

市場アップデートー2019年10月25日ー

ピエロは左へ、ジョーカーは右へ



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

先週も、米中貿易に関連したややポジティブな報道や、英国の「合意なき離脱」の可能性の低下、トルコとシリアの停戦などを背景に、市場では良好なムードが続きました。また、マクロ環境の改善により、ここ数週間では主要国金利が大幅に上昇しています。

世界情勢に目を向けると、まず米中関連では、両者が合意に至った暫定的な「第1段階の」合意内容に、来月予定されている APEC 会合で両者が署名する方向で動いており、米中貿易戦争の話題は一旦は脇に退いた状態です。

目先、貿易に関する一時的な停戦は可能であるとみているものの、ブルーベイでは、技術移転や人権などの重要かつ繊細な部分に関する米中の姿勢には大きな隔たりがあるとの見方を維持しています。ただし、中国における豚肉不足が危惧されているなか、中国が供給危機を免れるために米国から多くの農産物を輸入することは、中国側に何らかの利益をもたらすと言えるかもしれません。実際に中国は先週、初年度に 200 億米ドル相当の米農産物を購入する意思を表明しました。

米国の経済指標では、10月の米購買担当者景気指数 (PMI) が市場予想を上回るポジティブな内容となりました。特に新規受注や雇用が反発し、米経済に対するブルーベイの強気な見方を裏付ける内容でした。

一方で、トランプ米大統領の弾劾に関するドラマは続きましたが、重大な新情報が明らかにならない限りは、米上院で弾劾が通る可能性は低いとの見方を維持しています。

同じ北米大陸ではカナダで総選挙が実施され、現職のトルドー首相の自由党が第一党となり、少数与党を率いて再び政権に就くことが決まりました。

欧州に視線を移すと

先週木曜日に開かれた欧州中央銀行 (ECB) 会合が、マリオ・ドラギ総裁にとって任期中で最後のものとなりました。ちょうどフランスの PMI に幾らか反発の兆しが見られたタイミングで会合は開かれましたが、ドイツの指標については市場予想を下回るなど、ユーロ圏製造業セクター復調の兆しは依然として見られていません。

今回の会合では「スーパー・マリオ」からの新たなサプライズはなく、市場に与えた影響は限定的となりました。この場を借りて、ドラギ総裁の功績に敬意を表したいと思います。ドラギ総裁は暗黒の時代のなかでユーロ号の軌道を維持した中心人物であり、知性と理論に基

づく実直さと、適度な現実主義とユーモアを兼ね備えた中銀総裁でありました。長い間お疲れ様でした。

ここからはブレグジットの話題です（すみません！）

先週金曜日から、ブレグジット協議に重要な進展は見られませんでした。10月31日の期日に間に合わせるため、離脱案を短時間で議会通過させるとのジョンソン首相の計画は、「残留同盟」による議会手続きによって頓挫する結果となりました。結果として首相は、再度の離脱期限延期をEU側に申請することを余儀なくされました。

このレポート執筆時点では、今回与える延期期間についてEU内での結論は出ておりませんが、この結論は、今後ジョンソン氏が離脱案を再び議会で諮り、承認を目指すか、もしくはクリスマス前の総選挙に向けて動き出すかどうかを決定付ける上で非常に重要になるでしょう。ブルーベイでは、現段階では3ヶ月間の延長が最も可能性として高いとみており、労働党内においては反発が見られますが、12月12日に総選挙が実施されることになるとみています。

ただしブルーベイでは、いずれの結果になろうとも、「合意なき離脱」の可能性が実質的に消滅するなか、足元で選好している英ポンドのロング及び英国債のショート・ポジションに安心感を持っています。中期的に、これまで英ポンド及び英国債に織り込まれていた「合意なき離脱」の大幅なプレミアムが剥落していくと考えています。

順調な企業業績

また先週は米企業の決算発表シーズンが本格化しましたが、これまでのところ、悲観的なコンセンサス予想に対して、結果は概ね市場予想を上回るEPS成長を示しています。マクロ経済指標には引き続きグローバルに弱含みが見られ、貿易に関する不確実性が継続するなかでも、このような底堅い企業収益は、広範な市場のリセッション懸念を幾らか落ち着かせる役割を果たしています。

中でも米銀行の収益は目立って好感された決算の一つで、堅固な信用ファンダメンタルズに加え、資産クオリティを示す指標や自己資本指標なども安定していたほか、コスト抑制に注力する継続的な姿勢が確認されました。

マイナス面では、グローバルなマクロ経済の先行指標として見られやすい、キャタピラーの決算が挙げられます。キャタピラーは、貿易摩擦や経済不確実性を背景とした顧客の購入減を背景に収益見通しを引き下げ、広範な製造業セクターが直面している困難な状況を浮き彫りにしました。

ブルーベイでは、このように成長の地域格差やM&A（企業の合併・買収）、貿易関税、政治的リスク、金融政策の変化が、セクター間及び銘柄間のばらつきをもたらす投資環境下においては、継続的に投資機会が生まれるとみています。

今後の見通し

マクロ面での不確実性が存在するなか、価格評価は年初来の高値圏にあるとともに、多くの投資家が年初来で既に十分なリターンを獲得していることから、リスク資産が目先再び高値を更新するような水準まで上昇することは想定しづらいと考えています。したが

って、ポートフォリオにおいては方向性を持ったリスクを小幅に留めながら、英国など個別の投資機会に注力することが賢明であると判断しています。

引き続き、緩和的な中央銀行や需給面が市場の下支えになるとみているものの、市場がグローバル成長に関連したリスクに対しては非常に神経質になっていることも事実であるとみられ、リセッション・リスクを見極めるために、今後発表されるマクロ及びミクロの双方に関する全ての指標が慎重に精査されることになるとみています。

ここ最近では、観た人の意見が分かれ、議論を引き起こすテーマを扱った作品であるにも関わらず、映画『ジョーカー』が大ヒットを記録しており、R指定の映画としては過去最高の興行収益を記録する勢いだそうです。しかし英国では、政治界の「ジョーカー」、ボリス・ジョンソン首相によって、本家のジョーカーが鳴りを潜めてしまっています。ジョンソン首相は、「死ぬ覚悟でやる」と宣言していた自身の「合意なき離脱」への執着からの見事なUターンを披露して多くを驚かせるという、（『ジョーカー』で主演を演じる）ホアキン・フェニックスに肩を並べるようなオスカーに値する演技を見せています。

ブレグジットがさらに延期されますが、もしかしたらバットマンとロビンが英国を救いに来てくれるでしょうか？

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10月25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