



BlueBay  
Asset Management

## 市場アップデート – 2017年5月5日

### 黄金期をどう見るか



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チーム共同ヘッド

#### フランス大統領選がいよいよ結末を迎えるなか、グローバル市場は概ね堅固であると見られます

先週は、週末に迫ったフランス大統領選の決選投票においてエマニュエル・マクロン氏が勝利するとの見方が強まるなか、リスク資産が引き続き堅調に推移しました。欧州株式は上昇し、社債のспレッドは縮小しました。また政治的リスクの低下や経済活動の活発化、欧州の緩和的な金融及び財政政策を背景に投資家心理が改善するなか、金融劣後債のパフォーマンスも押し上げられました。これまでに、米国の経済状況を「ゴルドロックス(熱すぎず冷たすぎずの状態)」と表現してきましたが、現状では欧州の経済状況もこれに当てはまるように見え、結果として政策担当者の間では安心感が広がっていると見られます。このような状況を背景に、フランス国債のドイツ国債に対するспレッドは、大統領選のキャンペーンが始まる以前と比較すると依然として高い水準にあるものの、年初来で最も低い水準まで縮小しています。日本の投資家はゴールデンウィーク明けのフランス大統領選の結果を待つのみとなっているため、今後数日間はこのような市場トレンドが継続するものと見ています。

概ね安定的な投資家のリスク選好が見られるなか、ドイツ国債及び米国債利回りは週を通して小幅に上昇しました。米連邦公開市場委員会(FOMC)では、金利は上昇傾向にあることが確認されたと見られ、この間に米連邦準備理事会(FRB)が軌道修正を迫られるほどの大きな相場下落や経済指標の大幅な悪化が見られない限り、次回6月の会合で利上げが行われるとの見方を維持しています。今回の会合で1-3月期の軟調なGDP成長を確認したことは興味深いことでした。ただし在庫の減少や一時的な政府支出の減少がなければ同時期のGDP成長率は2%(前期比・年率)であったと考えています。现阶段では米金利見通しに変更を加える必要はないと見ており、市場が予想している2018年末までの利上げ回数わずか2.5回は、少なすぎるとの見方を維持しています。

リスク資産にとって良好な市場環境となるなか、エマージング市場も堅調さを維持しました。ただし中国の経済指標はやや市場予想を下回る内容で、これを受けて原油価格が一バレル47.50米ドル近辺で年初来安値近辺で推移し、資源関連通貨にも圧力が掛かるなど、商品相場はやや軟調となりました。ただし、グローバルで安定的な需要が見られることから、このような動きがさらに加速するとは見ていません。しかしながら、原油価格が一バレル40米ドルを下回るなどの商品相場の動向は、シェール関連投資やインフレにも影響を与える可能性があるため、動向を注視することが重要であると考えています。

#### 投資家が主に恐れるのは恐れそのものであるという投資環境になり始めている可能性があると考えています

その他では、グローバルに落ち着いた投資環境となるなかで、直近のイタリア国債の軟調なパフォーマンスは目を引きます。フランス大統領選が終われば市場の関心は即座にイタリアに集まるとの見方から、米国や英国の多くのヘッジファンドや機関投資家がここ数週間でイタリア国債のショート・ポジションを積み増していたと見られます。ただし、このような考え方はあまりにも単純すぎると考えています。イタリアの総選挙は2018年始めまで行われない可能性があり、仮に「五つ星運動」が第一党となったとしても、他の政党と連立政権を組む必要があります。また、「五つ星運動」の幹部がここ数週間で欧州連合(EU)に対する姿勢を軟化させており、結果として「五つ星運動」が勝

利したとしても、イタリアのEU離脱につながる可能性は低いと見ています。イタリアが改革を必要としており、更なる景気後退に脆弱であることは確かですが、短期的な経済指標の改善はイタリアに時間的な猶予をもたらしており、イタリアのスプレッド拡大を見込んでいる投資家は短期的に痛手を被り、ショート・ポジションをカバーせざるを得なくなる可能性があると考えています。

今後の見通しとして、投資家が主に恐れるのは恐れそのものであるという投資環境になり始めている可能性があると考えています。米株式指数が最高値を更新し、ボラティリティ指数が過去最低水準まで低下するなか、市場に慢心が広がり始めていると考えることは自然なことです。しかしながら現在は、景気サイクルにおいても比較的堅調なグローバル経済成長、緩和的な金融及び財政政策、低位で安定したインフレ率、企業収益の伸びなどが見られる段階にあります。さらに、多くのアナリストが市場のバリュエーションが割高になりつつあると指摘していることは、依然として多くの投資家が十分に株式に投資しておらず、価格が下落した局面で投資を積み増す意向であるとの事実を強調しているかもしれません。そのようなシナリオ下で、投資家は市場が不安の壁を登り続けることが出来るかどうか疑問視することでしょう。

実際のところ、減税とインフラ投資は、ともに経済成長の水準を引き上げるため、税収を増やすことにつながると提唱した、経済学者のアーサー・ラッファーを思い起こせば、「Don't worry, be happy (心配するな、幸せになれ)」という言葉が頭に浮かぶでしょう。ワシントンにおける政策担当者の最近の会合でそのような考えが根を下ろしているとすれば、現段階では依然として市場は上昇余地を秘めていると考えることが出来るかもしれません。

---

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

関東財務局長（金商）第 1029 号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

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（2017年5月8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