

市場アップデートー2019年1月10日ー

成長はまだ生きている

減速、センチメント、提言ー2019年は投資家にとって
どのような年になるのでしょうか。



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

2019年へと移行するなか、金融市場は近い将来の経済減速に対する警戒感に捕らえられてしまったかのように見えました。市場の警戒感は一時的な逃避傾向に拍車を掛け、2018年末に掛けてのリスク資産を手放す動きが続きました。

しかしながら先週は、前週末に発表された堅調な米雇用統計が、米国経済の力強さを改めて示す内容であったことや、金融政策がより経済指標次第となるなか、米連邦準備制度理事会（FRB）が辛抱強く状況を見守ることをほのめかしたことなどから、その動きが反転しました。

市場の大幅な価格変動や過度な現象を踏まえ、2019年の見通しを策定し、最も魅力的な投資機会を発掘する上で、今一度現状の立ち位置を評価してみる価値があると考えています。

米国で予想されること

まず米国経済については、引き続きトレンドを上回るペースでの成長が期待できると考えており、2019年のGDP成長率は2.5%を上回ると予想しています。確信の裏には、力強い米国の消費見通しが存在します。

米国経済において消費が占める割合は大きく、雇用や賃金が伸びる一方税負担が減っていることが可処分所得の増大を促すなか、国内消費は底堅さを維持するとみています。アトランタ連銀のGDPナウキャストが足元で2.8%となっていることも特筆すべきで、直近の米供給管理協会（ISM）調査における新規受注の低下を除けば、米経済指標は全般的に堅調です。

インフレ圧力も相対的に落ち着いていますが、前年同月比2.2%程度のコアCPIは概ねFRBの目標並みであり、この先米国内の成長が底堅さを維持し賃金が上昇していけば、インフレ率が低下していく可能性は低いとみています。

さらに、政策は引き続き概ね緩和的であり、成長を促す内容です。

昨年は金融状況が引き締められましたが、市場が安定化するなかでその傾向は反転しています。また米国債の利回り曲線上で長短金利が逆転していることの影響については、多くの誤った認識が広がっているとみており、低金利で借り換えを行なうことで利益を実現しようとするなか、住宅ローン需要が高まっていることを除けば、経済的なインパクトはほとんどないと考えています。

中国に目を向ける

米国とは対照的に、中国における成長モメンタムは引き続き減速しており、直近の自動車販売の低迷も、中国経済のハードランディングに対する市場の懸念に拍車を掛ける内容でした。

生産者物価指数（PPI）が足元で前年比 **0.9%**まで（昨年半ばの **4.5%**から）低下していることは、名目 **GDP** 成長の大幅な減速を示唆し、直近の購買担当者景気指数（PMI）もそれを裏付ける内容でした。

当局は既に複数の緩和策を発表しており、今後もその流れが続くとみられますが、レバレッジ解消は継続的なテーマであり、ここ最近の貿易に関連した話題は、現時点では幾らか安心感をもたらしているものの、貿易戦争の終焉というよりはむしろ一時休戦であると捉えています。

G7 の政策担当者とのミーティングは、いずれも中国のハッキングや情報セキュリティ、知的財産侵害に対する懸念の高まりを浮き彫りにする内容で、広範な先進国の政策担当者が先進国市場内での **5G** 技術に対する中国のアクセスを制限する方向で動いていることも明らかになってきています。

これらはいずれも、成長トレンドの枝分かれが今年も主要なテーマになることを示唆しています。

ブルーベイでは、仮に中国の減速リスクが抑えられるのであれば、**FRB** が **2019** 年に **2** 回から **3** 回の利上げを実施しない理由は見当たらないと考えています。直近の米連邦公開市場委員会（**FOMC**）議事録及びパウエル **FRB** 議長やその他 **FRB** 高官からの発言は、いずれも当局の辛抱強いアプローチを示唆する内容でしたが、ここ数ヶ月の金融市場の動きを踏まえるとこれらは十分に理解可能です。

しかしながら **3** 月までにはまだ時間があり、米経済が今後も多くの市場参加者に見られる弱気な見方に逆らう状態を維持できれば、企業の収益成長が株価の支援材料となり、**1-3** 月期に追加利上げという選択肢は残されているとみています。

これはあくまでも経済指標次第と言えますが、ここ数ヶ月の金融市場の動きと比べれば、経済見通しに大きな変化はないと考えており、一部の投資家は価格変動を説明する便利な理由を鵜呑みにし、ブルーベイの見方とは反対に、成長が大幅に減速したに違いないとの結論に至ってしまっている可能性があるかもしれません。

