

## 市場アップデート – 2019年1月24日 –

### ダイソンの本社移転はなにか少し匂う

先週は欧州経済の成長懸念や ECB のハト派姿勢を背景に、ドイツ金利を中心に主要金利が低下しました。ただし今後新たに悪いニュースがない限り、リスク資産は反発基調を維持するとみています。



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

経済成長への懸念が先週再び表面化し、ユーロ圏製造業 PMI は経済成長の拡大と縮小の境目とされ、心理的に重要な 50 の水準を 2013 年以來はじめて下回るかどうかの瀬戸際となりました。中身を見ると、フランスの悪化が目立ち、最近の「黄色いベスト」抗議運動による影響がみられましたが、その他に特筆するようなことはありませんでした。木曜日に行われた ECB 理事会後に、ドラギ総裁は記者会見でグローバル経済と一部セクターの下方リスクが合わさっていることに触れながらも、域内経済そのものについては健全な状態が続いているという姿勢に努めました。ユーロ圏の雇用と賃金は比較的健全な水準で伸びており、財政政策も後押しとなっているものの、歴史的にドイツの消費者の財布のひもが固いことで、米国とは対照的に、欧州は景気の外需依存度がずっと大きくなっています。

ECB はハト派姿勢を維持しているものの、バランスシートの拡大を先月終了させたばかりで、現時点で更なる緩和策を打ち出すことには躊躇していると思います。しかし、新たな TLTRO が今後数ヶ月のうちに発表される可能性は高まっていると考えています。このことから、ドイツの長期金利は低下し、10 年債利回りは 0.2% を下回りましたが、大西洋の反対側の米国でも米中間の通商交渉の早期合意への期待が低下する中で米国金利も低下しました。米国での一部政府機関の閉鎖も投資家心理の重石となっている状況が続いていますが、民間セクターに目を向けると、新規失業保険申請件数は 1969 年以來の低水準となり、国内経済の底堅さを示す内容となりました。

英国では、議会で話し合われた提案によって、合意なしのハード・ブレグジットの可能性は後退したとの期待が高まりました。しかし、現時点で決まっていることが直ぐに何らかの結論に至るとは考えられません。メイ首相はブレグジットという時計の針を進めたいようで、最終期日が迫る中で、反対派も首相案を最後は支持すると期待しているようです。しかしながら、膠着状態のなかで 3 月を迎えた場合、事故的なハード・ブレグジットのリスクが高まり始めることを懸念しています。そもそも、投資家の多くは英国が EU を離脱するという投票結果になるとは予測していなかったことから分かるように、何が起るか分かりません。3 月 29 日より前に英国がリスボン条約 50 条に基づく離脱を取り消すことはできますが、政府がそうするのは非常に難しく、その場合は総選挙が必要になると考えています。それ以外でも、EU がブレグジットの期日を延期することに合意すると信じている人も多いでしょうが、EU 政策当局者と我々が話した感触では、新たに国民投票を行うといった何らかの明確な道筋が見られる場合、EU は期日延長を支援すると思います。しかし、英国政府が自分たちに有利となるような条件、しかもそれが EU が離脱条件に盛り込みたいと考えていないもので

あった場合、その交渉をするための時間を英国政府が得るためだけのものであれば、EU にとって期日を延期するインセンティブは全くありません。先日、英ポンドのショート・ポジションを減らしましたが、市場で広がる慢心を考えると再びショート・ポジションを積み増す可能性があります。一方で、英国金利のショート・ポジションについてはもっと強い確信を持っており、ブレグジットのいずれのシナリオにおいても英国金利は上昇すると予想しています。ハード・ブレグジットとなった時には英国金利が安全資産として買われるかもしれませんが、英ポンドがかなりの圧力下に置かれることで、英国金利の安全資産としての立ち位置が長く続くとは思えません。一方、英中銀が利下げを実施するとは考え難く、経済のダウンサイド・リスクを食い止めるために政府は大規模な財政刺激策の導入を迫られるとみています。

社債のスプレッドは株式市場の上昇による恩恵を受ける状況がここ数週間続いています。昨年 10-12 月期にみられたリスク回避的な動きから反転して、この数週間で社債への需要が強まっている兆候が見られます。需給面の改善によってスプレッドの動きは安定し、ボラティリティも低下しています。しかしブルーベイの予想に基づけば、2019 年は米国市場だけで 4,000 億米ドルの新規発行が予定されています。そのため、足元の需給面の改善が長く続くとは考え難いです。短期的にはエマージング資産に対する投資家心理も改善が続けるとみられます。エマージング市場に対しては、経済成長は相応に良好で、FRB が利上げを今年後半まで休止することが予想され、今後数週間で米中間の関係改善があるとの期待もあることから、慎重ながらも前向きな姿勢でいます。

今後の見通しについては、今後もリスク資産の反発を期待しています。先週は年初からの上昇に対する利食いによって、反発に小休止が見られたと考えていますが、新たに悪いニュースがない中、市場は上昇を続けるとみています。10-12 月期の下落によって、投資家心理が極めて脆弱になっていることは当然ですが、今後公表される経済指標を目にすれば、経済成長はまだ終わったわけではなく、リセッション懸念は行き過ぎであると投資家は確証を得ることが出来るかもしれません。

市場が静かになることでリスク資産に再度投資する動きが強まるかもしれず、12 月の下落相場の記憶が薄まれば、より継続的な上昇が期待できる投資環境になってくると考えています。需給面主導の売りが戻ってきた時にはこうした想定は崩れることとなりますが、経済成長のダウンサイド・リスクが抑制されている限りは、こうした事態は起こらないと考えています。一方で話題は変わりますが、筋金入りの EU 離脱派で起業家のジェームス・ダイソン氏が英国を離れ、ダイソンの本社をシンガポールに移す計画であるというニュースは興味深いものでした。活きの良い魚を手で掴んでおくことは難しいですね。

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（2019 年 1 月 24 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