

## 市場アップデートー2018年11月1日ー

### ハッピーな11月？

10月は、グローバル株式市場のボラティリティが大幅に上昇し、相場が不安定となるなか、月間では株価が5~10%近く下落する結果となりました。多くの投資家が、10月の終わりを心待ちにしていたことでしょう。



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

ここ最近では、保有銘柄がストップ・ロスに達し、ポジション解消を余儀なくされる状況が市場の一つのテーマとなっていました。このような動きは一旦概ね収束したと見られ、新たな月を迎えるにあたり希望が持てる理由は存在しているとみています。

中国において緩和政策が打ち出されていることは、同国の経済成長の減速スピードに懸念を抱いていた投資家の安心感につながりました。また、欧州の軟調な7-9月期GDPに関しても、主因は自動車セクターの一時的な減速によるものであったことを踏まえれば、10-12月期には好転が見られても不思議ではないと考えています。

米経済指標は引き続き堅調さを維持しており、法人減税による恩恵が薄れていくことで、今後数四半期はより緩やかなペースでの収益拡大となるかもしれませんが、直近四半期の企業決算もこれまでのところ全般的に良好な内容と見受けられます。

### 成長が全て

ユーロ圏の経済指標をより詳しく見てみると、イタリアの7-9月期GDPが前期比ゼロ成長となり、直近のイタリア予算案に照らして同国の債務持続性に対する懸念が再燃する展開となりました。ただしブルーベイではこの報道を、イタリアのみに限定して捉えるよりも、ユーロ圏全体の経済成長が前期比+0.2%に留まったこととして捉えるべきであると考えます。

イタリアに関して言えば、直近発表された10月の小売売上高（前月比+0.7%）や工業売上（前月比+1.2%）、鉱工業生産（前月比+1.7%）などがいずれも市場予想を大きく上回ったことなどから鑑みて、10-12月期には成長率が上振れする期待が持てると考えています。

とは言いながらも、全体の債務見通しにおいて経済成長が果たす役割は依然として大きく、現状のイタリアの資金調達コストや財政実績（政府の予算案よりも毎年0.5%程度下回る内容）を踏まえたブルーベイ独自のモデルでは、足元の対GDP債務比率が低下するためには年1.0%の経済成長と、1.5%のインフレ率が必要とされています。

また先週は、大手格付け機関S&Pが、先般のFitch同様の措置として、イタリアの信用格付けをBBB格に据え置きながらも、見通しを「ネガティブ」としました。イタリアが単一通貨から離脱するイタレグジットに興味を示す言動が確認されない限りは（ブルーベイではその可能性は非常に低いと考えています）、来年イタリアの信用格付けにとって最大のリスク

となるのは経済成長の鈍化であるとみており、その点では S&P が自らの信用評価の前提として、2019 年の財政赤字を GDP 比 2.6%としていることは興味深いとみています。

より全般的に見れば、ユーロ圏の成長率が鈍化したことにより、欧州中央銀行（ECB）が 12 月の次回会合において成長見通しを引き下げる必要が出てくる可能性があるかとみており、結果として量的緩和（QE）策のオペレーションツイスト、もしくは新たな長期資金供給オペ（Long-Term Refinancing Operation; LTRO）を発表する可能性も高まっていると考えています。

ECB が利上げを検討するのは当面先であるとみており、結果として、堅調さを維持する米経済指標や質への逃避傾向の収まりを背景に、米国金利が再び上昇を開始する可能性があるなかでも、ドイツ国債金利は比較的低位に留まる可能性があるかとみています。

## 政治的な影響

ドイツのメルケル首相が与党・キリスト教民主同盟（CDU）党首を辞任すると表明したことは、それほどサプライズではなく、政治的な関心は米中間選挙へと移っています。ただし、トランプ米大統領がこれまでの任期中に既に目玉として掲げていた政策アジェンダのほとんどを実行に移したことから、任期後半は次期大統領選に向けた臨戦態勢を整えることに注力するであろうとの見方から、市場では中間選挙に対してやや楽観的な姿勢も見受けられます。

