



都市封鎖は少し緩みそうだが、それほど一筋縄ではいかなそう

さらなる制限が導入され、感染率が高まっているなか、正常化への希望が挫かれています。

新型コロナウイルスの拡大がピークを迎えつつあるのではとの期待の下で、先週も金融市場のリスク選好は回復が続きました。都市封鎖策の緩和に向けた動きが見られており、ノルウェー、デンマーク、オーストリアは制限を緩和する計画を発表しており、中国では武漢の市民生活でさえも日常に戻りつつあるようです。

こうした希望の芽にもかかわらず、悲しいことに世界の死者数は増加を続けており、日本、インド、インドネシアといった多くの国で、さらなる制限が導入されたり、感染率が高まっている状況です。

こうしたことから、この大流行が転換点に達したと考えることは早計であると考えています。しばらく、新型コロナウイルスに関連したニュースは厳しいものが続き、特に米国の南部州のような、ソーシャル・ディスタンスへの取り組みが遅れている地域ではそうだろう、と考えています。

そうなった場合、政策当局が今後も適切な政策を取り続けることができる限り、多くの市場がすでに底値を付けたと考えるだけの理由はありませんが、市場が一方向に動くという可能性は低いと思います。

連帯感の欠如

この点に関して、注目は今、欧州の政策当局に戻っています。この数週間、ユーロ圏全体への共通支援策で合意することに難航しています。

2020年4月10日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)

過去には、危機の際はEUは結束するという良い実績があります。従って、オランダなどの国が支援に関連して条件を付与することに固執し、コロナ債や共通債の発行に同意することを北ヨーロッパの国が躊躇っているため、ユーログループが共通支援パッケージになかなか同意できないことは、現時点では懸念となっています。

その大きな理由は、イタリアなどの国が財政面での規律を無くするのではないかという、長年の不信感があるようです。しかし、新型ウィルスはグローバル規模のかつてないショックをもたらしており、こうしたことから、債務の持続性についての心配事はしばらく脇に置くべきでないかという強い意見が出ており、特に、金融政策と量的緩和（QE）による資産買入が、今必要とされる財政刺激策の後ろ盾として機能できる状況にあっては、尚更のようです。

結束することができなければ、周辺国の資金調達コストが上昇し、金融環境が引き締まり、経済状況をさらに悪化させてしまうリスクがあります。さらに、長期的な分裂とユーロへの懐疑主義が復活するリスクと同時に、多くの国で有権者が対立するというリスクもあり、単一通貨の将来を脅かす可能性があります。有り難いことに、2012年の欧州ソブリン危機で、こうした教訓が得られて、理解が深まっているように思え、従って何らかの妥協が見いだされるとの考えを続けることは正しいと考えています。おそらく、ユーロ圏の全ての国に影響を及ぼしている困難に立ち向かっている時に、オランダはあまり長く足を引っ張らず、欧州は些末なことではなく団結を求めると考えています。（注：その後、ユーロ圏の財務相会合で総額5,400億ユーロの経済対策の実施で、現地4月9日に同意に至りました。その中で、欧州安定化基金（ESM）を通じて各国がGDP2%の信用枠を得るものの、新型コロナ対策に使用される限り、厳しい条件を求めないことで合意されました）

英国指揮系統に対する懸念

英国では、ジョンソン首相が集中治療室に移されたというニュースによって、極めて困難な状況に国がある中で、権力に空白ができてしまう可能性を懸念する声がありました。首相が回復することを祈っていますが、しばらくはジョンソン首相は意のままにならない可能性があります。

ブレグジットのスケジュールは、すぐさま政治が取り組むべきものではないでしょうから、交渉期限を先延ばしにする必要があり、少なくとも半年は後ろ倒しになるだろうと考えています。

ギリシャは束の間の休息に

その他の欧州の話題では、欧州中央銀行（ECB）が適格担保の制約を緩め、ギリシャ国債を受け入れるとのニュースは重要なものだと思います。

今回の担保要件の緩和は一時的なものとして発表されましたが、ブルーベイでは恒久的措置になると考えています。特にこれまで常にあった格付制限を取り払ったことは有意義だと思います（格付制限は、格下げによってBBB-未満に格付されることがあるのでは、とイタリアのような国にとっては常に懸念でした）。

