

市場アップデート – 2019 年 5 月 10 日 –

大逆転する力

先週は、「予想外の逆転」が世界的なテーマになったと言えるでしょう。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

投資家は、合意が近いと見られていた米中通商交渉の突然の決裂に不意打ちを食らわされました。トランプ米大統領が前週末にツイッター上で、北京（中国政府）が姿勢を後戻りさせたことへの反発から、中国製品に対する関税を 25%に引き上げる意向を示したためです。

ある意味では、このようなトランプ大統領の「決まった手口」という点においては、2018年の NAFTA 再交渉同様に、今回の行動も理にかなっていると言えるかもしれません。

しかしながら今回の出来事は、仮に通商交渉が今後数週間以内に合意に至ったとしても、世界の二大経済大国の緊張は今後も続くということを改めて意識させられる出来事であったとみられます。

ワシントン（米政府内）では、北京がパートナーというよりは戦略的なライバルであるとの認識があり、信用できないという見方ともに、これまで過度に長きに亘って米国及びグローバルの貿易システムを利用してきたとの考えがあるようです。

価格を後追いしない

政治的観点からは、中国に対して強硬な姿勢を見せることは明確なアピールとなり、トランプ大統領が既に次期大統領選のキャンペーン・モードに突入しつつあることを踏まえれば、突然の方針転換にも説明がつくかもしれません。

しかしながら、抜け目のないトランプ大統領は有権者の真の関心が経済であるということも認識しているとみられ、彼自身の支持率が、依然として堅調さを維持している米国経済とかなり連動していることにもさほど驚きを感じません。

今回の場合、得るものよりも失うものが多く、株価や経済信頼感に悪影響を及ぼしかねない見苦しい貿易戦争を仕掛けることは、米国、中国双方にとって意図するところではないとみられます。

そのような見方に基づき、トランプ大統領はその成果を、彼自身のみによって成し遂げることが出来た、自らの個人的な勝利であるように見せたい意向があるとみられるものの、最終的に米中間の合意は成し遂げられるとみています。その意味で、トランプ大統領のツイートに端を発した今回の質への逃避傾向は短命に留まるとみており、今回の出来事が長きに影響をもたらす金融市場のターニング・ポイントにはならないとみています。

一般的に言えば、トランプ氏のツイート後の価格動向を後追いすることが利益をもたらすことはまれであり、短期的なボラティリティの高まりに対応するためには中期的な見通しを重視することが賢明であると考えています。

再び成長及びインフレに目を向ける

貿易関連の話題以外では、先週発表された米雇用統計が再び力強い米経済状況を映し出すとともに、インフレ圧力が非常に抑制されているときであっても、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の成長に対する前向きな見方を裏付ける内容となりました。貿易摩擦の先鋭化が食い止められると仮定すれば、グローバル経済は財政及び金融政策によって下支えされているとみられ、見通しも概ね安定的であるとみえます。

欧州の経済指標は、大西洋の反対側（米国）と比較すると出遅れています。欧州委員会が先週、ユーロ圏経済の成長率予測を引き下げたとはいえ、依然として1~1.5%程度の成長水準は維持しているとみられます。

ユーロ圏の財政悪化懸念は誤り？

欧州周辺国では、スペインの総選挙が大きな波乱なく終了し、月末に控えた欧州議会選においても大幅な変化はもたらされないと予想しています。ポピュリスト政党が善戦することは間違いないとみられますが、彼らが反EUもしくは反ユーロで結束すると懸念視することは誤りであると考えています。

反既成政党の多くが、欧州の理念に対する忠実さを維持しているとみられます。ただし、ドイツの緊縮的な政策が支配する現状のEUを改革及び変化させることで、借入れコストがインフレ目標を大幅に下回っているタイミングであるからこそ、財政政策をより積極的に活用することで、成長が最優先される体制を目指す意図がポピュリスト政党にはあるとみられます。

このような状況にも関わらず、財政状況の悪化が投資家の継続的な懸念材料であるとみられることも事実です。とりわけ、成長鈍化によって今年の財政赤字が対GDP比3.0%を超える可能性が出てきているイタリアにおいて、このことが言えそうです。

