



## ベビー・ヨーダならば 答えを出せる？

今のところは、中央銀行よりも政治が市場の注目の的となりそうです。ただし、移り気なトランプ米大統領や英国の有権者に多くが委ねられる状況のなか、今後数週間の展開は誰にも予測出来ないと言えるでしょう。

### 貿易交渉が長引く懸念

先週の金融市場は、米中貿易合意に関連したヘッドラインに揺さぶられる展開となりましたが、総じて小幅な値動きに留まりました。

社債市場は、株式市場の動きに追随する展開となりました。エネルギーセクターにとっては先週の石油輸出国機構（OPEC）会合が焦点となりましたが、今のところは原油価格がレンジ内の動きを続けるとの見方を維持しています。

底堅い購買担当者景気指数（PMI）がグローバル経済の成長見通し及び国債利回りを押し上げたものの、12月15日に発動が予定されている追加関税を巡る警戒感が、これらの前向きな報道にやや影を落とす結果となりました。

ブルーベイでは、現時点では、米追加関税が発動される可能性は低いとみていますが、通商協議は年を跨いで来年まで続き、協議の結論が出るまでは追加関税も延期されることになると予想しています。

したがって、今後リスクオフの動きが見られる可能性もあるとみており、特に季節的に流動性が低くなる市場環境下では、さほど本質的でないニュースによっても市場が大きく変動する場合もあると考えています。同様に、貿易関連の急進展は年末に掛けての市場上昇のきっかけとなる可能性もありますが、協議が早期に結論に至るための特段目立った圧力も見られていません。

2019年12月6日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

## 刺激策のスローダウン

このようなノイズ以外では、過去数日間において日本の更なる財政刺激策に関する話題が紙面で取り上げられています。このような流れは、金融政策が限界に達しているとみられるなか、財政政策の必要性が高っており、成長への下方リスクに対応するために日銀が追加金融緩和を行う可能性は低いとのブルーベイの見方を裏付けると捉えています。

同様の説明が欧州にも当てはまると考えていますが、ここでは、財政緩和の道のりは非常に緩やかなペースで進展することになるとみえています。

ドイツで（連立政権に加わっている）社会民主党（SPD）の党首が交代したことによって、2020年の総選挙の可能性が高まったかもしれませんが、ただし現段階では、総選挙が行われればブラック（与党CDU）とグリーン（緑の党）の連立政権が誕生し、おそらく次期首相としてアンネグレート・クランプ＝カレンバウアー（愛称：AKK）が選出される可能性が高いとみえています。

彼女のこれまでの財政面でのタカ派な姿勢を踏まえれば、財政均衡を求める「黒字のゼロ（Schwarze Null）」政策から遠ざかることに消極的であるかもしれません。また総選挙の結果、レッド（SPD）とグリーン（緑の党）による連立政権が誕生すれば、財政拡大により積極的になるとみられますが、足元の世論調査でSPDの人氣が伸び悩んでいることを踏まえれば、現時点でそのような結果となる可能性は比較的低いとみられます。

## ロンドン・コーリング（更なる緩和を）

ドイツとは対照的に、英国は他の国と比較して財政拡大への道を歩んでいるとみえています。英国では2019年に既に政府支出の拡大が見られましたが、今週予定されている総選挙の勝者に関わらず、更なる財政緩和を予想しています。

このことは、イングランド銀行（中央銀行）による追加利下げの必要性を弱めるとともに、足元で預金金利と同水準にある英10年国債利回りは、低下するよりも上昇する余地を多く残しているとみえています。

総選挙自体に目を向けると、市場は、ボリス・ジョンソン氏率いる与党・保守党が過半数を獲得して勝利するとの見方で自らを納得させているようです。ブルーベイでも、保守党が過半数を獲得する可能性が最も高いとみえています。そのような見方に慢心が存在する可能性も認識しています。

実際には、支持率が拮抗している議席が多く存在し、当日の投票率や英国の単純小選挙区制における戦略的投票の傾向によっても結果が左右される可能性があるかとみえています。したがって、保守党が過半数を獲得できない確率も依然として30%程度あるとみており、今週の総選挙を前に、1英ポンド=0.845ユーロを下回った英ポンドの水準は、ロング・ポジションの利益を実現する魅力的な水準であると判断しています。

## エマージングに単一の見方はなし

エマージング市場では、経済が混乱している南アフリカにおいて、政府が南アフリカ航空（SAA）の支援を余儀なくされる展開となりました。

ブルーベイでは、グローバル市場における比較的安定した利回りと、潜在成長率並みを維持する米経済成長は、プラスのキャリーを提供する資産クラスにとって良好な環境をもたらすとみえています。ただしエマージング市場のベータに関し、単一の見方を取ることは困難な状況であり、それぞれの国ごとの特異な要因が、やや不均一な結果をもたらすことにつながるとみえています。

足元では、金利水準が相対的に高く、政策ミックスも好感できるロシアなどの国でのキャリー投資を愛好しています。また現地資産では、キャリー面での魅力に加え、年末までに米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）が批准されることで通貨ペソが押し上げる可能性があるかとみて、メキシコ資産に投資妙味があるとみえています。

一方で、南アフリカやトルコ、韓国に対してはややネガティブな見方をしており、エマージング市場では相対価値に基づくポジションを採用しています。

## 推測ゲーム

今後の見通しとして、先週末の米雇用統計ののち、今週は週の中頃に米連邦準備制度理事会（FRB）及び欧州中央銀行（ECB）のそれぞれの会合、さらにその後英総選挙が控えており、市場の注目を集めるとみられます。

加えて、米国の対中追加関税の発動期限や、トランプ米大統領の下院での弾劾訴追も2週間以内に決着を見る可能性があることを考慮すれば、師走にしては、依然としてイベント豊富な状況であると言えるでしょう。

多くの点から、今のところは政治的な話題のために中央銀行の会合がやや影に隠れる可能性があると言えます。米連邦公開市場委員会（FOMC）やECB理事会後の記者会見では、パウエルFRB議長及びラガルドECB総裁の発言に、いずれも目立った変更が予想されていないためです。

したがって、今後数日間はトランプ氏や英国の有権者の態度次第で市場が左右される展開となるかもしれません。（『スター・ウォーズ』のドラマシリーズに登場し、話題となっている）ベビー・ヨーダならばこれらの予測不可能な人たちの心を読むことが出来るでしょうか。ただし、人間に過ぎない私たちにとっては、推測ゲームの域を出ないでしょう。このような状況では、ひとまず様子見の姿勢を取ることが賢明であると判断しています。

## 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。