

市場アップデート – 2019年1月31日 –

パウエル・プットによってゴールドロックスに逆戻り

米連邦準備制度理事会（FRB）の方向性転換はリスク資産の上昇要因となりました。一方英国では、困難な政治情勢が続き、ハード・ブレグジットが現実味を帯び始めています。そんな中、ギリシャの状況は驚くほどポジティブに映ります。



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

先週の米連邦公開市場委員会（FOMC）において、FRBは金融引き締めバイアスを排除し、バランスシート縮小に関する柔軟性を強調するなどハト派寄りの姿勢をみせ、リスク資産の大幅な反発及び主要金利の低下を招きました。

前回の会合から、米国経済の見通しが変わるような材料があったとは考えていません。しかしながら、昨年末に掛けての株式市場の下落が、明らかに政策担当者の目に留まったと言えるでしょう。

パウエル議長率いるこれまでのFRBの言動から、FRBは株式市場を下支えするための介入には消極的とみられていましたが、その考えは一旦脇に追いやられてしまったかのようで、市場の下支えとして「パウエル・プット」が存在するとの認識が広がっていることは、今後数週間での株式市場の支援材料になるとみられます。

指標が物を言う（政府を除いて）

ブルーベイでは、米国経済に対する前向きな見方を維持しており、もし何かあるとすれば、ここ最近の金融状況の緩和によって、今後景気が更に刺激される可能性があると考えられます。したがって、引き続きFRBは今年後半に2回の利上げを実施すると予想しています。雇用増や賃金上昇、減税などを背景に米消費者の可処分所得は堅調に伸びており、米株価急落や一部政府機関閉鎖などを受け、昨年末に掛けては消費者のセンチメントに落ち込みが見られたものの、これは再び早期に回復すると考えられます。

ただし、価格圧力がない限り、FRBがより長きに亘って辛抱強さを維持するよう促されることは妥当であると考えられるため、賃金上昇がインフレ上昇につながるかどうかは注視しています。そのような中で、市場には堅調な成長と緩和的な政策によって特徴づけられる「ゴールドロックス」な投資環境が戻ってきたとみられ、リスク資産にとっては良好な環境であると言えるでしょう。

これを踏まえ、社債に関しては、新規発行増に対する懸念の継続を踏まえて慎重な姿勢を維持しているものの、ソブリン債やエマージング市場に対するエクスポージャーは足元で積み増しています。

ハード・ランディングの回避

先週発表された1月の中国の購買担当者景気指数（PMI）は、昨年12月から小幅ながら改善しました。その他、中国当局は中国の銀行によるAT1債（追加的Tier1債）の発行を認め、中央銀行のスワップ枠の対象として認めるとしたほか、中国の保険会社によるこれらの債券購入を可能とする政策を発表しました。実際に銀行が今回の政策に参加するためには、実体経済への貸し出しを約束する必要があるため、これらの政策は経済成長加速を促すための追加政策であるとされています。

この動きを受けて人民元建て債券のスプレッドは大幅に縮小しました。これらの政策は、中国国内の金融状況を緩和するのみならず、インフラなどの分野への投資を促進することで、中国のハード・ランディングに関連した懸念を払拭することが期待できるとみています。米国及び欧州の企業業績は、引き続き中国からの需要減を示唆する内容でした。ただしこれらの数字は、今後の方向性を示唆するよりも、昨年起きたことを示す回顧的な要素が強いと捉えています。

自動車などのセクターの業績は著しく落ち込み、一部の弱気派がエヌビディアなどのハイテク企業の収益の落ち込みに触れ、消費減がより広範な影響をもたらしていると警戒する一方で、LVMH モエヘネシー・ルイヴィトンなど他の企業は今後の中国からの需要に対してより前向きな見方を示していることも事実です。

北京（中国政府）が足元でレバレッジ解消の必要性に関するトーンを弱め、より成長を促す行動に出ていることを踏まえ、ブルーベイでは中国の経済活動が今後数ヶ月の間に落ち着きを見せるとの見方を維持しています。

