

愛と憎しみ

世界中で問題がはだかる中、市場は深刻なリセッションの最中であることを忘れて、つかの間の愛を楽しんでいます。

世界中で問題がはだかる中、市場は深刻なリセッションの最中であることを忘れて、つかの間の愛を楽しんでいます。

潤沢な流動性により、先週もリスク資産の上昇が続きました。新型コロナウイルスへの懸念が後退し、グローバルな政策当局による大規模な介入が実施されているなか、マネタリストたるミルトン・フリードマンの言葉を言い換えれば、「有り余る資金が限られた資産を追い求めている」という世界にいるようです。

中央銀行の買入れによって資産価格にはインフレが起こっており、市場の動きは需給面が主導しています。しかし、マクロ経済自体はかなり暗い状況です。経済鈍化の程度を示す簡単な指標として米失業保険継続受給者数を見てみると、先週の数字は21百万人となり、直近のリセッション時である2009年のピーク時の3倍の水準です。

一方、ロックダウンの緩和が進むなかで、需要と生産が回復する兆しが見られており、一部の経済指標の前月比の数字は今後数週間で目を見張るものとなるかもしれません。しかし、前年比の指標はかなり落ち込んだ水準が続き、所得の減少と貯蓄率の上昇が消費需要の重石となり、投資支出は突然停止しています。

新型コロナウイルス感染拡大の第2波が回避されれば、経済見通しは明るくなるかもしれませんが、一部の主要産業で経済活動が昨年水準まで回復するのは、良くとも数ヶ月先のこととなるでしょう。

2020年6月5日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)

明らかな事態を覆う

そのため、年初来のリターンがほぼフラットになっているS&P500といった株式指数を見るときに、今は深刻で荒れたリセッションの最中にいることを時々思い出すことが必要です。

イールドカーブ・コントロールという名の下で、中央銀行が長期金利のリスク・フリー・レートをゼロ近辺に押し下げている中、その他の資産のフェアバリューを見いだすことが難しくなっています。例えば、配当利回りよりも長期金利がまだ低い中で、長期金利の20~30倍の収益を得られることが魅力的ではないという人はいないでしょう。

確かに、利回りはほぼゼロで、米連邦準備制度理事会（FRB）がマイナス金利導入については懐疑的であるなか、米国債への投資では大したリターンが得られないことが分かっているなかで、多くのアセット・アロケーターが株式やリスクの高い資産への選好を強めることは理解できます。

政策当局との対話のなかで、ファンダメンタルズが非常に厳しい状況にある環境下で、リスクを追い求める投資行動に不安を募らせてきていることがうかがえるものの、資産買入れと実質金利のマイナスによって、緩和的な金融環境がもたらされて、経済面での悪化リスクを抑制できるとの見方のほうが明らかに優勢なようです。

広がる分断

しかし、こうした中央銀行の政策は割高な資産をますます割高にし、そうでない資産をさらに悪化することになっているようです。そのため、金融政策は所得の不均衡を助長させていると思われます。

米国では、抗議運動の暴徒化により夜間外出禁止令が発令されましたが、ジョージ・フロイド氏の殺害と西欧社会で人種差別が続いていることへの嫌悪と怒りは理解できますし、支配するエリートに対するより広範な暴動に発展する可能性もあります。

富裕層と貧困層、そして老年層と若年層の間の差は広がっています。若年層は職を失い、所得が打撃を受けるという矢面に立たされているだけに終わらず、今後何年間にも亘って債務と税金という負担に縛られることとなります。

ギリシャよりイタリアを選好する

欧州では、欧州中央銀行（ECB）がパンデミック緊急買入プログラム（PEPP）のもとで、さらに6,000億ユーロの資産を買入れる決定をしたことは市場予想を上回りました。PEPPによる買入総額は1.35兆ユーロに上りますが、これはユーロ圏GDPの10%に相当し、最も支援が必要となる市場で、より積極的な買入れを進めるという柔軟性は、今後財政赤字を埋め合わせるために欧州周辺国で見込まれる発行増をただ吸収するという以上の力を持っていると思います。