先週は、英国の EU 離脱（ブレグジット）に関連した話題はそれほど見られませんでしたでしたが、その時は刻一刻と迫っています。先週行った欧州政策担当者とのミーティングでは、11 月の臨時サミットにおける合意は可能性としてあるものの、メイ首相は EU 側からほとんど譲歩を引き出すことが出来ず、自らの与党・保守党内での調整にあたり難しい立ち位置に追いやられる可能性があるとの印象を受けました。

ブレグジットが話題を独占するなか、先週英国政府が発表した 2019 年度予算案の内容はほとんど市場の注目を集めることなく、我々が待ちの戦術を取るなか、全ての状況が今後数週間のうちにヤマ場を迎える可能性があるかとみています。

## GE が社債市場の流れに逆行

社債市場は、先週も株式市場の影響を受けた動きとなり、スプレッドは週を通して小幅に縮小基調となりました。ただしその流れに明らかに逆行する動きとなったのはゼネラル・エレクトリック（GE）でした。GE に関しては、レバレッジ傾向や訴訟リスク、電力事業に関連した懸念を背景に大手格付け機関 Moody's が信用格付けを Baa1 に引き下げたことが嫌気され、ここ最近拡大基調にあったスプレッドがさらに拡大する展開となりました。

エマージング市場のパフォーマンスはまちまちとなりました。メキシコでは、ロペスオブラドール（AMLO）次期大統領が、既に建設中である新空港の建設中止を表明したことを受けて資産価格が弱含みました。市場では、新政権がより伝統的なプログラムに忠実な姿勢を取るとの期待感が高まっていたため、今回の報道を受けてポピュリスト政策への懸念が再燃する結果となりました。また今回の出来事は、政治及び政策が金融市場にとっていかに下押し圧力となり得るかを再び物語る例となりました。

## 中国を正しく見極める

今後の見通しとして、米経済成長に対して前向きな見方を維持しており、欧州経済についても7-9月期の減速を経て回復に向かうと期待しています。中国経済に関してはこれまでやや弱気な見方を維持していましたが、このような見方がより市場のコンセンサスに近くなるにつれ、中国国内の政策担当者は成長押し上げのための策を講じ始めるとみており、一旦は中国経済の更なる減速を食い止める役割を果たすとみています。消費者が輸入品を敬遠し始めている兆しがみられるものの、中国の国内消費は底堅さを維持しています。また、レバレッジに関連した懸念が中国恒大集団（エバーグランデ）や佳兆業集団（カイサ）などの企業にとっては、米ドル建て債の利回りが2ケタに達するなど深刻な圧力となっているものの、中国の不動産市場も概ね健全であるとみられます。

**“全体のマクロ見通しにおいて、中国の状況を正しく見極めることが非常に重要な鍵を握り、今となってみれば米国による高関税が課される以前の半年前から、中国の経済成長は鈍化基調にあったと言えるかもしれません。”**

そして、議論の余地が残り、中長期的には見通しに陰りがみられるものの、政策担当者が対策を講じる中で、今後数か月間のうちに投資家心理は短期的に改善する可能性があるともみています。

今週予定されている米連邦公開市場委員会（FOMC）では、それほど目新しい材料は見られないと予想しています。ここ数週間のトランプ米大統領によるFRB批判に、パウエルFRB議長が動じる可能性は低いとみています。トランプ氏は、株式相場が上昇した場合は自らの手柄とし、下落した際にはその責任をなすりつけるためにFRBを利用したいだけであるということがほぼ明確となってきました。

一方FRBとしては、自らの信頼を維持するためにも、このような政治的ノイズに屈しないという姿勢を示す必要があるでしょう。ブルーベイでは、FOMCが引き続き四半期に一度のペースで利上げを行っていくと予想しており、米経済が今サイクルの終点に達したと主張する市場コメンテーターにとってはもどかしい状況が続くと考えています。

10月は、破滅論者が優位に立つ一か月となりましたが、11月を迎え、今後はよりハッピーな日々が続くことを慎重ながらも期待しています。

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 0.80%（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） / 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 11 月 1 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