



ひどいサプライズを警戒すべきは スパースのファンのみならず

ここ最近、物事は上手く行っているように見えますが、歯車はいつ狂い出してもおかしくありません。エントリー・ポイントを慎重に待つ方針です。

先週は主要金利がやや低下しましたが、債券及び株式市場は全般的に控えめな動きとなりました。

先週は米国を訪れ、複数の政策担当者と面談をしました。その内容はいずれも、米国経済がトレンド並みの成長を続けており、インフレ率が米連邦準備制度理事会（FRB）のターゲット近辺にあるとともに、今後数四半期に亘って同等の水準に留まるとのブルーベイの見方を後押しするものでした。米消費者の状態も堅固で、サービスセクターが底堅さを維持しているほか、住宅投資や財政支出も来年前半に掛けての成長を後押しするとみられます。

同時に、企業投資は引き続きやや低迷しており、インフレ圧力の高まりにつながりそうな投機的な行動の兆しもほとんど見られていません。時代遅れな表現かもしれませんが、（たまそうなったのかは別として）ある種の「スイート・スポット」に達しているとの感覚すらあり、今後10年間に亘って米経済を「ゴールドロックス」状態に維持することすら可能であるとみられます。またそのような状態は、景気サイクルという考えを無用なものにしてしまい、長きに亘ってオーストラリアで見られているパターンとよく似たものであると言えるでしょう。

しかしながら、株価を最高値圏に押し上げているここ最近の穏やかな投資環境は、依然多くの個別リスクをはらんでいると考えています。これを踏まえ、仮に年末に掛けてのお祭りムードが市場の慢心につながった場合には、市場が反転しても不思議ではないと警戒しています。

懸念材料

その要因としてまず挙げられるのが、貿易及び米中関係です。ワシントンDCで行った会合では、第一段階の貿易合意が2020年1-3月期まで結ばれない可能性があり、市場の落胆につながり兼ねないとの印象を受けました。また米上院及び下院の言動も、中国に対してよりタカ派的な姿勢へと向かい続けており、このことは先週、米議会が香港の人権及び自治を擁護する法案を可決したことにも色濃く反映されていました。このような言動は北京（中国政府）の反感を買っており、習近平国家主席は弱みを見せる訳にはいかないでしょう。

2019年11月22日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

メディア統制によって、香港における出来事が中国本土ではほとんど報道されておらず、関心の対象となっていないことも踏まえ、米国内では、中国が香港の事態を成り行きに任せるとの認識が広がっているようです。したがって、米中関係の進展は「戦略的敵対関係」と表現出来ることがより明確になり始めていると言え、今後の方向性として新たな冷戦をも避けられない可能性があると言われている人もいます。

香港以外では

貿易に関して言えば、米大統領選が終われば取り決めが破棄される可能性があるとの認識から、中国側が現段階でいかなる合意にも信頼を置いていないとの考えもあるようです。したがって、明るい兆しが薄れているにも関わらず、貿易に関して今のところ市場が逆の見方を反映していることはやや驚きであると言えます。

一方、少なくとも欧州及び日本に対しての追加関税は予想されておらず、米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）の批准も近いとみられています。またUSMCAに関しては、仮に批准がなされなかった場合は、既存の北米自由貿易協定（NAFTA）における規定が、そのまま存続することになることを強調しておきたいと思えます。

無関心な弾劾

米国の政治面では、米下院が12月の第3週にトランプ大統領の弾劾に関する採決を実施するようです。これに関して米国内での関心は薄く、来年1月及び2月頃の上院での採決で事態は暗礁に乗り上げるとみられます。

しかしながら海外投資家の間では動揺が広がる可能性があるほか、（12月20日に期限切れとなる）暫定予算の継続決議の時期とも重なることから、年末の非常に流動性が薄い環境下において値動きが荒くなることも予想されます。

