

結果が出る7月を迎える

7月には最悪期を脱したのか、それとも本当の痛みはこれから待ち受けているのかわかるでしょう。

新型コロナウイルスの感染拡大に対する懸念によって、株式市場は月初来のリターンを先週一週間で失いました。この数日、米国の多くの州で感染率の上昇がみられ、テキサス、フロリダ、アリゾナ、カリフォルニア州などの大きな州での感染ペースの拡大が見られます。

後講釈ながら、感染拡大を抑制する前に経済再開を急いだことで、全米レベルでの感染率は4月のピーク時よりも高くなっています。このことで、ホワイトハウスからの声とは対照的に、再び経済活動に対する制限が導入される必要があるとの懸念が高まっています。

実際、北東のいくつかの州では、感染が拡大している「レッドゾーン」からの旅行者については、2週間の隔離期間を設けることを決定しています。4月には、フロリダ州がニューヨーク州からの渡航を制限した最初の州でしたが、今では状況は逆転しています。

政治面における懸念

また、赤（共和党）と青（民主党）の州によって新型コロナウイルスに対する考えに違いがあることも面白いです。世論調査では、新型コロナウイルスへの懸念を示す割合は、民主党支持者が63%であるのに対して、共和党支持者は33%に留まっています。共和党支持者は、新型コロナウイルスへの懸念は行き過ぎであり、感染者数の増加は検査数の増加に伴うものに過ぎないという考えを持っているようです。

さらに、感染者の平均年齢にも低下が見られ、リスクが低い世代と高い世代（と言われる）の行動様式に差があるようです。死亡率は低水準で、治療薬は改善し、ワクチン開発も進んでいるなか、ロックダウンは良い面よりも悪い面の方が多く、「まあ落ち着いて、前に進めばいい」という考えが芽生えているようです。

2020年6月26日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

しかし、現実には入院率は急速に高まっており、ICUの空き病床は激減していることを踏まえると、この考えは浅はかであると思います。

マスク着用が経済を支える？

しかし、金融市場において重要となるのは、ロックダウンへの反対が強まっていると思われるなかで、再びロックダウン実施の波がやってくるかどうかです。

この点については、今年はじめにテレビに映し出された中国、イタリア、スペインでのような医療崩壊に陥った場合、ロックダウンは必要になると考えています。

マスク着用が義務付けられている州とそうではない州での感染率に大きな差があるとの分析結果も出ています。そのため、マスク着用や大人数での集会を避けるといった方法によって負担の大きい経済封鎖を避けながら、感染者数と入院者数の増加を抑えることが出来るのかどうか注目されます。

この質問に対する答えは、テキサス、フロリダ、アリゾナ州などでの今後数週間の動向で明らかになるかもしれませんが、今年後半の投資環境を見極める上でも重要なポイントになると考えています。

2020年後半の経済回復への期待が根強い

もしソフト・アプローチが機能すれば、第2波への懸念は後退し、非常に緩和的な財政及び金融政策を踏まえれば、今年後半もリスク選好は続く可能性が高いと考えられます。しかし、このアプローチが上手いかなかった場合、経済成長見通しと投資家の信頼感は打撃を受けることになるでしょう。

いくつかの経済指標が底から回復したことを受けて、今年後半の経済見通しに対して市場が楽観的になりすぎている、とブルーベイでは考えています。

先週発表された製造業景気指数（PMI）によってV字型の景気回復への期待が高まっていますが、経済指標が示しているのは6月がその前の月よりも悪い状況ではなかった、ということに過ぎないとみています。

米連邦準備制度理事会（FRB）及びその他の中央銀行が後ろ盾となっているなか、弱気なシナリオにおいても金融市場についてさほど心配をする必要はないと、多くの市場参加者が考えているようです。

中央銀行は、必要性が高まればさらなる支援を打ち出すだろうという見通しに異論はありません。しかし、中央銀行が買入を行う資産と買入を行わない資産の間には大きな差があると考えており、この四半期においては、このことがほぼ意識されない上昇が見られたと考えています。新型コロナウイルス危機による景気後退は、過去経験したものと大きく違う可能性があり、生産が大幅に落ち込むなかで2022年後半より前に経済が完全に回復することはないと見えています。

中央銀行の支援によってバリュエーションは正常化に向かう

多くの資産が年初来の下落をこの数週間で取り戻すなか、バリュエーションが魅力的とは全く言えず、そうした中で中央銀行が数週間前に破綻したハーツの社債を買い入れていたことが早くもわかっていることを以て、資産価格がファンダメンタルズに沿った動きをすることを中央銀行は望んでいない、と考えることは間違っているだろうと思っています。

先週は、質への逃避によって米国債及び独国債の利回りはこの1、2ヶ月での安値水準にまで低下しましたが、英国債利回りは過去最低水準にまで下落し、ショート・ポジションを取っていた投資家はポジションの手仕舞いを強いられることになりました。クレジット債の спреッドは拡大し、投資家がロング・ポジションに対するヘッジを構築するなかで、CDSインデックスの спреッドは月初の水準まで拡大しました。

供給の消化不良によっても現物債インデックスの спреッドは拡大しました。しかし、月初の水準と比べればタイトな水準にあり、FRBが社債の直接買入を発表したことで、現物債とCDSの спреッド差は縮小しました。

欧州周辺国及びエマージング国の спреッドもその他の市場と同様に拡大しました。

一方、米国のニュースによって左右されながらも、質への逃避で米ドルは上昇しました。英国とEUの製品に対して米国が追加関税を課す動きもマイナス材料として捉えられましたが、総額30億米ドルという金額から、大した問題ではないと考えています。

今年後半には多くの投資機会が待ち受けている

先の述べたように、新型コロナウイルスの今後数週間での感染状況が、今年後半の市場見通しを考える上で、重要になってくるとみえています。

概して、金融市場を下支えする潤沢な流動性が消えることはないと考えており、中央銀行が今後も買入を続けるなかで、欧米の投資適格社債と欧州周辺国債に対してやや前向きな見方を維持しています。

但し、中央銀行の介入がスタートし、ポジションを積み増した3月後半から4月上旬時と比べるとバリュエーションの魅力はかなり低下しています。経済見通しやウイルスの感染拡大、感染拡大による経済見通しの下方修正の可能性に関して、慢心が見られることは心配しています。

この数週間、市場で見られた恐れは「取り残されることへの恐れ ; FOMO」でした。

しかし、現実世界においては、新型コロナウイルスに関する恐れ、つまり職をなくし家計をやりくりすることに人々は直面しています。

この数ヶ月間は金融市場と現実世界は切り離された世界であるように思われましたが、7月末までには、最悪期を脱したのか、それとも本当の痛みはこれから待ち受けているのかがわかるでしょう。

NFLではディフェンスを強化したダラス・カウボーイズを応援した方がどうやらよさそうですが、スウェーデンの例からわかるように、新型コロナウイルスに関しては慢心することは良いディフェンスのフォーメーションではなさそうです。いずれであっても、結果はもうすぐわかることでしょう。

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。