



「蛇と梯子」のゲーム

市場は上昇基調を続けているものの、市場の反落を招く行く手を阻む障害に注意する必要があります。

新型コロナウイルス対策が進む中で、先週も前向きな見通しに基づく取引が続きました。死亡率及び感染率は鈍化傾向にあり、欧州では経済が再開する中で先行指標となる購買担当者景気指数（PMI）は非常に低い水準からではあるものの、先月よりも回復しました。

引き続き日常生活における制約はあるものの、数週間前にロックダウンが解除された中国では、かなり需要が回復していることが示されています。

中国での進捗は、強い政策と追跡アプリ導入の義務化によってこそ可能となっていますが、他の国でも同様にプライバシーと個人の自由を犠牲にする準備が出来ているかは不明で、その答えは時間の経過と共にわかるでしょう。

しかし、多くの国で感染拡大の抑制に成功してきている中で、経済活動の再開が注視されています。

支援策を巡るEUのジレンマ

欧州では、ここ数日フランスとドイツが提示した復興基金案に注目が集まりました。この数週間、新型コロナウイルスによって最も大きなダメージを受けた国や地域を支援するためのEU財政支援パッケージが、どのように実施されるべきかという議論がされてきました。

この有事に国益が地域の団結を阻害していたようで、中期的な通貨統合の見通しへの懸念材料となっていました。

2020年5月22日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

幸いなことは、欧州中央銀行（ECB）が市場を下支えし、ストレスを軽減しようとしていたことですが、より強い結束が欠落していることには不安が募り、中央銀行単独では恒久的に時勢を引き留めることは出来ません。

こうした状況に対して、独メルケル首相と仏マクロン大統領は5,000億ユーロ規模の支援基金案を提示し、それをEUの予算から捻出するという点は非常に興味深いです。融資ではなく補助金という形での支出が計画されていることから、これまでなかった規模での財政移転が実施されることになるでしょう。

実際に、低所得の東欧諸国を中心にEU内でも途上地域に対してはここ数年、補助金が支払われてきました。EUは今日まで多額の借入を実施するだけの権力を持っていませんでしたが、この提示案が採用された場合、EUの団結に向けての大きな一歩となります。

オーストリア、オランダ、バルト国、北欧諸国などの「堅実な」北の国は、対抗案を提示することがほぼ確実であるとみています。さらに、東欧諸国も自国よりも裕福な国に対して支援を行うことから、その提案に含まれることに強く反対する可能性が高いと言えます。法的根拠に対する抗議も見られるでしょう。

しかし、EUの政治は、こうした批判を上手く交わす政治的な方法があることを提示しており、妥協案が見いだされると考えています。なぜなら、そうしない限り、より不愉快で受け入れがたい一連の事態に陥ってしまうからです。

そのため、現行のフランスとドイツの提案は後退する可能性が高いものの、EU内で人口の多い国が全て支持を示していることから合意は近いとみており、補助金が中心となる5,000億ユーロでの妥協案に至るとみています。

足下の投資環境について

先週の欧州資産は上昇基調となり、欧州周辺国債及び社債のスプレッドはこうした政治的進展を受けて縮小しました。現時点においては、これらは小さなステップでしかないかもしれません。しかし、EUというプロジェクトに再度コミットする意欲が見られたことは、一部地域におけるストレスを緩和することにつながり、ユーロ圏の投資適格債に対するブルーベ이의これまでの前向きな見通しと合致します。

今後、ECBがここ最近の縮小を利用してパンデミック緊急買入プログラム（PEPP）における買入ペースを落とすのか、それともユーロ圏の金融環境の緩和を促すという名目の下で、スプレッドのさらなる縮小をもたらすよう燃料をくべ続けるのかどうか、注目をしています。

当面の間、かつてない規模で新規発行が予想されるなかで、中央銀行は間違いなく最大の買い手であり、市場を左右する役割となっています。

6月にPEPPによる買入額は増額されると見ており、結果として現在の債券市場において最良のリスク・リターンを得られる資産は、中央銀行の直接の買入対象となっている資産であると考えています。

その他では、リスク選好が回復する中で、米連邦準備制度理事会（FRB）などの中央銀行がイールドカーブの上昇を抑えることを選好しているため、主要金利はタイトなレンジでの取引が続いています。

米国と英国ではインフレ率がグローバルに低下し、過去のリセッション時においてFRBは500bps程度の利下げを行ってきた実績を鑑みて、中央銀行がマイナス金利の導入を検討するかどうかの議論が巻き起こっています。

これに対して、ブルーベイでは両中央銀行がマイナス金利を導入する可能性は今のところ低いとみています。マイナス金利は経済にあまり役立たないのではないかという懐疑論があり、銀行セクター、MMF、広範な経済にかなりの痛手を与えることが懸念されています。

そのため、金融環境のさらなる緩和が必要となった場合に有効な手段は資産買入であると捉えています。必要であれば、買入対象が銀行債、ハイ・イールド債、株式に拡大されるかもしれないと見えています。

結果的に、信用力が悪化し、新規発行が膨らみ、経済が回復に向けて苦悩する中で、中央銀行が最後の買い手となることで、下値が支えられるとの見方の下、慎重な投資家がリスクを積み増すことになるかもしれません。

先行きの不透明感が高まる

とは言うものの、ボラティリティが戻らないと考えることは浅はかでしょう。中央銀行は、不必要なスプレッド縮小をもたらすことなく、社債市場が借り手に開放されていることを確実なものとしたいと考えています。

追加の政策介入は3月に見られた水準近くにならないと実施されないと考えられ、この時以来、多くの市場はかなり回復していることから、支援策が講じられる時は市場が再び大幅な下落に見舞われていることとなります。

今後数週間、ロックダウンの緩和による感染拡大の第二波が訪れるリスクがあります。

多くの国で失業が増えており、その減少が見られるのは何ヶ月も先のことになるでしょう。

一方、一部のセクターはまったく影響を受けておらず、主要株式インデックスで見るときに、新型コロナウイルスがむしろビジネスにポジティブに働いた少数の大手ハイテク株が上昇を牽引しており、これがナスダック指数が最高値を更新しようとしている背景となっています。

今後の見通し

ここ最近反発をしている市場にとって最も大きなリスクは、感染拡大第二波の到来によって再びロックダウンの状態に戻ってしまうことです。これは回避されると期待されていますが、そうなるかどうかを予想することは難しいです。

そのため、先行きが不透明な状況は続き、その間、経済に関するニュースは厳しいものとなるでしょう。現時点においては、グローバルなインフレ率の低下によって、中央銀行は必要となればさらなる緩和策に向かうと思われる。

しかし長期的には、インフレ率が上昇に向かった時に、政策決定はより難しい局面を迎えるでしょう。今の投資環境はまるで「蛇と梯子」のゲームのようです。

ロックダウンの終了がスムーズに進み、ウイルスが抑制されれば、市場は徐々に上昇を続ける余地があるでしょう。そしてEUでの財政統合への歩みに進捗がみられるといった、政策面でのポジティブ・サプライズがあれば、さらなる上昇が見られるかもしれません。しかし、行く手にはたくさんの蛇が這っているようで、大きく後退することなく進むには、国にとってもゲームと同じようにスキルだけではなく運も必要となりそうです。

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。