

市場アップデート – 2018年12月6日 –

グリンチにクリスマスを盗まれないように！

リスクオフ基調が勢いをつけて市場に舞い戻りましたが、今は米国経済に対する前向きな見方を諦めるときではないと考えています。



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チームヘッド

先週は、前週末の主要 20 カ国・地域（G20）首脳会議の場での米中関税戦争の「一時休戦」を踏まえた期待感から、比較的ポジティブなムードで週をスタートしたものの、その後は再びリスクオフ基調が勢いをつけて市場に舞い戻る展開となりました。投資家は 2019 年に掛けての投資見通しに徐々に懸念を深めているとみられます。

下方に傾く

グローバル経済の成長鈍化に関連した懸念は、ここ最近の中国政府の政策緩和にも関わらず、中国経済の見通しが悪化の一途を辿っていることと密接に関連しているとみられます。ただし今のところは、過去数年間と比較すると成長ペースはやや緩やかとなっている中でも、中国の購買担当者景気指数（PMI）が 50 を上回るとともに、李克強指数などの他の経済活動指数も概ね健全な水準に留まっています。

しかしながら市場は明らかに中国のリスクが下方に傾き始めているとの警戒感を抱いており、米国主導で中国の通信機器大手華為技術（ファーウェイ）の最高財務責任者（CFO、同社創業者の娘）が逮捕されたとの報道も投資家の警戒感に拍車を掛けるとみられ、米中通商交渉の 90 日間の延長は明らかに一時的及び脆弱な休戦協定であったとの認識を強める要因になるでしょう。

中国は世界第二位の経済大国であり、グローバル GDP への貢献度が最も大きいことから、中国で起きていることは多大な影響力を持ち、中国政府は国内のレバレッジ削減を進めると同時に堅固な経済成長を達成するにあたり、ある種の畏にはまってしまったようにも見受けられます。さらに、中国の覇権拡大を食い止めたい米国としては、今後関税対象の拡大に動くことを避けて通れない可能性があり、中国政府は今後数ヶ月間で更なる政策緩和を余儀なくされる可能性があるかとみています。

米国の強大な消費者

このような中国に対するやや悲観的な見方にも関わらず、これ自体は米国経済にとっては必ずしも悪いニュースではないとの見方を維持しています。先週発表された力強い内容での米供給管理協会（ISM）景況指数などからもわかる通り、米国の経済活動は引き続き堅固であると考えます。

米国経済が消費主導であり、個人減税が来年初めにも消費者の可処分所得を押し上げる役割を果たすとみられるなか、米国の強大な消費者が、トレンドを上回る成長をもたらす原動力と

なる可能性はあるとみており、景気減速の兆しが見え始めたとの市場の懸念は極めて見当外れであると考えます。

利回り曲線のフラット化

米国債市場では先週、利回り曲線のフラット化により、2年債と5年債の利回りが逆転し、多くのクオンツ・モデルはこれを景気後退の予兆と捉えています。ただしブルーベイでは、このような利回り曲線に基づく予兆に否定的であり、他のグローバル市場における低金利環境に加え、長期の負債と長期資産をマッチングさせたい年金基金投資家の意向などもあり、米国債市場における期間プレミアムには歪みが生じていると考えています。結果として、足元の金利低下は、CTA（商品投資顧問）などクオンツモデル主導の投資家によっても拍車を掛けられている可能性があり、市場が織り込む米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ回数（足元では今月の利上げ以降の利上げは織り込まれていません）は極めて楽観的過ぎるとみており、足元で保有している米短期金利のポジションについて、確信度を高める方向で検討しています。

政策ミス

欧州のPMIや賃金、小売に関連した統計はいずれもやや勇気付けられる内容でしたが、ドイツ国債金利の低下は止まらず、先週は2016年半ば以来の水準まで低下しました。欧州の経済活動は7-9月期に弱含んだのち、10-12月期には回復すると見られている部分があります。

