

## 市場アップデートー2018年10月4日ー

### 好況に踊る米国と首相が奇妙な動きを見せる英国

堅調な米経済を反映して、米 10 年国債利回りは数年ぶりの高水準となっています。イタリアは引き続き市場の注目を集めていますが、市場はイタレグジットに対して過度に悲観的であるとみています。



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チームヘッド

#### 米国の好景気

先週は、堅調な経済指標やパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）総裁のタカ派的とも取れる発言などを背景に、米国債利回りが一段の上昇を見せました。ただし米経済のファンダメンタルズはほとんど変化しておらず、アトランタ連銀の GDP ナウが 5 月以降継続的に 4% を上回っていることなど、堅調な米経済はここ数か月間に亘って確認されてきたことです。また、利上げが漸進的な軌道に乗っていることから、2020 年に掛けて金融政策がより引き締められる可能性が高いとの FRB の発言は、ここ最近の米連邦公開市場委員会（FOMC）の金利見通しとも概ね整合的でしょう。しかしながら特筆すべきは、数週間前のエマージング市場や、より直近のイタリア及び欧州資産などの例に見られるグローバル市場での投資家心理の悪化に対して、米国資産がいかに底堅く推移しているかという点であるとみており、この傾向がさらなる金利上昇を促す要因になるとみています。また需給の観点からも、7-9 月期の米長期債のパフォーマンスは、税制変更を前にした米企業年金からの需要による追い風を受けたとみていますが、時を同じくして米国債の発行が増加する 10-12 月期に、これらの資金は減少するとみています。このような要因を踏まえ、ポートフォリオでは 9 月中ごろから米国金利をショート・ポジションへと移行しており、先週のはじめにこのポジションを積み増しましたが、現段階では控えめな確信度を反映したポジションに留めています。

“金利リスクは以前の金利上昇局面と比較すると対称となっており、金利上昇が大幅かつ急であった場合、リスク心理は反転し、質への逃避傾向が加速する可能性があるかとみています。”

その意味で、米 10 年国債利回りが 3.3% を上回る状態はそれほど問題ではないかもしれませんが、短期間のうちに 3.5% を試す状況はやや気がかりで、平均時給やインフレ統計がそのきっかけになる可能性もあるとみています。

#### 市場の注目を集めるイタリア国債市場

また先週もイタリアに関連した話題が市場の注目を集め、先週初めには、イタリア政府が提示した 2019 年度の予算案を巡る懸念からイタリア国債が更なる下押し圧力にさらされ、その後週末に掛けてやや落ち着きを取り戻す展開となりました。予算案の詳細が明らかになるとともに、2020 年度及び 2021 年度の財政赤字目標は引き下げられ、ブリュッセル（欧州連合（EU））に対するローマ（イタリア政府）のより融和的なトーンが市場に幾らかの安心感をもたらしました。ブルーベイでは引き続きイタリアのユーロ離脱（イタレグジット）の可能性は非常に低いと

みており、過度に市場に織り込まれているとみています。また、イタリアの信用格付けは月末にBBB-級へと引き下げられる可能性が高いものの、投資適格級の維持が脅かされる可能性は非常に低いと考えています。実際に、ここ最近のイタリアの経済指標は全般的に市場予想を上回る内容になっていることに加え、予算案に使用されている経済成長見通しはイタリア財務省が独自に提供しているものであり、これまで成長見通しに対してやや悲観的な評価をしてきたため、より楽観的な見方を加えることも検討しているとみられます。ポートフォリオではイタリア国債が下落する局面でもクレジット・リスクを維持もしくは積み増しており、市場コメンテーターのイタリアに対する見方は過度に弱気であるとの見方を維持しています。GDP比の財政赤字を巡り、市場関係者の多くは0.数%レベルの分析に近視眼的となっていますが、今後数年間のGDP比の債務比率の変化を決定づけるにあたり、最終的に最も重要となるのは経済成長であると考えています。ブルーベイではイタリア国内の経済成長については比較的前向きな見方を維持しており、先週も失業率が6年ぶりの低水準となる9.7%に低下したほか、5G通信の電波入札において、当初想定の2倍となる総額65億ユーロの入札があるなどの好材料が見られました。65億ユーロという額はイタリアのGDPの実に0.4%近くに達する額であり、欧州経済が全般的に良好な方向へと向かっている中で、イタリア経済の根底にある景況感が底堅いことを示唆していると考えます。