さらに、市場参加者の一部は、弾劾裁判が次期大統領選におけるトランプ氏勝利の可能性を低下させると（時期尚早に）結論づける可能性があり、過去にも述べてきた通り、民主党のウォーレン大統領誕生の可能性を市場が織り込み始めれば、資産価格の下押し圧力となる可能性があるでしょう。

中南米の脆弱性が高まる

その他では、中南米諸国における混乱は続き、先週はエクアドルの債券価格が急落する展開となりました。同地域では、個別国においてネガティブな進展が多く存在しているものの、FRBによる利下げや全般的な市場のリスクオン基調によって下支えされている現状のグローバル投資環境を踏まえれば、よりグローバルな環境が悪化した場合に、一部資産がいかに脆弱であるかを想像せずにはいられないでしょう。複数の専門家の見方を総合すると、投資家は依然として中南米のポジションをオーバーウェイトしている傾向にあることを踏まえれば、尚更です。

政策担当者の一部では、格差拡大や社会不安の増大などにより、中南米が1980年代に逆戻りすることを危惧する声すら上がっているようです。これが現実とならないことを祈るのみですが、アルゼンチンでは現状市場に織り込まれているよりも投資家にとって痛手となるような早期の債務再編も予想されます。仮に回収率が予想を下回れば、自らの弁済順位が公的セクターに劣後することを債権者が警戒し、価格の再評価や信用力の弱体化が起きる可能性があるかとみえています。

欧州のドラマは落ち着く

中南米の状況とは対照的に、欧州の投資環境は比較的穏やかな状況にあります。一部では、イタリアの連立政権崩壊が解散総選挙につながり、さらに「同盟」が政権を奪回することによる混乱のリスクを叫ぶ声もありますが、ブルーベイではその可能性は低いとみえています。現連立政権のメンバーにそのような動機を与える要因が特に見当たらないためです。

その他では、英国で総選挙に向けた選挙戦が本格化しています。ブルーベイでは、各種世論調査から、足元の市場が保守党の圧勝に関して過度な慢心に陥っていないかどうかを精査しています。議席ごとに見れば大半が僅差であると見受けられ、ジョンソン氏率いる保守党が過半数を獲得する可能性が最も高いとはみているものの、投資家が政治的リスクに対してある種の慢心と共に12月を迎えることになりそうな感覚もあります。

今後の見通し

欧米では感謝祭の週を迎え、数日間に亘って市場はやや静かになるかもしれませんが、またその後12月に向けて、例年新規発行や流動性が落ち込む時期に突入します。

全般的なマクロ環境は概ねポジティブであると捉えています。依然として、多くの投資家が成長に悲観的になりすぎているとみている一方、ブルーベイでは、これまでの財政及び金融緩和が支援材料となり、概ね前向きな見通しを維持しています。

そうは言いながらも、貿易や国内政治、広範な地政学的な問題に対して、市場には慢心の兆しも見られていることから、むしろ下落局面での押し目買いを意識しています。例えば、短期的に投資家の質への逃避が加速した場合、市場はFRBによる2回の利下げを織り込むかもしれませんが、そのような局面は米国金利のショート・ポジションを構築する好機になるとみています。またそのようなタイミングでヘッジ・ポジションを外し、クレジット・リスクを積み増すことも魅力的と言えるかもしれません。

ただし今のところは辛抱強さを維持し、より好機となる取引の良好なエントリー・ポイントを待つことが賢明であると判断しています。サッカーのイングランド・プレミアリーグ、トッテナム・ホットスパー（スパーズ）のファンの方にはお分かりかと思いますが、一時は何もかもが上手く行っていたとしても、その後歯車が急速に狂い出すこともあります。ただし少なくとも金融市場は、仮にそうだったとしても（成績不振を理由に解任されたポチエツィーノ氏の後任となった）ジョゼ（Jose）・モウリーニョ氏に頼る必要はないでしょう。No way, Jose!!

ディスクレームー

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をご遠慮下さい。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。