

## 市場アップデートー2019年2月21日ー

### 貿易のホーキー・コーキー

左足を中に、右足を出して・・・行ったり来たりを繰り返すダンス  
には、合意という解決策が最良でしょうか。



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、米国の President' s Day 祝日に伴う休場でやや短い一週間でしたが、米国株式は上昇基調を維持し、ボラティリティが継続的に低下するなか、米国債利回りは方向感に欠けるレンジ内の動きとなりました。

米連邦公開市場委員会（FOMC）議事録は、国内の経済状況に対する比較的前向きな見方にも関わらず、今後数ヶ月間に亘って政策金利が据え置かれるとの見方を裏付ける内容でした。

一方でバランスシートに関しては、中立の金融政策スタンスと整合的として当初目標とされていた額を大幅に超過する 3.5 兆米ドル近辺に留まるにも関わらず、FOMC が今年後半に量的引き締め（QT）を終了させる可能性が徐々に高まってきております。

QT はこれまで、短期金融市場の相対的な引き締めを促す要因となっていました。今後この状況が反転する可能性があるとの見方から、先週の FOMC 議事録の内容を受けて LIBOR 金利は低下し、FRA-OIS スプレッド（米ドルの金利先渡契約（FRA）とオーバーナイト・インデックス・スワップ（OIS）の金利差）は縮小しました。その点で言うと、金融環境を示す指数は年初時点から継続的に緩和基調にあり、これらの指数は足元で、昨年 1 年間に起きた金融環境の純引き締めの 50% が今年最初の 6 週間ですでになくなったことを示しています。

このような状況は、米国経済の成長に対するブルーベイの前向きな見方や、最終的に米国金利は今年後半に再び上昇に向かうとの見方を裏付けるものです。

### 洗濯機から、石炭に

先週も、貿易政策に関する報道が紙面を賑わせました。特にワシントン（米政府）及び北京（中国政府）が合意に向けて協議を続けるなか、先週は関係者の発言から（3月1日に迫る）合意期限の延長の可能性がほのめかされました。これと同時に、米通商拡大法 232 条に基づく調査報告書がトランプ大統領に提出され、輸入車に対する追加関税の可能性が高まりました。これは欧州連合（EU）、とりわけドイツへの直接的な対決姿勢を示す動きであるとされています。

最終的には他の通商協議同様に、協議の末の合意を予想していますが、米国が過去 18 ヶ月に亘って挑んでいる貿易戦争において勝利を求め続けていることから、このような段階を踏むことは結果として、貿易相手に対する米国経済の成長の追い風になる状況が続くとみています。

また先週は、オーストラリアへの中国の投資に対する様々な規制強化の動きを受けて、中国がオーストラリアからのコークス用石炭輸入を禁止したとの報道がありました（石炭はオーストラリアの輸出の 5% を占めます）。

世界貿易機関（WTO）の存在が置き去りにされがちなか、貿易政策に関連した地政学動向の変動は今後も高止まりすると見られ、通商協議への新参者（単独で臨もうとしている英国など）にとっては非常に困難な環境が続くことが予想されます。

## 英政治の分裂

ブレグジットに関連した話題は、メイ首相が月末までに自らの離脱案への支持を得るために再度行なった呼びかけなどが中心となりました。メイ首相は先週、既に EU 側と合意した案に対する再交渉を始めることなく、焦点となっている「非常措置（バックストップ）」に関して EU 側から補助的な文言を獲得しようと試みました。

そんな中で英政界では、野党・労働党から離党した 8 議員と、与党・保守党を離党した 3 議員の計 11 議員が、中道の独立グループを結成するという新たな混乱が発生しました。今後も離党者が続く可能性もあり、今回結成された中道グループが直近の世論調査で既に 15% 近くの支持を集めていることから、今後数年間で新たな英政界の勢力となる可能性があるかとみられます。

ただし今のところは、そのような野心的な動きはやや時期尚早であるとみており、中道グループを結成した議員の多くが、保守党や労働党の中でもとりわけ EU 残留派のメンバーであることから、短期的にはブレグジット関連の景観を大きく変化させる可能性は低いとみています。

離党によって集まった議員が 30 人以上に膨れ上がった場合には、もっと興味深い進展になると言えるかもしれませんが、現時点では、（ここ数ヶ月間に亘って認識していた）このような動きが、一致団結したアジェンダを掲げる新たな政党へと発展するかどうかを見極める必要があるでしょう。