## カオスへの道

英国では、先日の労働党 党大会に続いて与党・保守党が党大会を開きました。ボリス・ジョンソン前外相が演説で、(メイ首相のEU離脱案である)「チェッカーズ」案を投げ出すことを訴えたことなどを踏まえ、メイ首相が遅れを取っている党内での取りまとめに加え、EU側が納得する案を提示するという点において依然として崖っぷちに立たされる状況が続くとみています。一部ではブレグジット交渉における進展の噂が飛び交っているものの、英国の足踏み状態は当面続き、双方が譲歩する可能性はさらに低下していると考えています。

「強硬離脱(カナダ方式)」もしくは「離脱なし」の可能性が現実味を帯びてきましたが、野党・労働党が2回目の国民投票の支持を視野に入れるなか、「強硬離脱」の道を突き進めば突き進むほど、カオスに陥る可能性が高まり、結果として「離脱なし」の可能性が高まると予想しています。

## 堅調な米ドル

社債市場のスプレッドは、株式市場の影響を受ける展開となりました。欧州では、イタリア市場の下落が欧州周辺国銘柄のスプレッド拡大を招きましたが、全体としてクレジット債市場の動きは比較的穏やかであったと言えるでしょう。米国債利回り及び米ドルが更なる上昇を見せるまでは、エマージング市場も概ね堅調に推移していました。エマージング市場では、依然として多くの国が米金利上昇が逆風要因になるとみて、慎重な姿勢を維持しています。

為替相場では先週、広範な米ドル高基調が見られ、ブルーベイではこの傾向が続く可能性があるとの見方を維持しています。またその傾向が最も顕著に表れやすいのは、米ドル・インデックスに対して取引されている人民元に対してであると考えており、さらにここ最近の中国の経済見通しの鈍化に関連した人民元の下落基調によってリターンが非対称な投資機会になっているとみています。前週末の北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉妥結は、通商面での米国の強硬姿勢が和らいだことを示唆するものではなく、中国製品への追加関税の可能性は引き続き高いと見ています。結果として北京(中国政府)は、関税による影響を抑制するために政策を緩和し、緩やかな人民元安を促していく必要性を認識することになるとみています。

## ピークを過ぎたグローバリゼーション

今後の見通しとして、2019年にかけては米経済がFRBを動かし、FRBが金利を動かす状況が続くとみています。非常にシンプルな発言に聞こえるかもしれませんが、ここ数か月において、投資家が経済指標に徐々に気を配らなくなっている傾向が見られ、特に金利が直近の取引レンジを突破しているなか、経済指標に改めて着目することが重要であると考えています。先週金曜日に発表された雇用統計においては、とりわけ平均時給上昇の兆しに注目していました。その意味では先週、アマゾン・ドット・コム社が米国内の従業員の最低時給を15米ドルに引き上げたとの興味深いニュースもありました。

米景気は足元でも拡大が続いているとみられ、フィリップス曲線が再び有効となる兆候が見られてもおかしくないと考えています。特に、世界的なポピュリズム政治の台頭は過去10年間に亘る中間所得層の停滞に対する不満の表れであり、今後はGDPに占める資本所得の割合が減る一方で、労働所得の割合が上昇していく可能性があると考えています。このような傾向は、更なるインフレにつながり、企業の収益成長の鈍化を招く可能性があります。ただし、グローバリゼーションや自由貿易のピークが過ぎ去ったことは明確であるとみられ、その流れが変わることは当面ないとみられます。米国が好況に沸いているなか、英国のメイ首相が党大会を締めくくる演説に踊りながら登壇した理由は誰にもわかりません。

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。最終的な利率・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となります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング債絶対リターン戦略：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） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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、その利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ござい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（2018 年 10 月 4 日）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。

以上