

市場アップデート – 2018年11月29日 –

プレッシャーがかかってもボトルは 投げつけないように！



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

今年は投資家もボトルを投げつけない衝動に駆られているかもしれませんが、G20 サミット場で目立った口論が避けられるのであれば、穏やかなトーンで年末を迎えることが出来るとの期待を維持できるでしょう。

先週は、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長によるややハト派寄りの姿勢がリスク資産の反発につながり、株式市場は前月末比ほぼ変わらずの水準で 11 月末を迎えようとしています。パウエル氏が米国金利は「中立金利に近い」と言及したことを受けて主要国金利は軒並み低下基調となりましたが、パウエル氏が 2019 年の利上げを諦めたと結論づけるのは時期尚早であるとみています。

自動操縦からデータ重視へ

ブルーベイでは、賃金上昇や雇用拡大、減税などを背景に可処分所得が増大している米消費者が下支えとなり、今後数ヶ月間に亘り米国経済はトレンドを上回るペースでの成長を続けるとみています。ここ数ヶ月間で住宅動向はやや冷え込んでいますが、依然として健全な水準にあり、原油価格の下落を背景に名目インフレ率は低下しています。今回の景気サイクルが加齢によって終焉を迎えるとは考えておらず、引き続き金融状況は概ね緩和的であると考えています。

明確にしておきたい点として、FRB は 2019 年に、ここ数年間続けてきた金融政策の自動操縦モードから離れ、よりデータ重視の姿勢に移行すると予想していますが、堅調な経済指標を背景に 2019 年を通して 3 回もしくは 4 回の利上げを実施するとみています。したがって、2019 年及び 2020 年の合計でわずか 20bps の金融引き締めのみしか織り込まれていないユーロドル金利先物を利用した米短期金利のショート・ポジションに対する確信度を維持しています。

需給面の悪化

市場参加者が「トランプ・プット」（相場下落時にトランプ氏の発言が救いの手を差し伸べること）を意識するなか株価は上昇基調となったものの、需要を上回る供給（発行）に対する警戒感が継続するなか、社債市場の価格動向はより低調でした。社債市場における需給環境が早期に回復するとは予想していないものの、最終的に価格を決定付けるのはファンダメンタルズ要因であるとの見方を維持しており、デフォルト率が上昇しない限りは、更なる社債のスプレッド拡大に対する警戒感は収まるとみています。今景気サイクルにおける全般的に前向きな見方を踏まえ、来年デフォルト率が上昇する可能性は低いとみています。

LTROとツイスト

一方ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）政策委員会メンバーであるクノット氏やドラギ総裁の発言から、ここ数ヶ月間で ECB の考えがほとんど変化していないことを示唆しました。ただしブルーベイでは、12月の次回会合において、ECB が 2018 年及び 2019 年の予測を大きく下方修正する必要があるとみており、とりわけ ECB が量的緩和（QE）による債券の新規購入を今年末に終了するという計画の中止はしたくないとみられるなか、金融緩和を促す更なる策を講じる必要性が生じてくるとみています。

つまり、長期流動性供給オペ（LTRO）の延長や「オペレーションツイスト」を導入する可能性はあるとみており、仮に 12 月に発表されなかったとしても、今後数ヶ月間で経済成長に回復が見られなければ、2019 年 1-3 月期に発表される可能性があるかとみています。

対立から歩み寄りへ

イタリアでは、政府が 2019 年の財政赤字目標を引き下げるために、財政緩和策の導入を遅らせる用意があることをほのめかしたことで、ローマ（イタリア政府）とブリュッセル（EU）との対立期間が終わり、実用主義と歩み寄りの期間へと移行できるとの期待感から、欧州周辺国市場が反発基調となりました。

イタリア政府が心の底から来年のイタリアの GDP 成長を押し上げたいと願っており、その意味ではイタリア資産のスプレッドの拡大リスクは正反対の結果をもたらしてしまうということに気がつき始めている、と受け止めたい衝動に駆られます。実際、ファンダメンタルズが非常に底堅いとみているイタリアの銀行、ウニクレディトですら、先週発行した非優先シニア債券の米国債も対する上乗せスプレッドは 494bps という涙が出てしまうような高水準で、借入コストの上昇が国内の預金者に転嫁するなどのネガティブな影響も考えられます。

国家の危機

英国では、EU 離脱（ブレグジット）の期限が刻一刻と迫っています。12 月 11 日の議会承認を控え、メイ首相の離脱合意案への賛成は過半数を大幅に下回り、離脱案は否決される可能性が高く、その結果、ハード・ブレグジット（合意なしの強硬離脱）への懸念が急速に高まるとみています。イングランド銀行（中央銀行）が先週、ハード・ブレグジットとなった際は英国経済及び英ポンド相場に壊滅的な影響が及ぶとの試算を発表したことも踏まえれば、市場参加者は英ポンドの下方リスクに対して依然として楽観的すぎるとみています。

最終的には、再度の国民投票もしくは解散総選挙が現実味を帯びる可能性が高いとの見方を維持していますが、その間に国家の危機との認識が広がった際に初めて、これらの結末への道が拓けるとみています。結果として、ユーロ及び米ドルに対する英ポンドのショート・ポジションに対する高い確信度を維持しています。

G20 を控えて

今週末の主要 20 カ国・地域首脳会議（G20 サミット）を控え、今回のサミットが最終的に友好的なトーンをもたらすと期待感が高まっています。ただし、米政権が最終的に全ての中国製品に対して輸入関税をかけるという方向性を変更する可能性は低いとみています。

米国には、雇用増及び賃金上昇というポピュリスト的な強い願望、さらには中国による覇権拡大を抑制したいという強い願望があり、結果として不確実な地政学動向をもたらす可能性があります。ただしトランプ大統領は現状、歴代の大統領としてはジミー・カーター氏以来初めて、在任

期間中に物理的な戦争を戦っていないという記録達成に向けて歩んでいることは事実です。

一方で、ゼネラル・モーターズ（GM）がラストベルトに影響をもたらす雇用削減及び工場閉鎖を発表した先週、トランプ氏がツイッター上で、次の通商面での攻撃ターゲットとして欧州からの輸入車に高関税を発動する可能性に言及したことは興味深い出来事でした。ゆくゆくは、今後数年間のうちに「非グローバル化」が勢いを増していくなか、米国が世界貿易機関（WTO）から離脱し、同機関が役目を終える場面が訪れてもさほど驚かない状況になってきたと考えています。

モウリーニョのように

とは言いながらも、G20 サミットの中で目立った口論が避けられるのであれば、ここ数ヶ月間の市場環境から比較すれば穏やかなトーンで年末を迎えることが出来るとの期待を維持できるでしょう。英マンチェスター・ユナイテッドのジョゼ・モウリーニョ監督のように、今年は投資家もボトルを投げつけたい衝動に駆られているかもしれませんが、現段階でグローバル見通しに過度に悲観的になることは賢明ではないと考えています。ブレグジットのようなイベントが年末までに何らかの収束を迎えるとみられるなか、試合終了の笛が鳴る直前までパフォーマンスを引き上げる機会はあるとみています。また英国が年末にどのような決断を下したとしても、2019年のグローバル経済見通しは比較的明るいと考えています。

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29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