



## 銅像が次々に倒されるなか、金利の動きはしっかりと固定されている

**先週FRBはハト派姿勢を示したものの、市場の失速につながったことから、ロックダウン緩和後はスポーツの再開のみが歓迎されそうです。**

潤沢な流動性によるリスク資産の上昇には失速がみられ、S&P500指数が年初来のマイナスをすべて取り戻した直後に、市場は高値から反落しました。

この価格動向についての考えをつらつらと語りたい衝動を抑えつつ、シンプルな説明としては、市場が上昇するにつれ、説明を負うべき責任者が弱気なスタンスを取っていた投資家から、ここ最近の市場の上昇は続くと考えていた投資家に移行したということかもしれません。S&P500指数にとって記録破りとなる50日での上昇率を考えれば、これは不思議なことではないでしょう。

一方、先週の米連邦制度理事会（FOMC）では、ほとんど新しい情報はなく、これまで伝えられていた通りの内容でした。新型コロナウイルスによる影響とロックダウン緩和以降の経済回復ペースに関して、政策当局は市場参加者よりもかなり慎重な姿勢を示しています。そのため、経済見通しの鈍化に意外性はないものの、前週金曜日に発表された雇用統計たったひとつを受けて、V字型の経済回復を主張していた夢想家はI字型の経済回復を期待したようでした。

こうしたことを踏まえ、インフレがない中でFRBをはじめとする中央銀行は現行の金利水準を長期に亘って維持すると思われます。さらに、資産買入を通じて利回り及びスプレッド上昇にアンカーとしての役割を果たすと見られ、市場のさらなる上昇を促す新たなステップとしては不十分かもしれませんが、これまでの政策による流動性供与は市場の下支えとなるでしょう。

### 「勝つためにトレンドを追うべき」という心理

この数週間、リスク資産の上昇によって、投資家の間では新たなFOMO（fear of missing out；取り残されることへの恐怖）が生まれたようで、オプション市場ではプットよりもコールのポジションの方が多く見られました。

2020年6月12日



**マーク・ダウディング**  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

余談ですが、FANGDDネットワークという企業の株価は一日で1,500%上昇するという事象が見られました。FANG株の株価上昇を追いかけていた投資家のなかで、その会社名ゆえに、この企業の事業内容が不動産業であるということを見落としてしまった人もいたようです。このように取り残されないようにトレンドを追う欲望が、リサーチや分析の重要性に取って代わる市場の兆候として見る事ができるでしょう。

しかしこのことは置いておいたとしても、この数ヶ月間見られてきた市場の需給の歪みは、もうなくなってきているようです。そのため、特に損失を取り戻した投資家が今後数ヶ月間は様子見姿勢に動いた場合、上昇トレンドにあった市場は今後レンジ内の動きに移行していく可能性が高いとみられます。

## 日常生活への復帰

新型コロナウイルスとロックダウン解除の行方の不透明感は当面の間続きそうです。多くの国は、感染拡大をコントロール出来ているようですが、多くの産業を正常化させるという道のりに対して神経質になるのは当然でしょう。

例えば、米国では一部の州で感染率の上昇がみられるものの、ロックダウンは緩和されました。新型コロナウイルスの対応に関する不信感、抗議デモ、国内の政治的緊張の高まりが米ドルの重石となっていますが、このトレンドが続くと考えることにはあまり確信が持てません。米国の経済成長が欧州やその他多数の国を上回る状況が終わりを迎えたと結論づけるには早すぎると考えています。

その他、英国はパンデミックへの対応に失敗した国として、世論調査でトップに立っているようです。感染率と死亡率の低下幅は欧州大陸の他国を下回っています。

一方で、ロックダウンを解除して経済の再開しようという試みは、学校を再開するという行き当たりばつりの計画と、感染率が低下している現在、マスクをしないで公共の場に行くことは安全ではないというメッセージによって、妨げられています。感染がピークにあるときには全く反対のことが言われていたのです。

そのため、2020年の経済成長見通しは、米国及びドイツがマイナス6.5%、イタリア及びスペインがマイナス10.5%の予想となるなか、英国はそれを大きく下回るマイナス12%となっています。

