

## 市場アップデート – 2018年12月20日 –

### 暗黒期を脱する

### ～2019年の大胆予想～

クリスマスを抑えても市場ではリスク資産にとって苦しい環境が続いています。ただし、暗黒期を脱したとみられるなか、投資家心理は改善に向かい、投資家の質への回避傾向は次第に収まるとみています。



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

今月は、米国株式市場にとって 1931 年以来最悪の 12 月となっており、グローバル経済の先行き懸念を背景とした投資家の質への逃避傾向から、主要金利は軒並み低下基調となっています。ただし、ここ最近の市場の価格変動は、主にトレンドを追うクオンツ・ファンドの動きによる影響を受けているとみており、このような価格変動をベースとして景気後退入りを懸念する声に賛同することはやや短絡的であると考えています。

#### 実体経済

実際には米国の経済成長は堅調さを維持しており（アトランタ連銀の GDP ナウは 10-12 月期の米 GDP 成長を約 3%としています）、納税申告からの払い戻しが、既に雇用や賃金の伸びによる恩恵を受けている消費者の所得を更に押し上げる効果をもたらすと見られるなか、2019 年 1-3 月期には需要が更に拡大する可能性もあります。ユーロ圏に関しては、先週複数の政策担当者で行なったミーティングの内容を踏まえると、内需の相対的な底堅さに加え、財政政策がより拡大路線を歩むことなどが、2019 年のユーロ圏の経済活動を下支えするとみられます。また中国では、政策担当者が財政及び金融政策の緩和を進めており、インフラ投資の増加が今後数ヶ月間での成長の下方リスクを抑制するとみています。

#### 落胆を誘うパウエル氏

このような状況にも関わらず、市場参加者の話題の中心となっている唯一のトピックは下方リスクに関連したものであるとみられ、先週の米連邦公開市場委員会（FOMC）後の記者会見においても、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の発言がやや市場の落胆を誘う内容であったことが材料視されるなど、下方リスクの意識が浮き彫りとなりました。FRB の声明は成長に関しては市場の予想よりもやや弱気であった一方、FOMC が 2019 年及び 2020 年も金利の上昇を予想していることを示しました。この内容は、既に次回の金利判断を利上げではなく利下げとして織り込み始めたい市場とは対照的でした。ただしこのような状況となった今となってみれば、FRB 議長は市場の懸念を払拭するために、成長見通しに対して更なる自信と前向きな見方を示すべきであったかもしれません。結果として市場は、FRB が政策ミスをしていると結論付ける格好となってしまったからです。その点に関しては、前週のドラギ欧州中央銀行（ECB）総裁はより自信を持って前向きな成長見通しを示して

いたと言えるかもしれませんが、ただし最終的には、成長懐疑派を納得させるための実際のデータが必要となるでしょう。

その意味で、ここ最近の金利低下は、米国及び英国で金利のショート・ポジションを選好しているブルーベイの見方に逆行する動きですが、これらの投資テーマに関しては依然として強い確度を持っており、我々の見通し通り今年4回の利上げを実施したのち、経済指標重視となったFRBが来年を通して3回の利上げを実施すると予想しています。

## 2015年及び2016年との比較

原油価格が下落していることから、現状を2015年及び2016年と照らし合わせる見方もありますが、そのような見方はやや見当違いであるとみています。例えば、その期間に48まで低下していた米ISM景況指数は足元で59を上回り、今景気サイクルの最高値近辺にあります。景気後退入りする可能性は低いとみており、過去FRBが述べた「経済サイクルが息絶えるのは、高齢によってではなく政策が過度に引き締められたときである」という説明が引き続き有効であると考えています。またその点に関しても、2018年を通して金融状況は引き締め基調にあったものの、依然として過去5年の平均水準であり、2016年末にFRBが今回の利上げサイクルを開始した時点と比較してみると依然として緩和的な水準にあるということは付け加えておく必要があるでしょう。

