



社債市場で散歩する象

マクロ政策が引き続き市場の下支えとなるなか、政治面の影響に対する懸念が広がり始める

経済指標、新型コロナウイルス、地政学的リスク、政策面での進展といった様々なニュースを消化するなかで、先週の株式及び主要国債市場は小幅な値動きとなりました。5月の米小売売上高は予想を上回り、先月の大幅な下落から大きく反発しました。

しかし、4-6月期のGDP予想はおよそマイナス30%となっており、週ごとの新規失業保険申請件数などは経済活動への打撃を示す内容で、ロックダウンが緩和されるなかでも経済は大幅な調整に見舞われているという実感に沿ったものとなっています。

一方、カリフォルニア、テキサス、フロリダ、アリゾナ州での感染率の上昇は、新型コロナウイルスのリスクは継続していることを表しており、感染拡大を抑制することなく行動制限を解除しようとしている地域ほど厳しい状況となっています。

しかし、デキサメタゾンなどの治療薬や10-12月期にはワクチンが開発されるという期待感は、第2波到来による春に実施されたようなロックダウンへの懸念を緩和することにつながっています。ロックダウンがもたらす社会及び経済的影響を考えると、ロックダウンが再び実施される可能性は低くなってきていると見えています。

広範な資産購入が市場の下支えとなる

クレジット債市場の市場心理は、米連邦準備制度理事会（FRB）が欧州中央銀行（ECB）のように広範な市場で直接的に社債の買入を開始するという発表によって、押し上げられました。これまでの買入はETFと支援を求める特別の申し込みをした個別発行体の社債に限定されていました。

2020年6月19日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

そのため、企業は汚名となるような申し込みをすることに前向きではなく、米国社債の買入額はFRBが当初社債買入計画を発表したときの想定を大きく下回っていました。

そのため、この変更はポジティブに受け止められました。しかし、この発表はS&P500が取引開始時に3,000を下回った日に行われたことで、追加の政策支援は株価がこの水準を下回ったときに発表される可能性が高いという解釈については慎重に見る必要があると考えており、全体的にある特定の価格の動きに対して、特定の解釈をしようとするのがあまりに多くなっています。

こうしたイベントに対する政策当局の自身の分析によるコメントから考えると、このような見方はあまり現実的でないように思います。

コア国と南欧国間の乖離

欧州では、ターゲットを絞った長期流動性供給オペ（TLTRO）の供給額が1.3兆ユーロあったこともリスク資産にとっては下支え材料となり、これによって新たに5,500億ユーロの流動性が供与されることになりました。このことは、特に欧州周辺国債にとってポジティブに働くと考えています。

なぜなら、ECBが促すことになったように、マイナス1%で資金を借り入れ、その資金でより利回りが高い債券を購入することが出来るため、銀行はキャリートレードを行うことが出来ます。

この政策についても、以前はこうした「フリーマネー」トレードに参加することは、ある種の恥ずべき事であるようにみられていましたが、LTROが欧州では恒久的なものとなりつつあるなかで、銀行は参加への抑止を弱めています。

しかし、この政策に最も積極的なのは南欧の銀行であると見られ、コア国のより保守的な銀行が同水準の意欲を見せていれば、より多額のTLTROが活用されることになっていたかもしれません。

政策対応でブレグジットへの懸念を覆い隠す

英国ではイングランド銀行は量的緩和（QE）プログラムを1,000億英ポンド増額することを先週開かれた金融政策委員会で決定しました。パンデミックへの対応に苦慮し、より強硬なブレグジットの結果によって、すでにかかりのストレス下にある企業がますますの苦境に立たされるという懸念が高まる中、英国の見通しはその他先進国よりも厳しいものになっていると考えています。そのため、多くの人が考えるよりもイングランド銀行の経済見通しが楽観的であったことは落胆を誘ったかもしれません。

英ポンドは下落する可能性があると考えられており、英国の政策当局は出来る限り経済面でのバッファーを作ろうとするなかで、英ポンド安を受け入れるとの見方をブルーベイでは強めています。

盤石なファンダメンタルズを求めて

一方、エマージング市場では地域及び国で差に広がりが見られます。提案されている欧州復興基金の骨子は7月に承認され、これによって多くの中東欧国は恩恵を受けられると考えています。

その他、米国企業が中国から引き揚げていることによる恩恵を受けると考えられるメキシコや、ファンダメンタルズが盤石なイスラエル、マレーシア、ペルーといった国は前向きに見ています。

反対に、財政及び経常収支の明らかな悪化が見られるコロンビアや南アフリカには慎重な見方をしています。南アフリカについては、GDPに対する債務比率が今後数年間で100%に達すると見込まれ、そうなった場合はIMFからの支援が必要となり、既存の債券保有者にとってはマイナスに働く可能性があります。

今後の見通し

状況にほとんど変わりはなく、市場は非常に不透明な環境にあると見ています。年後半にもうすぐ突入する中で、新型コロナウイルス感染拡大の第2波のリスク及びそれが正常化に向かう経済活動に、どれだけの影響を及ぼすかを予想することは非常に難しくなっています。

政策面では、欧州復興基金に関する話し合いを前に、前向きな見通しを持っていますが、主要中央銀行による一連の金融緩和策については終わりを迎えたかもしれないと考えています。一方、米国で話題にのぼったインフラ支出計画（とくに期限切れではあるものの）など、さらなる財政政策が実施される可能性はあるでしょう。

もし1兆米ドルのインフラ投資が合意に至ったならば、これはポジティブ材料になると考えています。しかし、こうした政策のもとで実際に資金が充当されるには数ヶ月が必要で、これがもたらす経済効果が現れるのは2021年となり、短期的にはあまり大きなインパクトはもたらさないと考えられます。

さらに、大統領選挙が数ヶ月後に迫るなか、政治面により注目が集まることになるとみています。

概して、4月以降に見られた反発によって、一部の資産のバリュエーションはファンダメンタルズに対して割高になってきているとみており、そのためリスク量は抑制しています。中でも、低格付け銘柄及び、格下げリスクが高い発行体を注視しています。

とはいうものの、投資適格社債は、中央銀行による買入計画の直接的な恩恵を受ける資産であると見ています。FRBは、買入を進める際には、社債市場において巨大な力（象）を走らせないよう気をつけるとしていますが、その存在感は無視できるものではありません。

象にとっては走らずとも、小さなものを踏み潰すのはたやすいことです。政策当局が緩和的な金融環境を強く望むなか、パウエル議長や共和党は快く思っていないかもしれませんが、トランプ大統領がこの象に乗りたがることは確かでしょう。

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。