

市場アップデートー2019年5月3日ー

「氷と炎の歌」：最後には炎が勝つ



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

FRB はスタークな選択を迫られる

先週の米連邦準備制度理事会 (FRB) 会合において、パウエル議長は、米国のインフレ圧力が凍結状態のまま立ち往生している中でも、経済成長は赤々と燃えているという現状の米国経済の輪郭を映し出しました。

このような状況は、米連邦公開市場委員会 (FOMC) が当面政策金利を据え置く背景となる可能性があり、今後数週間の金融市場には好材料となるかもしれません。

トランプ米大統領の利下げ願望に屈することを幾らか望む市場の期待はやや削がれる格好となり、米国債市場では FOMC 後に利回りがやや上昇しました。

パウエル議長は、「経済指標次第」としている FRB が次の政策として、状況の進展次第で利上げにも利下げにもどちらの方向に動く可能性があることを強調することに苦心しているが見えました。

FRB の政策決定は、足元で比較的思慮深い実用主義的なものになっていると考えています。

実際、インフレ率は依然として目標を下回っているものの、トレンドを上回る年 3%の成長を謳歌している経済において利下げを実施するとなれば、経済及び金融市場の安定性にとってのリスクになりかねないとみえています。

ユーロ圏の指標は概ね改善基調

欧州では、市場予想を上回る GDP 統計が成長見通しに関連した懸念を和らげる要因となりました。ユーロ圏は他の市場を相対的にアンダーパフォームしてはいるものの、実体経済に関連した指標は事前の調査に基づく内容を上回っています。

雇用及び賃金の伸びは、内需の下支えとなっているようです。ただし、コアインフレ率が目標を大幅に下回る状態が続くなか、欧州中央銀行 (ECB) が政策に関してハト派な見方を維持すると引き続き予想しています。

先週は、大手格付け機関 S&P がイタリアの信用格付けを BBB 格に据え置いたことから、イタリア国債のパフォーマンスが前週から反発しました。またスペインでも、与党・社会労働党 (PSOE) が第 1 党を確保し、新興の極右政党 Vox の獲得議席も予想を下回ったことから、先週はスペイン国債も上昇しました。

ブルーベイでは、欧州周辺国国債のスプレッドは今後さらに縮小するとみており、目先の欧州連合（EU）議会選挙も深刻なリスク要因にはならないとの見方を維持しています。

ECB が政策金利を当面低位に維持するとみられるなか、とりわけ市場のボラティリティが低位に留まれば、ユーロ金利の利回り曲線のフラット化及びスプレッドの縮小基調が続くとみられています。

中国は反発も、レバレッジ解消のテーマは拭い去られず

先週は、天皇退位及び新天皇即位によって日本がゴールデン・ウィークの休暇期間中であったこともあり、アジア市場にとっては比較的静かな一週間となりました。

中国ではやや弱含んだものの、韓国において購買担当者景気指数（PMI）に改善が見られたことは、グローバルの経済活動に関連した指標が 4-6 月期には改善に向かうとのトレンドを裏付ける内容であったとみられます。

またこのような傾向は、中国経済においてレバレッジ解消のテーマが完全には拭い去られていないことにより、ここ最近の中国の反発が大幅かつ継続的な GDP の加速をもたらす可能性は低いことを示唆していると考えます。

アルゼンチンとトルコに振り回される EM

そのようななか、エマージング（EM）市場では引き続きアルゼンチン資産の下落が投資家心理に影響を及ぼしていると考えられます。前週には 2,000bps を突破していたアルゼンチンの短期 CDS スプレッドは先週やや戻したものの、大統領選を前にした世論調査で、フェルナンデス前大統領が予想以上の善戦を見せており、国内経済が低迷を続けるなか、多くのグローバル投資家にとって依然としてアルゼンチン資産がある種コンセンサスのロング・ポジションとなっていることから、アルゼンチン資産の緊張は高止まりするとみられています。

またトルコでも、通貨リラが 1 米ドル 6.0 リラ近辺に近づくなど圧力が高まっています。また米国経済のアウトパフォームが続いていることも追い風となり、米ドルが底堅く推移していることによって、他の EM 通貨も苦戦しています。

リターンが弱含む季節？

5 月を迎えましたが、ここ数年は 1 年の中でもこの期間に不相応な数のリスク・イベントが発生してきたことを思い起こさずにはいられません。2013 年のテーパー・タントラムから昨年の EM 及びイタリア国債の急落に至るまで、ここ数年、社債市場では起債が活況となる傾向がみられる 5 月から 6 月に掛けての期間は 1 年でも資産価格の苦戦が見られてきました。

ただし、2019 年の投資環境を見渡すと、全般的にリスク資産のポジションはやや保守的となっているほか、過去数年間とは異なり、非常に短期的に市場の妨げとなる明確なリスク・イベントは少ないとみられます。

究極の戦い：燃え盛る成長 対 冷え込むインフレ

さらにその先を見据えると、米国経済の見通しに関しては、「熱い」経済と「冷たい」インフレとの戦いにおいて、FRBによる次の政策の一手が利上げなのか利下げなのか、という点について議論することが適切であるとみられます。最終的には、米国の消費者に支えられた堅調な成長により、失業率が低下する中で賃金が上昇に向かう、という展開がブルーベイの見方です。

雇用の増加や賃金上昇、減税、消費者の堅固なバランスシートといった要因は、全て消費者の需要増を後押しする材料であり、2019年1-3月期の小幅なGDP成長ののち、4-6月期には個人消費支出が大幅に反発するとみています。

結果として、既にサービス価格のインフレ率が3%であるなか、これまで価格の低下圧力となってきた構造的な要因に勝り、今後はシクリカルな価格圧力が勢いを増してくるとみています。そのような場合には、成長がこの戦いに勝利することになるでしょう。

したがって、価格圧力の加速がまずは確認される必要があることは認識しながらも、この先1年を見据えると利下げよりも利上げの可能性が高いとの見方を維持しています。

ブルーベイのこのような考えは、先物市場に織り込まれた市場の利下げ見通しとは対照的であり、過去数ヶ月間において大きく試されてきた見方ではあるものの、引き続き米国金利に関してはショート・ポジションが適切であると考えています。

最終的には、FRBが（「氷と炎の歌」が原作となる人気ドラマ『ゲーム・オブ・スローンズ』の）アリア・スタークと同様の選択を迫られることになるかとみています。「氷と炎」の困難な争いの果てに、最終的に勝つのは炎であると予想しています。

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。最終的な料率・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、その料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あり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5月5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