



みんなが破滅する（go to the dogs）前に、 4月終わりにも都市封鎖は終わる？

グローバル経済の活動が突然の、そして厳しい収縮状況にあることが次第に明らかになって来る中、新型コロナウイルス拡散を防ぐための都市封鎖が続いていることから、先週の市場では成長見通しをさらに下方に見直す動きが見られました。

経済成長見通しは実に振れ幅が大きいのですが、都市が封鎖されている間は、30%程度のマイナス成長になると考えるのは適切だと思います。

封鎖が緩和されると、この反動が起きると予想されますが、感染が再度拡大するかもしれないとの懸念があることを考えれば、「日常生活」が直ぐに戻るのかどうか、多くの議論があるところです。

結果として、2020年全体の成長見通しは前年比でマイナス5%が妥当と思われるのですが、状況は目まぐるしく変わり、予測不能な事態に対処し続けているというのが現実です。

もしワクチンが広く利用可能になるまで、国家レベルで新型ウイルスを封じ込め、あるいは根絶することを政治目標とするならば、ソーシャル・ディスタンスを維持することを含め、移動に様々な制約を今後何ヶ月も続けることになるでしょう。それはすなわち、2008年のグローバル金融危機と同等、あるいはもっと厳しい経済成長の悪化がどの点から見ても続く可能性があるということです。しかし、その可能性は大きくないと考えています。

2020年4月3日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

都市封鎖は少なくなる

長期にわたって、多くの国が都市封鎖という政策を続ける可能性は低いと考えています。短期的には、ウイルス拡散の速度を低下できていることが示されれば、こうした政策は成功かもしれないと考えていますが、ウイルス流行が世界規模になっていることを鑑みれば、それを根絶するとの考えは非現実的だと思います。

むしろ、今は医療機関の能力強化とワクチン、抗体検査や治療法といった研究を加速化するために使用されていますし、そうあるべきだと思います。それが重症患者の致死率を低下させることに役立つと思います。

都市封鎖が経済と社会に極めて大きな負担となっている中で、今月の終わりまでに封鎖が終わるかもしれないと考えつつあります。そうすることで、若者や健康な人、そして完治した人が5月には仕事に復帰できるのです。

ウイルスに対して危険度の高い人の自主避難はもう数ヶ月続ける必要があるかもしれませんが、完治する人が増え始めていることから、「平時」にもっと近い状態に戻ることが、夏のどこかでできるかもしれないと考えています。

4月中に市場は落ち着きを取り戻すだろう

こうした考えから、経済に最も重圧がかかるのは4月であり、その後の見通しは徐々に改善し始めるであろうとみています。

金融市場の観点からは、市場を安定させるための最初の要件は信頼に足る政策対応であるが、市場の改善をもっと確実にするには、新型コロナウイルスの影響がなくなり始める時期を見通せる必要があると、この数週間申してきました。

この点で、今後の厳しいニュースにより（特に米国は流行の始まりが欧州より遅く、まだタイムラグがあると思えます）、株価がさらに下落することになっても驚きはありませんが、政策からの恩恵を最も受ける資産に関しては、このサイクルにおける最悪期はすでに脱しているとの考えを強めています。

これに該当するのは欧州周辺国の国債であり、投資適格社債であると考えており、欧州中央銀行（ECB）の債券購入プログラムから恩恵を受けています。

投資適格社債については、バリュエーションから強気な見方を持たざるを得ないものがあると考えています。短期的には、現物社債はそれほど大きく反発しておらず、CDSインデックスの動きに遅れを取っていますが、これは巨額の新規発行によってセカンダリー市場の既存債券が下落したためだと考えています。しかし、新規発行が業績発表シーズンでなくなると、スプレッドは縮小してくるかと考えており、ブルーベ이의戦略では社債のエクスポージャーを増やしてきています。

ブルーベイでは、ユーロ圏の金融銘柄にも前向きな見方を続けていますが、銀行が配当を見送る動きは欧州の銀行資本を実際には強化するものであり、政策当局との会話からは、AT1債の利払いがこの動きに全体的に影響されることはないだろうとの見方です。

資金支援における問題

金融セクターに関連した問題は、最も資金を必要としている中小企業に政府が支援を行おうとしていることにあります。英国では、政府が保証して、企業が借入れを無事行った例はあります。

これまで発表された政策は、全般的に前向きなように見えますが、最も資金を必要としているところに、それをもたらすことは、実際には相当難しいことです。繰り返しになりますが、都市閉鎖という政策を比較的早めに終わらせる必要性をこのことは物語っていると考えています。これが長く続けば、それだけ経済の落ち込みは深刻になるからです。

その他欧州についての話題ですが、コロナ債や共通債発行に向けた動きが、ドイツやオランダといった北ヨーロッパの国によって後退していることややや失望を禁じ得ません。危機の最中には、連帯感が高まることへの期待がありましたが、これまでは実現しておらず、当然ながらイタリア市民（そして他の市民も）はEUに不快感を覚えるでしょう。

ベルリンなどの政治家がこうしたことに反応しないならば、欧州大陸で新たなユーロへの懐疑の種をまくことになるのではないかと懸念しています。現時点では、ECBの債券購入プログラムが実施されている限り、利回りとスプレッドの動きを抑制してくれるはずですので、この政策があることを有り難く思います。

その他では、先進国では金融政策に関して、積極的な刺激策でバランスシートを使うことができますし、実質的にイールドカーブ・コントロールと言えるような政策も実施できていますが、多くのエマージング国にとっては、そうした政策余地はずっと限られています。

