

## 言うは易し

**経済回復の見通しは不透明であるものの、非協調的なドイツの判断をよそにECBがEU結束のためにコミットメントを強化するとの前向きな見方を維持しています。**

ロックダウン（都市封鎖）は終わりを迎えようとしているという期待感から、投資家は経済指標にはあまり目をむけなかったため、悪化していく経済面に関するニュースは見過ごされた一週間でした。

金曜日に発表される雇用統計では、経済活動の停止を受けて、4月の新規雇用者数は過去最悪となるマイナス20百万人に上り、失業率は15%を超えることが予想されています。多くの点からみてグローバルに経済指標は非常に軟調で、今のところ投資家にほぼ考慮の余地を与えていません。

しかし、2019年末の水準にまで生産が回復するには長い時間がかかることはますます明白になってきています。しかし、経済活動の再開に向けた段階的な制約解除によって感染拡大の第二波が今のところ訪れていないことは、やや楽観的な見方をもたらしており、ドイツではサッカーの試合再開やピアガーデンのオープンなどのニュースが見られるなかで、今後数週間のうちに正常な日常生活に戻れるのではないかと期待が高まっています。

こうした期待が実現することを願っていますが、今の段階で結論を出すのは早すぎるかもしれません。現実には、日常生活は長い期間に亘って、制約されると思われます。

一方、近接する州で異なるアプローチが取られている米国では、ホワイトハウスからのメッセージにもかわらず、新型コロナウイルスへの戦いが楽観視されていることは時期尚早と思います。

2020年5月7日



**マーク・ダウディング**  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

## ドイツがECBに下した判決

欧州では、ドイツ連邦憲法裁判所が判決で欧州中央銀行（ECB）の資産買入プログラムについて妥当性への疑義を示したことはさらなる懸念材料となりました。この結果は実質的というよりも象徴的な意味合いを持つものであると思われ、欧州司法裁判所と異なる立場を一国の裁判所が取ったことが最大の懸念点であると見ています。

ECB自体はドイツ連邦憲法裁判所の判断に左右されることはありませんが、委員会のタカ派を刺激し、ECBが「出来ることは何でもする」という立場を取ることが出来なくなるかもしれないという恐れにつながる可能性があります。

この一、二週間、ECBはパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）のなかで、利回りの上昇を抑えようと周辺国国債の購入を積極的に行いました。しかし、周辺国債のスプレッドは最もワイドな水準に近く、ドイツ連邦憲法裁判所の行動のために、ECBが目的を果たそうとするのであれば、より確固たる行動を取る必要があると思います。

## ユーロ懐疑派の間違いが証明される時

以前にも述べたとおり、アングロ・サクソンの投資家はユーロ懐疑派で、単一通貨というコンセプトはいずれ崩壊すると信じていると考えています。

そのため、欧州でのリセッションの度合いが大きく、結束が緩んでいることで、ユーロ崩壊を望むユーロ懐疑派にとっては十分すぎる投資機会が現れています。そして、ECBの介入がなければ、通貨統合が維持できないという地点にまで既に達してしまったかもしれません。

しかし、EUにはバラバラにしたいという意思やそれによって得られるものがないことから、ECBはコミットメントを強化すると確信を維持しています。そのため、その必要があった場合には、無制限で債券の買入をECBはできるとみえています。

結果的に、欧州周辺国債については下落時に投資を増やすことが適切であると考え、ユーロに対する悲観論が極限に達するサインを探っていきます。

## 高い質を保つことが重要

社債市場では、株式市場が比較的持ちこたえていることに反して、ここ数週間はスプレッドの拡大がみられます。新規発行の多さがセカンダリー市場のスプレッドの重石となっており、欧州社債市場は、欧州周辺国の下落を受けてアンダーパフォームしています。

3月末から4月初旬にかけての反発では、「手軽に利益を得る」という行動を取ることも出来たのですが、今は足場固めの段階に突入していると考えるのが妥当ではないでしょうか。

高格付けの投資適格債は米連邦準備制度理事会（FRB）とECBの買入による恩恵を受けるとみている一方、低格付け銘柄についてはより慎重な見方を維持しています。

エマージング通貨は引き続き下落しており、なかでもブラジル・レアルとトルコ・リラは目立って下落した二通貨となっています。しかし、エマージングのクレジット債及び現地金利は相対的に下支えられており、この傾向は続く可能性が高いとみえています。

## 今後の見通し

新型コロナウイルスとロックダウンの進捗が市場を左右する状況が数週間にわたって続くともっています。概して、経済回復についてはかなり悲観的な見方をしていますが、それを埋め合わせるように政策介入については楽観的な見方をしており、グローバルな資産価格は政策介入によって下支えされると見えています。

感染拡大の第二波が訪れ、リスク心理が悪化する可能性が高いと考えているものの、ウィルスの行方は非常に不透明であることから、頭は柔らかくしておきたいと考えています。

もしより前向きな見方を持てるとすれば、いかに多くの社会がこの数ヶ月間で相当な柔軟性と順応性を持てたか、という点が現れた場合でしょう。

新型コロナウイルス感染拡大以前は、多くのひとは西欧社会でロックダウンの制限が効果的に実行されることには冷ややかで、いまの環境下で生活が成り立つとは考えていなかったと思います。しかし、この数週間で、人々が落ち着いて耐え忍び、環境の変化を受け入れていることは、皮肉屋の思いとは違った結果であるといえます。

同様に、ロックダウンが緩和されたとき、今は家を出るのを恐れているひとが、第二波が訪れなかったときには、かなり早く行動様式を変える可能性もあります。年初に新型コロナウイルスが確認された時にかなりの油断があったように、いまはその影響に対して悲観的過ぎる見方が強いと言えるかもしれません。

確かに、これは一般的な想定よりも強気なシナリオと思いますが、現段階ですべての回答を持ち合わせているように振る舞うことは馬鹿げているでしょう。

英国では、感染症数理モデルのスペシャリストであるニール・ファーガソン教授は「プロフェッサー・ロックダウン」と呼ばれ、都市封鎖への方向転換を迫った人物と知られていますが、ロックダウン下で自身は女性を自宅に招き入れていたことが分かって、批判が高まっています。彼のように浮わつくことのないように気をつけなければいけません。

## 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。