ECBのQEは、実際の運営は各中央銀行が自身のバランスシートで債券を購入するというものであり、これまでギリシャ国債は適格担保として認められていませんでしたので、ギリシャ中銀は全体の出資比率に応じて、EFSF、ESM、EIB、その他適格債を購入してきました。今や、これらの債券を売却して、ギリシャが高利回りを享受できるギリシャ国債に切り替えるということも考えられ、ギリシャ中銀のバランスシートで保有する債券は基本的にギリシャ国債ということになるでしょう。

先週は、主要先進国の国債利回りはおおよそレンジ内で取引されていました。株式市場は上昇し、VIX指数で表されるボラティリティは50以下に低下し、社債のスプレッドも縮小しました。この数日間、極めて多くの新規発行債が既発債に対して大幅な割引水準で値付けされ、インデックス・レベルではスプレッドにほとんど変化はありませんでした。しかし、これから業績発表シーズンとなり、ブラックアウト期間に入ることから、新規発行はなくなり始めますので、セカンダリー市場のトーンを改善することになるのではないかと考えています。

減産についてOPECプラスが合意に至るとの見込みで、原油価格は安値から反発し、ハイイールド債やエマージング債のセンチメントにも好影響が出ています。

このコメントを執筆している時点では結果が出ていませんが、経済成長が勢いを取り戻して、原油需要の見通しが改善するといった時までには、現状の水準からは大きく減産せず、価格を安定させる程度の合意がなされるだろうと考えています。（注：4月9日にOPECプラスは日量約1,000万バレルの減産で暫定合意しました）

米国の流動性支援策が通貨市場の下支えとなる

その他の話題で、主要通貨は大体レンジ内で動きましたが、商品関連通貨はOPECでの同意観測から大きく上昇しました。エマージング通貨にも大きな上昇が見られ、前週に最安値を更新した南アフリカ・ランド、メキシコ・ペソ、トルコ・リラはショート・カバーが見られました。米連邦準備制度理事会（FRB）が米ドルの流動性を供給したことで通貨市場のセンチメントも改善しました。

短期金利市場に目を移すと、3ヶ月の米ドルLiborは有担金利に対して130bpsのスプレッドとなっており、金融環境はまだ大きなプレッシャー下にあり、これまでの政策当局が打ち出してきた支援策にもかかわらず、グローバル金融市場にはかなりのストレスが残っていることを感じさせました。

今後の見通し

しばらくは新型コロナウイルス関連のニュースに生活も市場も左右される状況が続くでしょう。こうしたことから、恐怖から希望へと旋回する中でボラティリティが高止まりすることはやむを得ないでしょう。

集団的な動きとして、投資家は一つの方向から別の方向へ動いており、上昇するにしても下落するにしても、流動性の状況は悪化する可能性があります。こうしたことから、そうした流れに引き込まれるのではなく、先読みをしようとするのは重要な原則です。同様に、より戦略的な点からノイズを見越すことができると思います。

新型コロナウイルスに関する、これまでのデータの蓄積はごくわずかで、私たちがいかに知っていることが少ないかということに、まだ驚きを禁じ得ません。例えば、感染をした人の中で免疫がどのように機能し、どれくらい継続するのかわかりません。しかしこの種の疑問は、どれだけ早く経済活動が正常化できるのかという点で重要な意味があります。

ワクチンについて、明確な見通しはまだありません（ロシアが2ヶ月以内に臨床試験を始める計画と発表はしていますが）。

これに加えて、ウイルスへの感染とその後の症状について大きく影響する要因があるやらないやら、いろいろな憶測が出回っています。例えば、結核予防のBCGワクチンを接種した国の人は、この感染症にある程度の耐性があるかもしれない、それはポルトガル（接種を義務付けていた）とスペイン（接種を義務付けていなかった）との致死率差をおそらくは説明してくれる、ということが言われています。多分、過ぎ去り昔にブスリと刺されたことを私は喜ぶべきなのでしょう。。。

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。