欧州における転換

欧州の景気センチメントはここ最近で大きく弱含んでいます。しかしながらブルーベイでは、欧州においても下方リスクが過度に警戒されているとみています。

先週発表されたユーロ圏の **11** 月の失業率は、**7.9%**と今サイクルで最も低い水準を更新しました。**2018** 年 **7-9** 月期にドイツの自動車生産の落ち込みが製造業指標の大幅な低下につながった際に顕著に現れたように、対外需要が成長を押し下げてはいるものの、域内のトレンドは引き続き概ね底堅いとみています。

多くのユーロ圏諸国で、財政規律から財政緩和へと移行している傾向が見られるなか、**2018** 年に **1.4%**程度になると見られている成長ペースは **2019** 年も維持され、全てが見た目ほど悪くはない状況かもしれないと考えています。

一方米国とは対照的に、ユーロ圏のコアインフレ率は依然として低位に留まり、**2019** 年も **1%**以下に留まると予想しています。これにより概ね緩和的な金融政策が維持され、**3** 月には **ECB** が長期流動性供給オペ（**LTRO**）などの緩和策を発表する可能性があるかとみているほか、**2019** 年を通して政策金利は据え置かれるとみています。

その間欧州周辺国では、イタリア関連のリスクが足元で落ち着きを見せているなど、緊張は収束に向かうと予想しています。

英国には暗雲たちこめる

英国の経済状況は引き続き EU 離脱（ブレグジット）関連の話題によって霞むとみています。3月29日が刻一刻と迫るなか、依然として最終的な結末についての見通しは不透明です。

メイ首相の離脱案は議会で否決されると予想しており、複数の代替案に関する議論が本格化する展開になるとみています。

合意なしのハード・ブレグジットに関しては過半数が反対しているものの、何一つ合意に至らなければこれが規定路線となり、別の道を模索する前に、今後数週間以内で英国がハード・ブレグジットの崖っぷちに立たされる局面が訪れるであろうとみています。

“最終的には、第二回国民投票や解散総選挙が最も可能性の高いシナリオであるとみています。短期的には英ポンドに対して弱気な見方を維持していますが、崖っぷちを上手く乗り越えれば反発する可能性もあります。”

一方で、ブレグジット後の景気減速への対応策として財政拡大が最も有力であるとの見方から、英国債利回りはどのようなシナリオ下においても上昇する可能性が高いとみています。

グローバル成長 vs. 需給

社債については、需給面での懸念やファンダメンタルズ要因から、グローバルにやや慎重な見方を維持しています。

全体としては比較的前向きな成長見通しを持っており、2019年を通してデフォルト率が急上昇する可能性は低いと考えています。

スプレッドが昨年の同時期と比較して大きく拡大した水準にあることを踏まえると、ファンダメンタルズ面を重視した評価に基づけば社債リスクは比較的魅力的であると言えるでしょう。一方需給面については懸念の度合いを深めています。

引き続き巨額の純発行が予想されるなか、投資家は必要とするクレジット・リスクを既に保有しているとみられます。結果として新規発行は大幅な上乘せプレミアムとともに提供され、広範な市場におけるスプレッドの再評価につながるかとみています。

クレジット債のスプレッド曲線は引き続きスティープ化すると見ており、異なる地域間及び異なるセクター間での相対的な需給要因の評価が重要性を増すと予想しています。

エマージングの不透明感

エマージング市場の見通しも比較的強弱入り混じるものとなっています。2018年の市場下落を経て、価格評価が魅力的であり、ファンダメンタルズが前向きな方向へと向かっている資産及び通貨は存在するとみています。

ただし、中国のような国における懸念は、エマージング資産のベータに対するより前向きな見方の妨げとなっています。結果として、より銘柄を厳選し、ボトムアップのアプローチを重視することが重要になるとみており、流動性及びボラティリティを十分に考慮したサイズのポジションを取ることが肝要であると考えています。

2019 年は（経済状況次第で）投資機会の年に

上記を踏まえ、2019 年はアクティブ投資家にとって多くの投資機会が訪れる年になりそうです。1 年の始めに現状を立ち位置改めて確認すると、現段階で最も重要な判断は経済サイクルについてであり、これに関してブルーベイでは、中国などの経済見通しがより困難な中でも、市場が米国経済が堅調さを維持することが出来るという事実を市場は十分に認識していないとみています。

究極的には、今サイクルの米国経済の成長は終わったとの噂や意見は、ハリウッ드의オリビア・ニュートン・ジョンの死期間近説と同じくらい不正確であるとみています。

実際のところ、弱気派が驚くべきことに、オリビア・ニュートン・ジョンも出演した『グリース』でジョン・トラボルタが歌った「Greased Lightnin' (グリースド・ライトニン)」のごとく米国の経済成長は勢いを維持することでしょう。

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（2019 年 1 月 10 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