ドイツ連邦憲法裁判所はECBの資産買入れを一部違憲とする判断を示すなかで、ECBは支援を倍増させる姿勢を示したことで、遅ればせながらラガルド氏は、金融政策が適切にユーロ圏で効果を発揮するように、「スプレッドの管理」に注力しているようです。このことを受けて、欧州周辺国に対して前向きな見方を維持しています。

バリュエーションは一ヶ月前と比べるとやや魅力が低下しているかもしれませんが、新型コロナウイルス以前の水準までスプレッドが縮小すると考えることは妥当であると思われます。

相対価値の面から、ギリシャ国債よりもイタリア国債の方に投資妙味があると考えています。ギリシャ国債のスプレッドはこれまでにかなり縮小し、イタリア国債を下回る利回り水準となっていることから、ギリシャ国債からイタリア国債にポジションを移行することが賢明であると考えています。特に、政治面ではポジティブな進展は見られるものの、マクロ経済状況の悪化によって、ギリシャが今年、投資適格に復帰することは難しくなってきていると見ています。

一方、ここ数日で米国及びドイツの長期金利は上昇し始め、米ドルはその他通貨に対して下落しました。これは、リフレ・トレードの投資家が増えていることを示しているとみられますが、このトレンドがさらに加速することはかなり考え難いでしょう。

リスク資産の反発は、中央銀行が手綱を緩めることにつながるかもしれませんが、少なくとも1、2年は金利が上昇しないことは明らかであるように思い、経済活動を回復させるためには中央銀行は何でもするという姿勢を示すなかで、イールドカーブの上昇を抑えるアンカーとしての役割を当面続けるとみえています。

そのため、しばらく主要金利はレンジ内の動きに留まり、金利デフレーションを大きくロング、またはショートすることで得られるリターンは大きくないと考えています。

ヘッドラインが騒がしい中でも、米ドル高が進む

通貨市場では、この数年米国経済がアウトパフォームしているなかで、米ドル高の動きが見られました。現段階で見極めることは難しいかもしれませんが、テクノロジー・セクターの優良企業は米国経済に恩恵をもたらす、米国に資本を投下するほうが魅力的であるとの姿勢を続けるかもしれません。

そのため、暴動、政治問題、新型コロナウイルスへの対策といったニュースを考慮しても、米ドルの下落を見越すことは時期尚早であると考えています。

エマージング市場も堅調に推移しました。債券市場では、クレジット債は3月の下落を約75%は回収しています。4月及び5月前半に見られた新規発行への懸念が後退したこともスプレッドの縮小につながりました。

実際、一部のアナリストは欧州投資適格債のスプレッドはECBによる買入れ、フォーリン・エンジェルがインデックスから退出したこと、寛容なECBによる流動性供与からの銀行による融資の増加によって、今年縮小する可能性もあると予想しています。

今後の見通し

市場を押し下げる要因が見当たらないなか、潤沢な流動性による市場の上昇はもう少し続くかもしれません。明白なリスクとしては、新型コロナウイルス感染拡大の第2波、米中間の衝突、中央銀行が資産買入れを減速することに安心感を持ち始めているということを示唆する、などが挙げられると考えています。

そのため、市場の上昇時に利益を実現するという投資姿勢を持ってきましたが、ややロング・バイアスを維持した方が良さそうで、特に中央銀行が大規模な買入れを約束している市場を選好しています。

バリュエーションは4月初旬と比較すると魅力は低下しましたが、スプレッドは年初時と比較すると引き続きかなりワイドな水準にあり、割高と考える水準には達していません。とりわけ、ファンダメンタルズ環境は厳しいものの、潤沢な流動性と債務支払コストが低水準であることを受けてデフォルト率が歴史的に見て低水準を維持することになれば、まだ割高とはなっていないでしょう。

金融市場で見られている愛憎の戦いでは、今のところは愛が勝っているようです。いつもこうとは限りませんが、世界中で問題や困難がはだかる中、もう少し愛を注いでも間違いとはならなさそうです。

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。