

市場アップデート – 2019年6月7日 –

ドラギ総裁は今のところ武器を温存

ドラギ ECB 総裁がハト派寄りの姿勢を維持するなか、トランプ米大統領の矛先は中国からメキシコへと向かい、テクノロジーから移民政策へと重点を移したようです。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

トランプ米大統領が前週の金曜日、不法移民対策を怠っているとして、メキシコに対する追加関税をかけるという奇策を発表してから迎えた先週の市場でも、貿易摩擦に関連した懸念が話題を独占し、主要金利はグローバルに低下基調が続きました。

シカゴでの講演における米連邦準備制度理事会 (FRB) 高官の発言は、米連邦公開市場委員会 (FOMC) が今後数ヶ月間に予定されている会合において米経済に対するダウンサイド・リスクを精査することを示唆すると同時に、必要であれば利下げも辞さない姿勢も示しました。

ただし、中央銀行高官との対話や、その内容を踏まえ、ブルーベイでは今後中央銀行がいかなる行動に出るためにも、更なる根拠が必要になるであろうと考えます。FRB の場合では、成長の明らかな減速 (成長率が 1% 近くへと低下) やインフレ率が持続的に 1.5% を下回ること、もしくは S&P500 種指数が 2,600 を下回るなどの資産価格の急落といった根拠が必要になるでしょう。

貿易面でのダウンサイド・リスクはそれらの具体化につながる可能性があり、その意味で、メキシコによる追加関税によりサプライチェーンや投資が崩れることは、中国に対する追加関税以上に米国経済に困難な影響をもたらす可能性があるかとみています。

しかしながら、現段階では米経済の堅調な勢いは持続しており、先週も ISM 非製造業景況指数が市場予想を上回る 56.9 をつけ、製造業における幾らかの弱含みを除けば、総需要は引き続き底堅いことが示されたかとみています。

一部の市場コメンテーターは、FOMC が 1995 年もしくは 1998 年同様に利下げを行うことが出来るかを探っているようですが、それらのいずれの年においても、ISM 指数が数ヶ月連続で 50 を下回るなど、FRB が行動に出るまでの成長減速はより顕著であったことも念頭に置く必要があるでしょう。これとは対照的に、足元では景気悪化を示唆する証拠はほとんどなく、仮に成長が減速するとしても、それはトレンドを上回る成長がトレンド近辺まで低下するに過ぎないことで、それ自体に政策介入の必要はないと言えるでしょう。

ドット・チャートが将来の道筋を照らす可能性は低い

月末の FRB 会合を控え、ブルーベイでは FOMC が緩和バイアスを採用する可能性はあるとみていますが、ドット・チャートでは利下げの意思を示さず、ダウンサイド・リスクが顕在化した場合には行動する準備があることを示すと予想しています。またパウエル議長は、今後数四半期のうちに複数回の利下げを織り込んでいる市場の期待にやや寄り添いたい意向があるとみられ、経済成長の勢いが依然として比較的底堅いことを示したいとみられます。

もちろん、トランプ米大統領が突然メキシコに対する方針を逆転させる可能性もあります（追加関税の発表は、詰まるところ「メキシコに壁を作らせ、メキシコにそれを支払わせる」ための異なるアプローチでしょう）。トランプ氏は、メキシコに対しては政権内でも極端なタカ派ですが、中国に対しては彼自身よりも強硬なスタンスを取りたい人物が政権内に多く存在するため、中国に対する方針転換の余地は比較的限定的であると言えるでしょう。

おそらく、ホワイトハウス内でのそのような予測不能な状況を踏まえれば、FRB は実際に見たものに対して反応することしか出来ず、経済指標のトレンド分析において築き上げた確たるアプローチよりも、トランプ氏のツイートを重視して政策決定を行うこととなれば、やや滑稽に見えてしまうでしょう。

ECB からは複数の政策ツールが予想される

ユーロ圏では、先週開かれた欧州中央銀行（ECB）会合において、ドラギ総裁はブルーベイの予想通り、概ねハト派寄りの姿勢を示しました。2020 年のインフレ及び成長見通しは小幅に引き下げられ、それに伴い、金利ガイダンスでは利上げ予想時期が 2020 年半ばまで延長されました。

次の政策変更が利上げであると考えているか、との質問をドラギ総裁が押し返したことは、理事会が依然として多くの政策手段を残しており、仮に見通しが悪化し、インフレの下方リスクが表面化した際には、債券購入の再開に加え利下げなどの手段についても協議したことを浮き彫りとしました。

さらに ECB は、新型の貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO3）に関しても、適用される金利を最も低い場合マイナス 0.3%とするなどより良好な条件を発表しました。このことは、短期の欧州周辺国債の下支えになるとみえています。

その他の地域に目を向けると、エマージング（EM）市場では、南アフリカ及びメキシコがパフォーマンスに苦戦したものの、ブラジルやトルコなどの国は、国内での報道が好感され上昇基調となるなど、強弱入り混じるパフォーマンスとなりました。

一方で原油価格の下落が続くなか、複数のシェール油田の損益分岐点が圧力にさらされるとの見方から、ハイ・イールドのエネルギー関連銘柄が苦しいパフォーマンスとなりました。

収益成長も追い風となり、株価上昇は社債を押し上げる

社債市場のパフォーマンスは、引き続き株式市場に主導される展開となりました。先週は、主要金利が低下し、利下げへの期待感が高まるなか、S&P が上昇するなど株式市場が底堅く推移しました。

ある意味では、長期中立金利の低下は、割引率の低下という形で、株価収益率の均衡点の上昇につながると言えるかもしれません。ただしそれ以上は、債券市場と株式市場の価格決定は徐々に枝分かれしていくと言えそうです。株式市場は、企業収益の伸びが 1 桁台中盤から後半のレンジに留まることを好感するとみられるものの、債券市場は企業収益の悪化と整合的である、より深刻な景気悪化を示す可能性があるからです。

ブルーベイでは、一定の不確実性が存在する環境下において、通貨戦略におけるリスクを削減し、引き続き欧州周辺国において最も確信度の高いポジションを保有しています。欧州連合（EU）崩壊のリスクは低いとの見方に加え、ユーロ金利は今後も長期に亘って超低水準に留まるとの見方がこの背景にあり、中でもギリシャ及びイタリアが、債券投資家にとって最も魅力的な投資機会を提供しているとみています。

今後の見通しとして、主要中銀は緩和的な姿勢を示しているものの、関税及び関税がグローバル成長に与える影響がより明確になるまでは、市場のボラティリティは高止まりすると予想しています。投資家のリスク心理及び確信度の激しい変化は、資産価格の過度な変動につながるとみています。

ブルーベイでは、このような環境下で超過収益を創出するためには、一つ一つのツイートの畏にとられることなく、ファンダメンタルズ調査を踏まえた確信度に基づく投資に注力することが重要であると考えています。

ここ最近の市場環境を上手く切り抜けることは、究極のテストのようでした。ただし、1944年6月5日のD-Day（ノルマンディー上陸作戦）に関するジョージ6世の言葉を借り、このように考えています。「われわれ全員に要求されていることは、勇気や忍耐を上回る何かである。それは精神の復活であり、新たな難攻不落の決意である。」このような時期を、後々になって重要な転換点であったと振り返ることもしばしばあり、その意味で、ここ最近の低下で既に主要金利は十分に低下したと言えるかもしれません。

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