



都市封鎖から抜け出すには複雑な経路が待っている

経済成長のV字型の回復への可能性が低下するなか、ソーシャル・ディスタンスは世界を原油価格が消毒液よりも安く買える複雑な場所に変えてしまいました。

世界中で新型コロナウイルスによる致死率と感染率が低下を続けていることから、経済的な封鎖が終わるとの期待感が高まり、先週の金融市場のボラティリティは低下を続けました。多くの経済指標が歴史的な低水準に落ち込む状況であっても、しばらくの間は指標への関心は低いように思います。

通常の時であれば、米国の第1四半期GDP成長率が年率換算でマイナス4.8%であったなら、大騒ぎになるでしょう。しかし、明らかになりつつある状況からして、このマイナスは第2四半期のはるかに大きい収縮を予感させるものに過ぎないように思います。

この点でずっと議論の余地があると思えるのは、どれだけの早さで経済が安定し、（うまくいけば）2020年後半と2021年以降の成長反発があるのかという点でしょう。この疑問は都市封鎖がいつ解かれ、その後経済活動を制約するような、移動制限が再度必要な感染拡大の第二波が来るのかどうか次第と言えます。

都市封鎖後の社会

それ故に、都市封鎖から抜け出す道筋は不確かで、過去に例を求めることが出来ない旅路といえます。しかし、たとえ段階的であれ、制限が緩和されることはすでに明確であるようですし、ワクチンが開発され、広く行き渡るまで一部セクターの経済活動が制約され続ける可能性もあるとみられます。結果として、経済成長のV字型の回復への期待はじかれる可能性が高いと思います。

私たち自身がオフィスに戻るという実施計画から感じていることですが、かなりの困難を感じさせる多くのハードルや問題があります。ソーシャル・ディスタンスという約束事の下で、2メートル・ルールを守るという義務を考えれば自ずと明らかです。

2020年5月1日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者 (CIO)

例えば、この注意義務を守るためには、机と机は4平方メートル離さねばなりませんし、通路のような共用スペースからは2メートル離す必要があります。法律上の要件を満たし、最悪の場合、訴訟という偶発的なリスクを高めないように、同じようなやり方で、エレベーターはどうするのか、トイレは、その他の共有スペースはどうするのかということには、まだ考えも及んでいません。

こうしたことをとくと考えてみると、実際には、多くがオフィスに戻ることを望んでいるかどうかに関わらず、都市封鎖が緩和された場合でさえ、大部分の社員はさらなる期間、在宅勤務を続ける必要があると考えられます。多くの点で、考えれば考えるほどゴルディオスの結び目のような難題が現れてきます。特に、マンハッタンの中心部にある超高層ビルの中にある会社ならば尚更でしょう。

ともかく、金融業の会社が直面する可能性がある実務上の難題はいくつかあるにしても、在宅勤務やソーシャル・ディスタンスがずっと難しい多くの業態では、今の混乱はより厳しいものになることがた頭に浮かびます。

この先の道のりは困難なものとなる

今後何ヶ月もサプライ・チェーンは混乱し、需要は損なわれる可能性が高いと考えています。

さらに、都市封鎖への支持を得るために政府が社会のうちに恐怖というメッセージを広める役割を果たしてきた多くの国では、公的なメッセージが変わり始めたとしても、今後しばらくは恐怖の感情が続くと考えることが自然だと思えます。

確かに、都市封鎖への圧倒的な支持は多くの政策当局者にとっては比較的意外なことで、ウィルスが撲滅され得るといふ（可能性が低い）期待感から、都市封鎖を続けることを多くの市民が支持していることを世論調査が示していることは懸念事項でもあります。

こうした状況に関わらず、この数週間にわたって市場は都市封鎖の終わりを先取りしてきましたが、この先の道のりは長く、困難なものである可能性が高いと考えています。

ECBはまた過ちをおかした

欧州では、先週の欧州中央銀行（ECB）の政策理事会の結果には失望させられました。資産購入の規模と構成を見直す必要があるとのメッセージにもかかわらず、ソブリン債のスプレッドを管理することは中央銀行の仕事でない、と発言した前回の会合での失態を挽回する機会をラガルド総裁は逃しました。