ただしブルーベイでは、このような投資家の懸念の一部はやや誤りであるとみています。対GDP債務比率は概ね安定的に推移しており、借入れコストが低位に留まり、イタリアのユーロ離脱リスクが非常に低位であるなか、イタリアの現状の信用格付けを下支えする要因となっています。

ギリシャでは、急進左派連合（SYRIZA）政権が2018年のプライマリーバランス（基礎的財政収支）の黒字が対GDP比4.4%になるとしており、ポピュリスト政党が緊縮政策に対応できることを示す好例となっています。時を同じくして、欧州中央銀行（ECB）は6月の次回会合において、さらにハト派寄りに動き、緩和策を拡大することを探るとみています。

次のステップとして階層金利の適用の可能性が高く、仮に更なる下方リスクが見られた場合、必要に応じて再び資産購入プログラムを開始し、バランスシートの拡大を再開する用意があることをドラギECB総裁は強調する可能性もあるとみています。

エマージング：救済リスクの高まり

その他では、エマージング（EM）市場において先週、トルコ資産が特に深刻な圧力にさらされ、マクロ経済及び政治的状況の悪化を背景に、債券及び通貨がともに下落基調となりました。

トルコに関しては、中銀の外貨準備高が減少するなか、さほど遠くない将来に国際通貨基金（IMF）による救済が必要な状態になるとみており、トルコ資産に対してはネガティブな見方を維持しています。

トルコ（及びアルゼンチン）以外では

多くの EM 国における見通しは大きく改善しているとみています。ただし、ソブリン・クレジットでは現状、EM 市場と比較して欧州周辺国のスプレッド水準により投資妙味があると考えています。

また、例年季節的に新規発行が増加する時期であることも踏まえ、社債市場のスプレッドに関してはやや慎重な見方を維持しています。投資適格及びハイ・イールド債のスプレッドは年初来で大幅に縮小しており、現段階では更なるスプレッド縮小の余地は限定的であるとみています。したがって社債市場では、特定の銘柄及びセクターについて厳選したエクスポージャーを維持することが賢明であると判断しています。

ピッチから学ぶこと

先週を振り返ってみての教訓を挙げるのであれば、状況は急速に変化し得るということが言えるでしょう。欧州チャンピオンズ・リーグの準決勝において、初戦を3点差で落とし、厳しい状況で第二戦を迎えたリバプールが大逆転勝利を収めました。またそのほんの24時間後には、トッテナムが同様の逆転劇を演じました。

これらとは対照的に、トランプ大統領のツイートは、通商合意に関して勝利目前の状態から一転、敗北へと導かれたようです。ただしロジックからも彼の利己心からも、今後数週間以内に合意がもたらされる可能性があると考えています。その意味で、ツイッターに応じてポートフォリオのポジションを変更することは、初戦ののち、（リバプールの対戦相手であった）バルセロナのサポーターへと鞍替えし、結果的に二度敗北を喫することとなったサポーターと同じ結末を迎えることになるでしょう。

やや異なる目線では、（リバプールの）ユルゲン・クロップ監督（もしくはトッテナムのポチェッティーノ監督）のチーム・マネジメント力には感銘を受け、彼（ら）が、国を統治するというより大きな仕事を欲しくないか気になるところです。実際にメイ首相が、自身と自らのブレグジット運営力をクロップ監督になぞらえたいとの皮肉とも取れる発言は、むしろやや愉快にも聞こえました。

英国では、政治の世界において継続的に欠如しているものがリーダーシップであるとみられ、月末の欧州議会選で保守党の屈辱的な姿が予想されるなか、メイ首相が自らの地位にこだわることには引き続き驚きを覚えます。あとどれだけの期間に亘り、このような状況が続くのでしょうか。

ブレグジット及びキャメロン前首相の国民投票実施に対して遠慮なく批判する者として、クロップ監督の政治は、離脱支持者が多いリバプールよりも都市エリート層にとって魅力的かもしれません。しかしながら、英国政治の中心地において、ぼっかりとゴールが空いた状態は、これ以上続かないことを祈るのみです。

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のようになります。

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ト戦略：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ら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