

## 政策当局が市場を押し上げるなか、更なる上昇余地はあるのでしょうか

**経済危機が生じた時に中央銀行は救いの手を差し伸べてくれましたが、市場を永遠に下支えすることが出来ると考えるのは危険でしょう**

ロックダウン（都市封鎖）緩和によって経済が回復するなか、金融市場も月末に向けて軽快な足取りを続けました。

4月からクレジット債市場は堅調に推移し、スプレッドは縮小しました。エマージング市場も、米連邦準備制度理事会（FRB）及び欧州中央銀行（ECB）の緩和策によって促された3月末から4月にかけての当初の反発に出遅れていましたが、この数週間はアウトパフォームしています。

新型コロナウイルスに対する治療法の確立で今後の死亡率が大幅に低下し、2020年末までにワクチンが開発されるとの期待からもリスク資産の価格は上昇しています。

さらに、経済成長率は日常生活への制限が解除されれば回復するとの見方も投資家心理を押し上げています。また、財政及び金融政策は非常に緩和的な状態が続く可能性が高いことも市場の下支えとなっています。

### 株式市場は上昇の波に乗る

こうした前向きな見方を背景に、米国のクレジット債と株式市場は、3月中旬につけた年初からの下落ピーク時から70%回復しています。しかし、政策当局との対話から、金融市場は楽観的すぎるのではないかと私たちは考えています。

政策当局としては、支援策は無期限に経済を押し上げることは出来ず、リセッションの結果として被る痛手は不可避であるという懸念を持っていることが感じられます。失業率が上昇したスピードと同じ速さで低下することではなく、当面の間、雇用への需要は減退している状況が示されるとみてい

2020年5月29日



**マーク・ダウディング**  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

ます。一部の産業は通常の状態に回復するまでに長い時間がかかり、「古い経済」の分野ではデフォルト率が上昇する確率が高いでしょう。

現段階における疑問は、デフォルト率はどこまで上昇するのか、政策当局が提供する流動性によって苦戦する企業が資金の再資金調達を行い、債務再編のピークをどれだけ先延ばし出来るか、という点になってきています。

## 6月は外部環境の落ち着きが予想される

こうしたことから、6月以降、この二ヶ月間みられた上昇が繰り返されると考えることは難しくなっています。しかしそれと同時に、今年後半に再びロックダウンを呼び起こすことになる感染率の高まりというリスクを除いては、投資家心理を冷え込ませる明確なきっかけが何になるのかを見つけることもできません。

香港での動きを受けて、中国に対して経済制裁を課す可能性は高まっているとみられるものの、今のところ米中間の緊張の高まりは見過ごされているようです。

その他、欧州委員会が提示した復興基金案や、来週の会合でパンデミック緊急買入れプログラム（PEPP）における買入額の増額を示唆したECB関係者のコメントによっても、投資家心理は押し上げられました。

一方、ここ数週間でロックダウン解除を行ってきた国では、抑えつけられていた需要によって、今後数週間に亘って消費が急増するという見方を証明するような指標が来ています。しかし、マクロ経済環境を考えると、これがどれだけ続くのかは疑問です。

## 新たなリセッションの形

悪いニュースがなく、投資家のリスク・ポジションが軽いなかで、リスク資産価格は今後も上昇する可能性もあります。

経済サイクルはこれまでに経験したサイクルとは大きく異なることから、今回のリセッションが過去のものとかなり違うものになるかもしれません。しかし、ある程度の慢心と価格が下支えられるとの希望的観測が存在していることや、政策当局が「ブット・オプション」として機能することで、資産価格の下値は支えられているという考えはすぐに裏切られる可能性がある、という思いを禁じ得ません。

例えば、FRBによるさらなる緩和策は3月の底値にまで市場が再度下落しない限り実施されないともっており、この水準は現在の水準からはかなり遠い水準です。投資適格債のスプレッドは昨年末と比較して二倍の水準にあるなど、クレジット市場の一部では、バリュエーションは引き続き魅力的かもしれません。

但し、FRBとECBは発行体が市場へのアクセスを維持し、さらなるスプレッドの拡大を防ぐことに注力しており、スプレッドの継続的な縮小を進めようとしているわけではないと考えています。

そのため、市場が大幅に下落すれば介入の可能性が高まるものの、市場の上昇が続けば、介入の力を弱める可能性もあると見ています。

## 主要金利はレンジ内の動きに留まる

その他、緩和的な金融環境を維持するために、中央銀行はイールドカーブの上昇を抑制し続けると見ています。ドイツと米国の長期金利はこの一ヶ月で上昇しましたが、インフレ率が低下を続けているなかで、金利が大幅に上昇するとは考え難いです。

G7の中央銀行は、日銀がここ数年実施している「イールドカーブ・コントロール」に類似の行動を取っていると考えています。マイナス金利政策に関する議論が特に英国では大きく渦巻いているものの、イングランド銀行やFRBはこの政策アプローチを好まないだろうと考えています。

結果として、主要金利は当面の間、レンジ内の動きに留まり、主要通貨についても同様の動きとなる可能性が高いと考えています。

## 今後の見通し

この数週間で発行体レベル及び相対価値に基づく投資アイデアの確信度に大きな変化はありません。格付けの高いソブリン債と社債を保有する方が、クルーズ船会社への融資を延長するよりも明らかに魅力的な投資であると考えています。

しかし、6月に向けては全体的により慎重な投資スタンスを反映していく必要があると考えており、市場の上昇局面を利用して利益の実現を進めながら、市場の下落時にポジションを積み増すことが出来るように備えておく方針です。

どこかの時点での調整を全く経ることなく、2月と3月の下落の全てを市場が取り戻すことは考えづらく、カレンダーの月によって投資家心理が面白いほど大きく変動することもあります。

とはいうものの、悲観的になり過ぎないようにも気を付けており、特に投資適格債市場はロング・バイアスを維持することが適切であると考えています。

この数ヶ月間多くの市場で見られた動きは、新型コロナウイルスがハリケーンやその他の自然災害と同種のものであった場合に見られた動きのようです。

しかし、コロナウイルスは短期的な悪夢に終わらないと思います。自然災害よりも大きな影響をもたらす、多くの面で永続的な影響を及ぼすものと考えられます。

そのため、何事もなかったかのように、年初の水準にインデックスがすぐに回復するとは考え難いです。現段階では、新型コロナウイルスがグローバル経済に与える最悪の状況を緩和しようという尽力が金融市場を押し上げていますが、ECBやFRBは市場を永遠に下支えすることが出来るようになるのは危険でしょう。

## 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。