## 政治的リスクの後退

その他に先週市場で見られた進展として、ブリュッセル（EU）及びローマ（イタリア政府）間の対話が引き続き友好的となるなか、イタリアに対する過剰財政赤字是正手続き（EDP）の発動が見送られたとの報道は心強いものでした。イタリアにおける政治的リスクが引き続き後退しているとの認識が広がるなか、イタリア国債のドイツ国債に対するスプレッドは今年9月の水準まで縮小しました。ブルーベイの分析では、イタリアにおいて来年さらに注視すべきリスク要因は、政治面よりも成長に関連したものであると考えています。

基本的には、イタリア10年国債のスプレッドは180bps近辺でフェアバリューであるとみていますが、総選挙が行なわれ、「同盟」が他の右派政党とともに政権を獲得し、連立政権発足以降自らの無能さと不十分さを露呈している「五つ星運動」が政権を失う、などのポジティブな材料がない限り、今後数ヶ月間は、リスク及びボラティリティに関連した市場の見方を反映し、スプレッドが225bpsを下回って縮小することがやや困難になるとみています。

その他の欧州諸国では、英国で持続するブレグジット関連の混乱が年を跨ぐことが確実となったほか、フランスでは黄色いベスト運動が自然と収束していく兆しが見られています。また先週興味深かった話題として、スウェーデン中銀が2010年以来初となる利上げを実施したことが挙げられます。この報道は、投資家が望むほど、世界中全ての国で状況が芳しくないわけではないということの思い起こさせる事例であったと言えるでしょう。

## 非対称な投資機会

前述の通り、足元で市場に織り込まれている米利上げ見通しは誤りであると考えており、米国金利のショート・ポジションには魅力的なリターンの非対称性が存在するとみています。英国では、依然としてブレグジットが中止される前に緊張が更に高まるとの見方を維持しています。短期的には、英ポンドのショート・ポジションに投資妙味があるとみているほか、

より中長期的な目線では英国債のショート・ポジションに豊富なリターン獲得機会があると考えています。欧州周辺国では、ユーロ崩壊リスクが表面化するには程遠く、EUの政策担当者がこれまでも増してコミットメントを示していることを踏まえれば、イタリア及びギリシャのスプレッドがフェアバリューを上回る水準にあると判断しています。社債市場では、目先の需要を上回る新規発行が需給面での下押し圧力となる可能性がありながらも、デフォルト率が今後数四半期に亘って低位に留まると見られているなか、直近の下落により割安感が増している銘柄には投資機会もあるとみています。

その他では、アイスランド政府が資金流入規制の解除に近づいており、仮にそうなった場合には現地債及び通貨が大きく上昇する可能性があるため、年明けはアイスランドが興味深い投資テーマになるとみています。その意味で、クリスマス・プレゼントの到着を新年まで待つ必要があるかもしれませんが、少し遅れたとしても、プレゼントは確実に配達されるでしょう。

## 2019年の大胆予想

冬至を迎えるにあたり、「暗黒期」は既に脱したとみています。投資家心理は改善に向かい、質への逃避傾向は長続きはしないとみています。我々市場関係者にとって、クリスマスを前にして非常にクリスマスらしくないきを過ごしている印象ですが、今年を締めくくりにあたり来年に関する楽しい予想を試してみたいと思います。

- 米国の力強い消費者によって米GDP成長率は2019年に2.5%を突破し、FRBは2019年に計3回の利上げを行う
- 欧州議会選がドイツ主導の緊縮財政の終焉を決定付け、財政拡大政策が成長押し上げ及びユーロ圏統合を推し進める原動力となる
- ブレグジットが実際に来年成し遂げられるよりも、ジェレミー・コービン（労働党党首）が首相に就任する可能性の方が高い
- ビットコインは2年連続で最も軟調なパフォーマンスの金融資産となる
- マンチェスター・ユナイテッドは2019年に少なくともあと一人監督を解雇することとなり、優勝トロフィーが欲しいファンはマンUを捨ててリバプールやマンチェスター・シティへと鞍替えする

今年の週次コメントは今回で最後となり、新年は1月14日の週から配信する予定です。皆さま、メリー・クリスマス、そしてどうぞ良いお年をお迎えください。

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12月20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