

## 市場アップデート – 2019年1月17日 –

# Baby Shark

ソーシャルメディアで急速に広がっている子供向けソングのように  
癩にさわる価格動向を経て、潮目の変化が収益を獲得する  
ための良好な漁場をもたらすかもしれません。



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、投資家のリスク選好がグローバルに回復基調を維持し、ボラティリティは昨年末からの高い水準から低下し始めました。

ここ最近の報道は、いずれも今後数週間以内に米中通商合意がなされる可能性を示唆する内容で、先週ワシントン D.C.で行なった政策担当者とのミーティングもその可能性を裏付ける内容でした。

昨年末に掛けての金融市場の急落は、米政権の姿勢に変化をもたらしたと見られ、知的財産権の侵害やデータセキュリティなどの問題は未解決であるものの、グローバル経済の成長への下方リスクを増幅させかねない結果を招くことは望んでいないとみられます。

その意味で、トランプ米大統領が、自らの過去の不適切な行為に関する捜査が本格化するとともに、直近の政府機関一部閉鎖による動揺が広がるなか、この機会を利用して「史上最高の中国との合意」を自らの手柄にし、いいニュースを届けたい衝動に駆られていることは間違いないでしょう。

### 政治的な行き詰まりから経済的な歪みへ

米政府機関の一部閉鎖自体は、経済的な問題というよりは政治的な問題であると考えていますが、閉鎖によって財政的困難に直面している人々からの声が徐々に広がり始めることは、両政党にとって不名誉なこととなるでしょう。

また一部政府機関閉鎖によって、公的部門の雇用減により失業率が急上昇したり、雇用者数変化がマイナスとなるなど、次回の雇用統計の数字が大幅に歪められる可能性もあることも認識しておかなければなりません。行き詰まりが更に数ヶ月間続く可能性もあるなか、このような雇用統計の内容は投資家心理の悪化につながる可能性があります。

一方、その他の分析結果は米国内の経済成長に関するブルーベイの前向きな見方を引き続き裏付ける内容ですが、インフレが明確に起きていないことは、米連邦準備制度理事会（FRB）による、現段階では利上げを停止するという判断を後押しするとも言えるかもしれません。

実際、地域レベルでの失業率が超低水準に達しているという事例に関するサンフランシスコ連銀の調査も、これを裏付けるものであったと見られます。すなわち、失業率が超低水準にありながらも、これらの地域では賃金の大幅な上昇を示唆する証拠がない（つまりホッケー用のスティックの形をしたフィリップ曲線が推察されない）というものでした。

この分析を考慮するとともに、失業率が足元でFRBの目標自然失業率を下回り、価格圧力がどこも落ち着いている状況を踏まえ、FRBはややゆったりした姿勢を取っているようです。

これらを踏まえ、ブルーベイでは2019年の予想利上げ回数を2回とし、6月までは金融政策が据え置かれる可能性があるとの見方に変更しました。

一方で、米景気後退リスクは極めて低いとの見方を維持しており、政策が引き締めからは依然として程遠いなかで、2020年の景気後退リスクも低いと考えています。

## 国内の指標には光が差す

欧州では、11月の鉱工業生産が市場予想を下回り、7-9月期の成長鈍化ののちの10-12月期の成長回復への市場の期待も裏切られる可能性が出てきました。ユーロ圏のインフレ率は今後数ヶ月間で上昇するよりも低下する可能性の方が高いと言え、政策担当者は引き続き緩和的な姿勢を維持するとみています。

各国内の指標はより勇気付けられる内容で、経済活動は今年1-3月期に回復するとみられますが、金利は当面の間現状の水準に留まるかのように見えます。このことはドイツ国債利回りを低位に留める理由となっており、結果としてユーロ圏では投資家の利回り追求姿勢が再び高まり、欧州周辺国のスプレッド資産の魅力が増す可能性があります。

