



転換点を見極める

恐怖は永遠に続くものではないことを思い出すとともに、ECBの協調的な努力によって利回りは安定状態に一步近づいています。

欧州と米国が新型コロナウイルスの拡散によって、何ヶ月にも及ぶ経済的な損失とかなりの社会的費用に直面している現実が明らかになっていく中で、先週も金融市場には極端な下落プレッシャーが続きました。

以前の想定よりも感染率は高くなり、医療機関への今後の圧力を和らげる行動を取る必要があるため、外出禁止に踏み込む国が順次出てきており、日常生活は今後何ヶ月かの間、制約をされることになるとみられます。

投資家がグローバル・リセッションを織り込みつつあることで、株式市場では下落が続き、金融市場での価格の動きは、トレーダーが在宅勤務を強いられる中で流動性が枯渇し、次第に常軌を逸してきています。

足元の下落の程度は2008年のグローバル金融危機ほどではまだありませんが、そのスピードは驚くべきものがあります。株式市場は3週間で30%以上下落し、社債、ハイイールド債、証券化商品、エマージング債などのスプレッドは少し前の3倍にまで拡大し、VIXといったボラティリティ指数も6倍の水準にまで上昇しています。

価格の動きのスピードが速いことで、リスクを削減する行動を取ることが難しく、比較的取引量が少ない中で、当然ながらストップ・ロスによる強制売却で、一部の資産価格は劇的に下落しています。

2020年3月20日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)

前例のない状態にある

食品を求めて列を作ったり、感染を避けるために、高齢の身内に自分たちが訪ねることがどうして出来ないかを説明するといった事態を、予想していた人はほとんどいないでしょう。しかし、カオス状態は別にして、市場が転換点に到達したと確認するためには、どのような状態が必要なのかを考えることは重要だと思います。

これについてよく考えてみると、いくつか注目したいポイントが挙げられます。

キューブラー・ロスのモデルを適用してみると、私たちはショックと拒否という段階を今おおよそ超えつつあり、従って、どん底は概念的にはそれほど遠くないはずだと思います。

米国については、市民の受け止め方という意味で、もう一段階の調整がまだ必要かもしれませんが、欧州については、今私たちの周りで起きている危機と社会が急速に折り合いつつあるように見えます。まず、これが1つ目の注目点と考えています。

2つ目に、政策当局が当初の慢心がある程度かなぐり捨て、市場に対する反射的な反応を超えた動き、つまりリーダーシップを発揮すべく断固とした姿勢を取ろうとしてきています。

財政緩和が発表されてきていますし、中央銀行は利下げをして、量的緩和（QE）を拡大し、多くの追加措置も発表しています。

ユーロ圏にとって重要なことですが、欧州中央銀行（ECB）は、ラガルド総裁の目を覆いたくなるような失言で、通貨連合を損なう脅威にさらしたミス・コミュニケーションで目を覚ましたと思います。

最後に、今必要なことだと思うのですが、感染率と致死率が低下し始めているという証です。現時点で、感染率と死亡率のさらなる上昇は避けがたいのですが、これが低下をし始めれば、転換点に到達したと市場が状況的に判断しようとするのは理に適っているように思います。

転換点に近づいている

こうした点から、市場全体が決定的な転換点に、まだまだとは言いながらも、かなり近づいてきたと考えています。

しかし、ユーロ圏においては、ECBの協調的な努力によって利回りがユーロ圏全体で安定すると楽観論に私たちは傾いています。あるべき政策対応は財政政策が中心で、金融政策は景気刺激的な金融環境をもたらすための、利回り面での下支えであるべきだと私たちは言ってきました。

ある意味、これは財政と金融の対応を協調させて、イールドカーブ・コントロールを行っている日本銀行の政策に類似したものかもしれません。

また、香港で実施されたような全世帯への現金給付は「財政版ヘリコプター・マネー」という形態の斬新な政策対応かもしれないと考えていますが、債務水準の上昇を懸念して利回りとスプレッドが反応することを抑えるために、中央銀行による安全装置が必要であろうと考えています。

結論として、既存のQEと前週発表された追加の1,200億ユーロに加えて、さらに7,500億ユーロのパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）によって、ECBは利回りを管理する強い立場を得たと考えています。

このプログラムにギリシャを加えたことや、33%の発行体ごとの購入上限を撤廃したとみられること、そしてユーロ圏での適切な信用の伝達を確実にするために更なる行動を取ることをECBが明言していることは、ECBの断固たる姿勢を示しており、これこそがユーロ圏のスプレッドについて、前週の市場に委ねる的な無頓着発言に欠けていたものだと思います。

この点から、欧州ソブリン債のスプレッド拡大は抑制され、ボラティリティも低下し始めると考えています。このことは欧州社債や金融債にも及んでくると考えています。

流動性を巡る問題

FRBが各国中銀とスワップ・ラインを結んだにもかかわらず、米ドルの流動性を求める動きが続いていることで、スプレッドには拡大圧力が残っています。

資金調達に関わる問題で、市場全体で多くの相対価値ポジションが解消を余儀なくされました。その結果、オフ・ザ・ランと呼ばれる流動性の落ちた債券を取引することは次第に難しくなっています。

ファンドでの解約が増えていることも影響を及ぼしており、一部の著名な債券運用者は年初来で50%程度のマイナス・リターンとなっています。

エマージング市場も大幅な下落が続いており、ブレント原油は2002年以来となる25ドル割れとなりました。

さらに驚くことに、通常は流動性の高い為替市場でも流動性が枯渇しています。ロンドンはその通貨にとって取引の中心地となっているのですが、ロンドンの金融街が封鎖状態に向かっているため、トレーダーは在宅勤務をする方向で、ポジションを手仕舞う動きが殺到し、ノルウェー・クローネや昨年の総選挙以降にオーバーウェイトがコンセンサス・トレードとなっていた英ポンドなどは普段よりも相当大きい値動きとなりました。

恐怖は永遠に続かない

今後を見通そうとすると、今はコロナウィルス一色となっています。しかし、恐怖は市場で（そして生活においても）永遠に続くものではありません。恐怖は消えていくもので、一旦ピークから抜けると、生活は日常に戻ると考えています。

第一次世界大戦後にすぐ起きた1919年のスペイン風邪のパンデミックでさえも、このことは事実でありました。リセッションへの転落が速ければ速いほど、一旦回復が始まれば、同じように速く戻るとの考えも持っています。

2008年のような過剰レバレッジが金融システムに存在しているとは考えていません。銀行は健全な状態で、この疫病が通り過ぎれば、成長を抑制する構造的な障害は存在していないとみています。

この回復が3ヶ月後に始まるのか、それとも1年後なのかはクエスチョンマークですが、リスク削減を検討するには時すでに遅しで、次なる一手はリスクの積み増しでしょう。しかしながら、流動性ある手段で行うべきだとは思いますが。

転換点を正確に見極めることは決して容易ではなく、それは往々にして弱気が最も優勢にある最中のどこかで、直感的に違和感を感じるような時に起きるものだと思います。しかし、経験則からは最良の買い場は他がパニック売りをしている時で、ポートフォリオ全体のリスクレベルを管理することに忠実でありたいと考えているにも関わらず、そうした状況が露わになると、このチャンスを捕らえたいとも思うのです。

それを踏まえてみると、イタリアの店頭でパニック買いが見られず、ヒステリック状態が所々で見られる英国と比較して、イタリアが比較的落ち着いているのを見るのは、興味深いものです。確かに、群衆の行動と心理について、興味深い研究となりそうではあります。

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 0.80%（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） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） / 成功報酬 20%

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。