特に、すでにバランスシートが拡張きった、国内の貯蓄が多くなく、海外の資金に依存している国はかなり脆弱な状況にあります。この点で、債務支払いの停止の要求は、最初の段階は公的セクターでの相対貸出だけが対象であっても、投資家を不安にさせる可能性があります。

そうしたことから、今後、債務再編が増えてくる方向にある中で、国と銘柄の選択は極めて重要になってきます。差異が拡大する状況はショートでもロングでも魅力的な機会になる可能性がありますが、一般的にはグローバル経済成長が困難にあり、直接投資が停滞する可能性があり、商品価格も難局にあって、さらに先進国が他国への依存を減らして自国に製造業を帰そうという時に、エマージング市場全体にあまり強気になることは難しいと思います。

その上、自国資産のバリュエーションがスプレッド拡大を受けてかなり魅力的になっている中で、ホームバイアスの高まりは私たちが今遭遇している状況からのごく自然な帰結であるように思います。

痛みを伴う現在の原油価格

通貨市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）が各国中央銀行とのスワップラインの発表後、短期金利市場での圧力が解消され、為替のボラティリティが低下することとなりました。しかし、今後の行く末を考えた場合、高い確信度を持って、主たる通貨の将来の動きを予測することは難しいように思います。エマージング通貨は現地資産からの資金流出を受けて、下落圧力がある状況です。また、原油輸出国はロシアとサウジアラビアの今も続く対立で大きな影響を受けています。そしてこの結果、原油価格は安値を更新しています。

需要が大きく落ち込み、供給は増加している、備蓄はすぐさま一杯になるという状況にあっては、原油のスポット価格がどこかで10ドルを下回るリスクさえもあるでしょう。

明らかに持続できる状況ではなく、米国も原油価格の安定を望んでいる中で、今後1、2週間のうちに何らかの合意に至るかもしれない、との思いを私たちは強めています。そしてそれは、ロシアが最大の勝者になり、経済制裁の緩和という可能性もあります。その他の点では、クレジット債への投資に明確な価値が見られ、アルファの機会があるだろうというのが、私たちの全体的な見立てです。現時点では、金利や通貨はどれもリターンという点で見た場合、クレジット債ほどの投資チャンスはないと考えています。

今後の見通し

今後を見渡すと、感染率とその後の死亡率という観点での「ピークを探ること」が、今週も引き続き多くの注目と分析の中心であり続けるでしょう。

現在のところ、経済指標は重要な意味を持たないと見ているものの、経済的な観点からは、ロケットのような上昇を見せる失業率からは、技能が失われ、労働者があまりに長期間、仕事に就けないのならば、社会がヒステリックな状況に陥るといった結末が待っているかもしれないとの懸念があります。

この混乱が広まる中で、多くの地域で現職の政治リーダーが支持を高めるといった興味深い現象が見られます。しかし、都市封鎖が長期間に及ぶ場合にも、この流れが続くかは不透明です。

若者は自分たちが面倒を見なければいけなくなるベビーブーマー世代を向いた政治に既に不満を示しています。隔離状態に急速に慣れ始めた時に、非難する相手を探し始める人が増えても驚きはありません。

新しい世界が待っている

すでに明らかになっていると思えることは、年初めに我々がいた世界は二度と戻らないだろうということです。グローバルの移動パターンは完全に変わってしまったかもしれません。

一方で、在宅勤務というトレンド、コミュニケーションや社会的な交流にテクノロジーを用いることが増えているという状況は、この数週間といった短期間で多くの人が急速に適応するように迫られたという状況を鑑みれば、今後一層強まるだけでしょう。多くの国で、国内経済の安全性への注目から、グローバル・サプライ・チェーンへの依存を減らしたいと望むでしょうし、私たちが今日の当たり前に行っている状況を同じような準備不足なかたちで二度と繰り返したくないことから、ヘルスケア・セクターのGDPにおける比率が高まっていくことは不可避だと思います。変化の中には大きく変わるものもあれば、目立たないものもあるかもしれません。しかし、明らかに、私たちは今後体験することがないような決定的な分水嶺にあるように思います。

多分、「誰がその費用を負担するのか」といった疑問を出すのはまだ早すぎますし、無神経でもあるでしょう。しかし、本来これは資産配分に関連した核心問題となり得るものです。

企業を支えるために、財政赤字、量的緩和そして直接的な国の介入を通して政府のバランスシートにかかった費用を国家が社会に負担させる際、原則的に将来の世代に費用負担がもたらされる可能性が高いでしょう。それは数年後に緊縮財政という形態を取るかもしれませんし、もっと可能性が高いと思えるのは、金利上昇を抑制した結果、インフレ率よりも預金の利息が少ないという形かもしれません。

しかし、このような形で費用を社会的に負担できない場合、管理可能な水準にまで債務負担を軽減できるように、債権放棄や債務再編といったことに頼らざるを得なくなる可能性があります。この場合、損失の一部負担を求められる可能性が、今日の預金者にもあるでしょう。

こうした諸々の結果として、政策支援から利益が得られる可能性が最も高い発行体を選択し、そうでないものを避けるということは、今の私たちの投資にあたって選択の核になっています。ところで、私たちは可能な限り健康でいられますようにと願い、祈り続けていますが、dog days（市場不振の時期）が過ぎ去るのも、そう遠くはないでしょう。

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 0.60%（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。