

市場アップデート – 2018年11月15日 –

寸足らず

グローバル経済の成長鈍化に対する投資家の懸念が原油価格の大幅な下落によってますます高まり、英国では相次ぐ閣僚の辞任がブレグジット交渉に影を落としています。



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

原油の急落

リビアやイラン（禁輸制裁の適用除外対象が多かったことにより）からの供給増加の見通しが原油価格の下落に影響を及ぼしていることは明らかですが、燃料消費の中国の経済成長に対する感応度の低下も、国際エネルギー機関（IEA）やその他機関による原油の需要見通しの引き下げにつながっているとみられます。

中国の成長がより消費主導となっているほか、中国政府は燃料への依存度を和らげる策を打ち出し、結果として中国経済の成長自体が鈍化している兆しが見られるなかで、原油需要に対する警戒感が生じることは当然であると言えるでしょう。ただし、これらを過度に警戒することは賢明ではないと考えており、中国政府が経済活動を下支えするために政策を緩和していることも踏まえ、米国経済が成長をけん引すると予想される2019年のグローバル経済に対して全般的に前向きな見方を維持しています。

その意味で、原油価格がさらに大幅に下落する可能性は低いとみており、原油価格は今後数か月に亘り1バレル55米ドルから65米ドルのレンジ内に留まると予想しています。ただし、原油のスポット価格の予想を的中させることは、宝くじが当たるほど確率の低いことであるということを認めざるを得ません。

FRBが利上げ中断？

10月の米コアインフレ率は再び穏やかな数字となりました。7月に前年比2.4%であったコア消費者物価指数（CPI）は、10月には前月比2.1%上昇に留まりました。直近の米経済指標では平均時給が上昇傾向にあることが示されているものの、広範な価格圧力は抑制されており、米連邦準備制度理事会（FRB）はこの状況に概ね満足しているとみられます。仮に2019年にグローバル経済の成長が期待通りとならなかった場合には、FRBが足元で市場に織り込まれている利上げペースに留まることを促す要因となるかもしれませんが、ブルーベイでは今後数か月間でのより堅調な経済指標を予想しています。

ドイツの7-9月期GDPは前期比0.2%減となりましたが、この主因は新たな排ガス試験の導入に絡み自動車生産が一時的に落ち込んだことであるとみています。自動車生産は10-12月期に再び増加するとみており、今後数週間では中国の国内刺激策も投資家心理の下支えになるとみています。

米国では今後3四半期に亘り財政政策が成長を押し上げる要因となり、結果としてFRBは2019年及び2020年を通して利上げ路線を維持するとみています。したがってユーロドル金利先物を通じた米国金利のショート・ポジションを維持する方針です。ただし、株式市場の下落に伴う

投資家の質への逃避傾向から米国金利が低下する可能性や、より良好なエントリー・ポイントが将来的に訪れる可能性を考慮して、これまでのところ同ポジションのサイズは比較的控えめとしています。

名ばかりのブレグジット

その他では、欧州では英国の欧州連合（EU）離脱（ブレグジット）に関連した報道が市場の話題を独占しました。先週水曜日に、英国のメイ首相は EU の交渉官との暫定合意案を発表しましたが、その後閣僚内から辞任が相次いだことなどから市場の楽観的な見方は短命に終わりました。

合意案の内容を精査すると、単一市場へのアクセスを維持する一方で、EU の政策アジェンダへの影響力を失いながら EU のルールや制約に従うという、名ばかりのブレグジットを英国にもたらす可能性があることがわかります。結果として、互いにとっての最悪のケースをもたらす今回の合意案には離脱派と残留派の双方が憤慨しており、現段階ではメイ首相が首相の職に留まりながら離脱協定を議会に通すことが出来るかどうかすら定かではなくなってきました。

ブルーベイでは引き続き英ポンドに対する弱気な見方を維持しており、ここ数日間でさらにその弱気な見方を強めています。短期的には強硬離脱への警戒感が急速に高まる可能性があり、英ポンドにとっては下押し圧力になるとみています。最終的には、解散総選挙や国民投票の再実施へと行き着く可能性がありますが、少なくともまずは離脱派が意見を主張し、彼らのアジェンダを断行したいものと思われ、彼らの中から首相の座を奪う人物を選出する機会を探る可能性もあるとみています。

このような状況を踏まえ、野党・労働党の議員は与党・保守党の内部崩壊を予想しながら自らは一定の規律を維持するとみています。中長期的には英国債金利の上昇を予想しながらも、目先最も大きな影響を受けるのは英ポンド相場であるとみており、ブルーベイの予想通りの展開となった場合、英ポンドはユーロ及び米ドルの双方に対して、ブレグジット決定後の最安値を試す展開となる可能性があるかとみています。

押し目買い

先週も、株式市場の影響を受けて社債のスプレッドが拡大基調となりました。個別企業レベルでのネガティブな話題により、複数の大手発行体が苦戦している状況が続いており、先週は CEO が辞任したテレコム・イタリアがその例となりました。過去には、「押し目買い」の心理が比較的早期にスプレッドの回復を促す傾向にありましたが、ここ最近ゼネラル・エレクトリック（GE）などの企業で信用力の悪化が見られたことで、負け組への風当たりを強める投資家の傾向が見られています。その他の市場に目を向けると、欧州周辺国及びエマージング市場のスプレッドも他のリスク資産の状況を背景に拡大基調となっており、原油価格の下落は資源輸出国のパフォーマンスの下押し圧力となっています。

国民投票再び？

目先はブレグジットが市場の注目を集める時間が続き、英国におけるイベントは多くの投資機会をもたらすとみています。現状では、メイ首相が離脱に関する協定案を議会に通すことは困難であるとみており、離脱派が（保守党内の離脱強硬派である）欧州リサーチグループ（ERG）の支援を受けて勢いづき、次の混乱をもたらす可能性があるかとみています。

ただしその混乱も比較的短命に留まる可能性があり、国民投票が仮に再度実施された場合、「離脱なし」という結末を迎える可能性があることは、メイ首相自身ですら公に認めています。したがって、今後数日間で事態がどのような進展をもたらすかは非常に興味深いものとなりそう

です。次回のアウトロー（原題；Jack Reacher）映画シリーズで、トム・クルーズが身長が低いことを理由に主演を外されるとの報道がありました。自らにほとんど責任はないにも関わらず、「寸足らず」という苦難を抱えるのはメイ首相のみではないようです。

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 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレイント戦略：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（2018年11月15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はご遠慮下さい。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。

以上