実際にイタリアが先週行なった15年国債の入札には、(発行額100億ユーロに対して)400億ユーロ余りの買い注文があり、引き続き政治的課題がトーンダウンしていく中で、欧州周辺国債には前向きな見方を持っています。

より広範に見れば、米国金利見通しが比較的落ち着き、通商関連の進展も見られれば、今年前半はリスク資産の追い風になる可能性があるかとみています。

これらを踏まえ、ソブリン債及びエマージング市場に対して相対的に前向きな見方を維持しています。一方社債に関しては、継続的な新規発行増が需給面での下押し圧力となり、スプレッドの大幅な縮小を困難にするとの見方から、やや慎重な見方を持っています。

## ブレグジットの行き詰まりが英政府を窮地に

その他では、引き続き英国とブレグジットを巡る修羅場に市場の注目が集まり、英国はちょっとした海外の笑いものになりました。

メイ首相の離脱案が議会において歴史的な大差で否決されるなか、メイ首相がEU側から大幅な譲歩を引き出すことは極めて困難であるとみられますが、今月末には代替案の採決が再び予定されています。

メイ首相は離脱案に超党派の支持を得たい考えですが、与党・保守党が自滅の道を歩んでいると見られるなか、野党・労働党は窮地に立たされた首相を救済することはしたくないと見られ、支持を得られる可能性は低いと見ています。

混乱を招く可能性が高い「合意なき離脱」を食い止めたいとの意向を多くが共有していることは明らかであるものの、現状を打破するための解決策は明確ではありません。

今後は一般議員が自らの案及び修正案を提示する権限を持つため、協議はさらに混沌としていく可能性があります。結果として英国政府の統治能力が問われる可能性があるため、先週メイ首相は不信任投票を乗り切ったことは事実であるものの、依然として総選挙の可能性は排除できないと考えています。

EU側から見れば、3月29日の期日を限定的に延期するという選択肢は常にありましたが、第二回の国民投票などを含む、タイムリーな解決策をもたらすためのその後の明確な行程表がある場合に限ってのことです。

最終的にはそのような方向へと向かうかもしれませんが、合意がなく、妥協点も見出せない現段階では、「合意なし」の可能性を完全に排除することはあまりに考えが甘すぎるかみれず、「合意なき離脱」が規定路線であることには変わりがないと言えるでしょう。時間は刻一刻と迫っており、全ての関係者が最初にまばたきする人を待っているなか、妥協点を見出すための

モメンタムを形成するためには、予期せぬハード・ブレグジットの真の脅威が必要となるのかもしれない。

### 潮目の変化が収益機会に

ここ最近のグローバル金融市場の安定には幾らか勇気付けられています。昨年12月はコンピュータが市場を支配しましたが、足元ではファンダメンタルズや価格評価が影響力を取り戻しており、底堅い経済成長や穏やかな政策、通商関連の懸念の後退が今年前半のリターンを後押しする可能性があるともっています。

また投資家は、「パウエル・プット」が存在し、中央銀行が耳を傾けていると見られることに安心感を抱いているとみられ、投資家の押し目買いが促される展開になるとみえています。

中国の経済指標の鈍化は引き続きリスク要因ですが、政策ミスがない限り、中国政府はハード・ランディングを回避するために経済を十分にコントロールすることが出来るとみえています。

その意味で、昨年末の大荒れの天気を経て、空には太陽が姿を現し始め、状況は改善に向かう可能性があります。ボラティリティがなくなると考えている訳ではありませんが、過去数週間で景気後退リスクを巡ってパニックに陥っていた人たちは後悔することになるかもしれません。

昨年10-12月期の価格動向は、「サメのかぞく (Baby Shark)」の歌を3ヶ月ノンストップで聴くことと同じくらい癪にさわるものでした。しかしながら潮目は変わってきているとみられ、これからの収益追求機会を楽しみにしています。ドウドウドウドウドウ。

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（2019 年 1 月 17 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