さらにブレグジットに関して、頑固者で押しの強いドミニク・カミングス氏が采配を振るようで、ブレグジットを前に進めるという新たな決断があるように思います。そのため、EUとの妥結は考えにくく、年末のハード・ブレグジットがベースケース・シナリオです。首相官邸では、2020年の経済はいずれにせよ非常に悪い状況になることが想定されていることから、ブレグジット関連のバッド・ニュースを新型コロナウイルスのせいにする事が出来るかもしれません。

こうした状況に対して、イングランド銀行はさらなる追加緩和策を今後数日もしくは数ヶ月のうちに発表すると見えています。しかし、マイナス金利の導入よりも資産買入が選好されると考えています。とはいうものの、政策当局は英国の競争力と国内生産を支えるために英ポンド安を望んでいると思え、今後数ヶ月で米ドルとユーロに対する最低水準を試すことになるかもしれません。

## 高い相関関係を見せる債券及び株式市場

金融資産の相関はこの数週間非常に高い状態が続きました。社債のスプレッドとエマージング市場は株式市場の動きを辿りましたが、投資適格社債のスプレッドについては、この二ヶ月間縮小が見られたものの、2020年年初の水準からは50~60%拡大した水準にまだあります。一方、株式市場（少なくとも米国株式市場）は、下落の全てを取り戻しました。

米欧の中央銀行が投資適格社債の買入を行っているなかで、新規発行に対する懸念が後退すれば、社債のスプレッドはさらなる縮小余地が残されていると考えています。

同様に、市場心理が冷え込んだ場合、投資適格社債は最も強い下支えがある資産でもあると考えています。この数週間の市場の上昇を受けて、積極的に利益を実現していきましたが、こうしたことから、投資適格社債に対しては相応に前向きな見通しをもっています。さらに、欧州周辺国債に対しても前向きなスタンスを維持していますが、ポジションはギリシャからイタリア国債にスイッチしました。

イタリア国債のポジションを積み増すとともに、金利リスクも高めました。ドイツ国債利回りはこの数週間上昇していますが、揺戻しによる低下が見られると考えています。経済関連のニュースは厳しい内容となっており、ECBが政策支援を拡充しているときに、リフレ・トレードが継続的なイールドカーブのベア・スティーブ化を招くのは時期尚早であると考えています。

## 今後の見通し

市場の方向性については不透明な状況が続くとみています。中央銀行の流動性と景気後退というファンダメンタルズ間の攻防は、今後数ヶ月間に亘って続くとみています。そのような中で、今後のニュースによって方向性がポジティブもしくはネガティブのどちらに傾くのかを注視しています。

6月末にかけては、大きな政策面での進展は見られないと考えていることから、最も大きな材料は新型コロナウイルスとロックダウン緩和による経済再開の道筋であると考えています。

現時点においては、期待の兆候が見られますが、これが慢心を招くことには注意が必要です。欧州では、来週から渡航制限が解除されますが、これが成功することは特に観光業の重要性が高い南欧の国にとっては大事なポイントとなります。

但し、感染拡大の第2波の可能性はまだ排除出来ないと考えています。

一方、ウィルスを上手く抑えることが出来ていない米国と英国で感染率上昇が見られ、ロックダウンが再び発令された場合、経済及び社会的に大惨事を招くことになりかねません。こうならないことを願ってやみませんが、用心しながらも物事を前に進めたいというスタンスと、10月までに完全に再開していないものは、少なくとも来年春までは再開が無理だという「冬への懸念」を気にする声とが一緒になっています。このことで、制限緩和と経済再開の計画が加速するかもしれませんが、それにはリスクが伴います。

とりあえず今のところ、少なくとも気持は日常生活の復帰へ高まっています。エスタブリッシュメントへの怒りと恨みが高まるなか、スポーツの再開は歓迎されます。感情をぶつけることができることで、最近急速に流行している「銅像いじめ」から気を散らすきっかけには少なくともなりそうです。もともと、サッカーファンはこれまでも銅像の一つや二つ壊すことは平気でやってきましたが。

## 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。