しかしながら消費に左右されやすい米国経済とは異なり、ユーロ圏経済は成長にあたり輸出への依存度が高いと言えます。貿易関税に関連した懸念やブレグジット関連のリスク、さらに中国経済の成長鈍化によって、欧州の輸出業者は多くの面で困難に直面しており、目先欧州中央銀行（ECB）が2018年及び2019年の成長及びインフレ見通しを下方修正すると見られ、コアインフレ率が目標を大きく下回るとともに依然として低下リスクが残るなか、現時点で量的緩（QE）によるバランスシート拡大を打ち切ることは政策ミスにもなりかねない状況となってきました。

したがって、ECBは今週予定されている会合において、ツイスト・オペ及び長期資金供給オペ（LTRO）の延長を発表することを余儀なくされる可能性があるかとみており、来年10月末のドラギ総裁の任期終了後も当面に亘って金利が据え置かれる可能性が高まっているとみています。したがって、低位の預金レートは今後もドイツ国債利回りを低位に留まる要因となり、足元でドイツ国債がやや買われすぎの領域に近づいているなかでもショート・ポジションを構築するまでは検討していません。

欧州周辺国では、イタリアに対する過剰財政赤字是正手続き（EDP）の開始は免れないとみられる中でも、ローマ（イタリア政府）及びブリュッセル（EU）が幾分前向きな会話を始めているとの見方から、イタリア関連の話題及びイタリア資産のボラティリティの高まりに落ち着きがみられました。

最初に瞬きをするのは？

その他、欧州における市場の注目は引き続き英国でのメロドラマに集まりました。メイ首相は今週のブレグジット離脱案の採決で90票程度の差で破れる可能性が高いと見ています。その後の展開については不透明感が残ります。保守党がメイ首相の交代を進めることも、

また労働党が政府の不信任投票を呼びかける可能性もあります。しかし、こうしたどちらの動きも最終的なゴールは不明でしょう。この結果、メイ首相が合意案の変更をEUに要求する可能性があります。EUが再交渉に応じる可能性は低いと考えています。こうしたやり取りで時計の針は徒に進み、否決となったにも関わらず、議会が最終的にメイ首相の離脱案に同意をするか、もしくは再度国民投票の実施もしくは総選挙に同意しない限り、既定路線として合意なきハード・ブレグジットになるであろう、ということは理解されねばなりません。

各政党は誰が最初に瞬きをするか静観しているようですが、EUは月末に掛けて、合意なき離脱に向けた緊急対策計画を発動することで英政府のハードルを引き上げるとみえています。したがって、今後は政治的にヒートアップする局面が予想され、英ポンドには下押し圧力になるとみえています。より中長期的には、ブレグジット及びブレグジットなしのいずれのシナリオ下においても引き続き英国債に対して弱気な見方をしていますが、現段階で最も注目すべきは、敗北する可能性が高いメイ首相がどの程度の投票差になるかを凝視し、採決が行われる火曜日以降の動きでしょう。

「I did it Hua-wei」

今後の見通しとして、先週の市場動向が早期に反転しても不思議ではない状況にあるとみえています。とりわけ、ポジション解消や流動性の低下がここ最近の価格動向を主導していたとみられるためです。クリスマスに思いを巡らせてみると、(映画『グリーンチ』の主人公)グリーンチが自分のお城に座り、フランク・シナトラの「I did it my way」に合わせて「I did it Hua-wei (ファーウェイ)」とニヤけながら歌っている姿が想像できそうです。ただし『グリーンチ』のお話のなかでは、最終的にグリーンチには天罰が下り、クリスマスが無事訪れるということをお忘れはいけません。したがって市場でも、今は米国経済に対する前向きな見方を諦めるときではなく、むしろ足を踏ん張って、リスクを積み増すタイミングであるとみえています。グリーンチさん、あなたはモンスターで、心はからっぽ。脳みそには蜘蛛がいっぱいで、魂にはニンニクが入っているのですから。

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。最終的な利率・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、その利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（2018 年 12 月 6 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