしょう。

一方で、インフレ率が低く超低金利の環境においては、リセッションによる影響を軽減しようと財政赤字を膨らまし、中央銀行が紙幣を増発することを認めたいという思いが強まるかもしれません。

しかし、緩和的な政策がもたらした最近の資産価格上昇を、経済リスクが軽減したと捉えることは危険に思えます。さらに、現行の政策がもたらした当然の結果として債務は増加しており、債券の新規発行はかつてない水準となっています。そしてこれを永遠に続けることは出来ません。

経済的な痛手を先送りすることは出来ませんが、全く痛みを消し去るものではありません。ある意味では、政策当局は崩壊した経済の中で、その場しのぎの対応をすることしかできないのかもしれないでしょう。

そのため、コロナ危機による経済損失はグローバル金融危機に匹敵するものとなることは徐々に明らかになってきており、今後10年間のグローバル経済見通しに影を落としています。そして、これはまだ始まったばかりです。

2020年5月15日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)

政策が試される試練の時

例えば英国では、労働人口の約半数が賃金を行政から受け取っているとされています。また、この逆境の中で三分の一の企業が破綻に追い込まれるという予想もあり、失業率の上昇は避けられないでしょう。その場合、恒久的な経済損失が発生する地点を超えてしまったことは明白となります。

現実的に、ソーシャル・ディスタンスが求められる中で、どれだけ職場環境もしくは公共交通機関が安全と見なされるのははっきりとせず、大都市が正常とされる状態に回復するまでには少なくとも一年、もしくはそれ以上の時間がかかると考えられます。一方で、データによれば新型コロナウイルス感染による死亡者の平均年齢は80歳を超えていることから、このことを加味して行動様式がいつ変わり始めるのだろうかという考えも出てきます。

様々な面で、英国政府はロックダウン解除に向けて、混乱を招く曖昧模糊とした回答をしていることで激しい非難を浴びています。しかし、国民一人一人が置かれている様々な状況に対して、政府は明確な回答を出すべきだ、と一部のメディアが言っていることは馬鹿げていると思います。

ジョンソン首相にとっては、可能な限りリスクを抑えながら、国民に大人になり、個々人が責任を持ち、常識を備え、日常生活を送るための現実的な方法を模索するように伝えるときなのかもしれません。

バランスの取れた行動

何を考え、どのような行動をとるべきかを国が国民に強要することは、保守党の原則に反しているといえます。しかし、大部分の国民が政府から賃金や支援を受け取る中で、社会における態度に変化が起きているように思います。例えば、当然ながら私たちが今直面している経済危機の影響から経済や国民を守ろうと政府がする中で、何もしていない人に対しては賃金を支払わないという将来の方向性について、実行可能で長期的に望ましい政策だと世の中で思われていないという状況を見ることも重要でしょう。

しかし明確なことは、週を追うごとに、経済リスクは高まっていることです。これは、スキルが失われ、労働力が低下した場合、経済が自然に回復することが難しくなるということに繋がるでしょう。

金融市場について

主要金利は概ねレンジ内の動きとなりました。社債のスプレッドは、米連邦準備理事会（FRB）が社債のETF買入れをはじめたものの、いくらか拡大基調となりました。新規発行の減少ペースは見られず、スプレッドは比較的ワイドな水準にあるものの、過去の水準と比較すれば利回り自体はかなり低い水準にあることから、発行体は長期での資金を確保しようとしています。

欧州では、周辺国債のスプレッドは縮小しました。ドイツ連邦憲法裁判所の判断を受けて、欧州中央銀行（ECB）がパンデミック緊急買入プログラム（PEPP）に基づく国債の買入を加速したことが一因となっています。エマージング市場ではパフォーマンスにバラつきが見られました。

ブラジルでは、感染率の上昇を受けて、ブラジル・リアルは対米ドルで過去最低水準に下落しました。そのほかの国では、中央銀行がインフレ率の低下を受けて利下げを実施するなかで、クレジット債及び現地金利は堅調に推移しました。

エマージング諸国の実質金利は上昇しており、現時点においては金融緩和政策による恩恵を受けていますが、通貨の下落によってインフレ率が上昇に転じた場合、このトレンドは反転する可能性がありますと見ています。

矛盾する力

現在の投資環境を評価する際、経済鈍化が「圧倒的な力」（矛）でもたらされているのであれば、それに対抗する、これまでの政策イニシアティブはことわざ的に言うなれば「動じないもの」（盾）と表現することが出来るでしょう。

大規模な流動性供与によって、企業収益が落ち込む中でもS&P500指数は一年前と同水準になっています。この数週間の価格動向を見ると、3月後半から4月初旬にかけては政策発表が反発要因となる傾向が見られたのに対し、ここ数週間は中央銀行が様子見姿勢を取る中で、市場は膠着状態となっています。

新型コロナウイルスが抑制されるとともに、ロックダウンが緩和されて2021年の経済見通しが上向く、もしくは状況の悪化によって市場信頼感が損なわれることで、さらなる政策介入が必要になるか、という点を注視しています。

水面下では腕相撲の試合が行われているかのようで、このところボラティリティは低下傾向にあります。市場が上昇もしくは下落の一方向に再び向かうことがあっても不思議ではないとみています。

今後の見通し

今後、頭を柔らかくしておくことが重要になると考えています。今年後半にかけての経済活動回復ペースはやや楽観視され過ぎているかもしれないと考えています。同時に、この数ヶ月で実施された政策支援は前例のないものです。

政策当局がこれまで経験したことのない特性をもつ経済ショックに対して、政策の規模を調整することは非常に難しいことでしょう。直面している危機を考えると、政策当局がリスクは下方にゆがんでいると捉えることは理解出来ます（しかし、新型コロナウイルスは一時的なものに終わるとい、いくらかの慢心はみられます）。

こうした場合、障害物を乗り越えるだけの短かめのショットが必要なゴルファーがオーバークラブでグリーンをオーバーしがちであるのと同じように、現在の環境において政策当局は、政策が十分でなかった場合、事態はさらに悪化するかもしれないと判断するでしょう。

これを踏まえると、緩和政策はまだ道半ばであり、ECBはPEPPの買入額を6月に増額するとみています。

今後の道筋はなだらかなものではなく、下落時に買い、上昇時に売る、という投資判断をするなどの用心が必要でしょう。

ディスクレーム

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。