金融の安定を高めることは中央銀行の仕事であると私たちは考えていますし、この困難な時にあって（コア国だけでなく）ユーロ圏の構成国の金融環境を緩和的にすることはECBの責務だと思っています。

現時点でこれができていないことで、経済危機の深刻さによって強いダメージを受ける状況が続いています。先月はスプレッドの拡大が続いているにもかかわらず、今の市場でのスプレッドにECBは比較的懸念を持っていないとの考えを市場関係者が持つてしまう可能性があります。さらに、ユーロ圏の政策対応は米国の中央銀行のそれに比べて見劣りしているとの考えが強まっています。

今年初めから今日までに米連邦準備制度理事会（FRB）のバランスシートの規模は58%増加していますが、ECBは10%という緩やかな拡大に止まっています。

リーダーシップと一致した意思決定を欠いていることで、ユーロ圏はごくわずかな事をひどく時間をかけて出すことしかできない、というリスクが高まっているように思え、マリオ・ドラギ氏がもはやECBの舵取りをしていないことを嘆く声が多く聞かれることになっています。

「持つもの」と「持たざるもの」の間で差別化が進む

5月の運用がスタートしますが、資産価格のさらなる回復が一直線に進む可能性は低いという懸念を強めています。中央銀行の資産買入から直接的な利益を大きく受ける資産は、中期的に他資産を上回るパフォーマンスになる可能性が最も高いと考えています。

逆に、バランスシートに余裕がない市場やセクターにはずっと厳しい見通しを持っています。例えば、B格あるいはCCC格で今の危機を迎えた発行体には、デフォルトや債務再編が多く発生すると考えています。デフォルトが典型的に起こる例は、返済期限が迫る負債の借り換えが出来ないときであると考えており、こうした発行体の多くにクレジット状況の悪化が見られる中、全てが嵐を乗り越えられるわけでないことは明らかでしょう。

おそらくは、投資適格債とハイ・イールドへの「フォーリン・エンジェル」への中央銀行の資産購入は、すでに市場への強いアクセスを持つ発行体にかなりの恩恵をもたらすでしょうが、キャッシュに余裕のない発行体にはそれほどの恩恵にはならないと思います。

プライベート・エクイティが保有する可能性のある企業、あるいはタックス・ヘイブンに本社を置く企業は買入の対象外になる可能性があり、「持つもの」と「持たざるもの」との間で市場が差別化をする中で、スプレッドの点で差が出てくる可能性があることを示唆しているように思います。

消毒液よりも原油価格の方が安い市場で運用をする

社債について、こうした見方が正しいのならば、ソブリン債の発行体についても同様のパターンがあるでしょう。優良な発行体は、スプレッド自体は拡大したものの、借入れを増やすことができるだけの柔軟なバランスシートを持っているでしょうし、セカンダリー市場の銘柄に対して魅力的なプレミアムで発行される新規発行には私たちも是非投資をしたいと考えています。カタールとイスラエルは最近のこうした例と言えます。

しかしながら、脆弱な借り手についてははるかに慎重な見方にあり、そうした借り手にはクレジットが悪化している明確な兆候がみられ、この場合はCDSを通じたショート还有机会があるでしょう。

同様に、多くのエマージング通貨に関しては、政策当局が国内の経済活動を支援するために金融緩和を探るならば、通貨下落は国内の痛みを緩和させることもあり、通貨は下落を続けるとの見通しを持っています。また、今日の原油1バレルの価格は消毒液1本よりも安い状況にあり、エネルギー関連資産や通貨に関しては慎重な見方を維持しています。

今後の見通し

死者数が減り始めるちょうどその時に、新型コロナウイルスについての非難合戦が加速化しており、貿易を巡る緊張が再度高まることは容易に想像が付きます。

この点においても、経済的な見通しに多くの困難が続くであろうと考えています。資産価格が反発することを想定して4月の運用を開始したのですが、上昇局面で売ってリスクを減らすという姿勢は適切であると考えています。再度ボラティリティが高まれば、もっと魅力的な水準でエクスポージャーを増やす機会があるだろうという考えでいるからです。

都市封鎖から抜け出す経路は複雑なものとなる気配が濃厚で、中央銀行が流動性を供与した分だけ、資産価格の上昇を助けることになるでしょうが、市場がそれほど長い間にわたって、ファンダメンタルズを見過ごすことはないだろうと考えています。

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。