英国は軽くあしらわれる

英国における政治的進展は、危機的な状況に陥らない限り、ハード・ブレグジットの可能性が高まるとのブルーベイの警戒感を裏付ける内容でした。

リスボン条約第50条が発動されて22ヶ月が経過しましたが、英国が欧州連合（EU）に再交渉を強制することが出来るという、やや傲慢とも言える与党・保守党のアセスメントに基づき、メイ首相はここへ来て、これまで唯一の打開策であると情熱的に訴えてきた自身の離脱案を実質的に破棄するという行動に出ました。

ブルーベイでは、EUがこのような英国の行動を軽くあしらっても不思議ではないと考えています。

英国内には「合意なし」という結果を求める声はほとんど聞かれないことから、結果として、これまでギリシャなどの異端のEU加盟国に対して上手く対処してきたやり方同様に、EU側は自らの原則に忠実になることが可能であるとみています。

実のところ、メイ首相は時間切れを待ち、時間稼ぎをしているのみではないかとも捉えられます。最後の最後になって、リスボン条約第50条が停止されるか、メイ首相の離脱案が議会で承認を得るか、もしくはハード・ブレグジットの現実を受け入れるかのいずれかが明確になった時点で、メイ首相が当初の離脱案に立ち返る可能性もあるとみています。

EUが3月29日の期限を延長する可能性もあるとみていますが、英国側が再度の国民投票もしくは総選挙という確たる結果をもたらす案を提示した場合に限ってのことであるとみています。単に英国に再交渉の時間を与えることは、ブリュッセル（EU）側に何の利益ももたらさないとみられるためです。

今後数週間のいずれかの時点で、泥沼離婚が徐々に現実味を帯びるなか、両サイドの発言はより好戦的になってくる可能性があります。その意味で、足元の金融市場は、無秩序な議会の美徳だけが原因となって事態がほとんど誰も望まない結果をもたらす可能性に対して、過度に楽観的であるとみています。こうした政治家は、常に国益よりも私的及び政治的な利益の追求を優先するとみられます。

このような状況を踏まえ、足元では引き続き英ポンド及び英国金利のショート・ポジションを維持しています。仮にハード・ブレグジットというシナリオが実現したとしても、安全資産としての英国債の上昇は非常に短期間に留まるとみています。

ギリシャは反発へ？

ユーロ圏では、2018年10-12月期のGDPが発表され、イタリアが事実上リセッションに陥るなど、昨年後半にかけての域内の経済減速を裏付ける内容となりました。しかしながら先週は、ギリシャの新発債に対する旺盛な需要が欧州周辺国における投資家心理を押し上げました。

ギリシャの信用力は引き続き改善傾向にあり、政治的観点からも、2019年に政権交代が起きたとすれば、急進左派連合（シリザ）の代わりとして新民主主義党率いる、さらに市場友好的な政権が誕生する可能性があります。

ギリシャが必要とする資金は2020年まで続く支援プログラムによって確保されており、起債を深刻に必要としていたわけではありませんが、市場へのアクセスがあることを示す狙いに加え、これまでの起債が主にヘッジ・ファンドの需要を頼りにしていた一方で、今回の起債が主に中長期の投資家の手に渡ったことを踏まえると、債務の需要層拡大を狙う意図もあったとみられます。

昨年9月以降、今回の起債に関連した噂が市場に飛び交うなか、イタリア国債主導の欧州周辺国の弱含みを踏まえてギリシャの起債は延期され、ギリシャ債券のパフォーマンスの反発の重石となっていました。

今回の起債により、ギリシャは2020年まで市場で資金を調達する必要がなくなり、今後数週間でギリシャが他の欧州周辺国をアウトパフォームする可能性が高いとみています。したがってギリシャは、今年最も確信度が高い投資対象の一つとなっています。

大寒波の影響は一時的

今後数日間は、多くの米経済指標の発表が予定されています。成長減速に関連した懸念にも関わらず、アトランタ連銀のGDPナウキャストはトレンドを上回る+2.8%をつけています。米政府機関の一部閉鎖や大寒波による影響が今後発表される統計を歪める可能性はありますが、これらの影響はすぐに剥がれ落ちることでしょう。ゴルディロックスな市場環境が少しの間は続くともていますが、大西洋を渡った英国では「合意なし離脱」という事故が今にも起こりそうな状況になり始めていることを懸念しています。

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（2019 年 1 月 31 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