## 勢いを増すスペインのボックス

その他では、ここ最近のスペインでの政治的進展を注視しています。比較的新しい極右政党「Vox（ボックス）」が足元で支持率を伸ばしており、4 月 28 日に実施されることが発表されている総選挙において右派が勝利すれば、いずれも右派系である国民党及びシウダダノスとともに連立政権を樹立する可能性が高まっています。

ボックスのポピュリスト的なスタンスによって、既にこれらの右派政党はここ数ヶ月間でさらに国家主義的な色を強めてきており、特にカタルーニャに対する姿勢を強めています。

その意味で、仮にボックスがブレグジットの交渉期限延長に同意するために、英領ジブラルタルに関する協議を前提条件として掲げた場合は、ジブラルタルとブレグジット自体がスペインの総選挙がらみの問題となり得るため、懸念材料となりかねません。

それを除けば、スペイン国内のファンダメンタルズは堅固であり、経済状況も他地域を上回っています。ボックスの支持率が 20% を上回らない限りは（現段階ではその可能性は非常に低いとみています）、スペイン政局における中道左派と中道右派による政策は共にファンダメンタルズの更なる改善に寄与し、将来的にスペインの格上げをもたらす可能性があるかとみています。

## リスク資産に良好な環境

ユーロ圏の購買担当者景気指数（PMI）は（わずかではあるものの）幾らか好材料を含みました。ドイツの製造業は依然として弱いままでしたが、ドイツ及びフランスの全体の指数が1月から改善しました。

より広範に見ると、中国の経済指標に底打ちの兆しが見られており、今後数ヶ月で徐々に改善する経済指標や成長懸念の後退、さらに穏やかな政策動向などが市場の支援材料になるとみえています。

一方で、最近ブリュッセルを訪れた際に欧州中央銀行（ECB）の政策の方向性に対してやや懸念を抱きましたが、その後複数の ECB 関係者と話をした結果、新たな長期資金供給オペ（LTRO）の3月の会合での発表が再び現実味を帯びてきたと見られることに安心感を抱きました。

新たな LTRO は欧州の銀行や周辺国の資産にとってプラス材料であり、中国が政策緩和を続け、多くの国で財政政策がより緩和的となり始めていることも踏まえると、全般的にはリスク資産にとって良好な投資環境をもたらす可能性があるかとみえています。

ただし、社債市場に対しては引き続き慎重な姿勢を維持することが適切であるとみえています。社債スプレッドは年初来で縮小していますが、新規発行額は多くありませんでした。

3月は例年新規発行が増える月であり、顧客が投資適格社債に対するエクスポージャーを減らしているという話題があるなか、これら需給面での要因が社債市場全般のスプレッドの更なる縮小に対する強力な逆風要因になるとみえています。

## 今後の見通し

今週は、英議会の採決の行方に市場参加者の注目が集まるでしょう。しかしながら現時点では、このような動きが重要な意味を持つ可能性は低いとの見方を維持しており、ブレグジットのカウントダウンは期限が迫ることで熱を帯びる3月に突入することになるとみえています。

ECBは3月7日の会合までブラックアウト期間に入り、その他の地域でも経済指標の発表予定も比較的少ない期間に入っています（ただし一部政府機関閉鎖による影響で滞っていた指標の発表が相次ぐ米国のみ例外です）。それ以外では、貿易絡みの報道を受け、勝者と敗者を見極めようとする動きが続くでしょう。特に欧州の自動車セクターに対する懸念は、ユーロが1ユーロ=1.10米ドルまで下落する可能性があるとしてブルーベイが予想する根拠となっています。

一方中国に目を向けると、米国との通商合意がもたらされた場合、より多くの米国製品が買われることで、他地域の製品の売り上げは落ちるとの予想が最も妥当であると考えています。先週のまとめとしては、「米国のダイエット・コーラ（Diet Coke）が売れ、オーストラリアのコークス用石炭（Coking Coke）は売れなくなる」といったところでしょうか。ただしこれらは全て、交渉戦略として行ったり来たりを繰り返すダンスのように何だかみえてしまいます。まるで全員が、「貿易の Hokey Cokey（ホーキー・コーキー；リズムに合わせて体の部分を動かすダンス）」を踊っているかのようです。

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となります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシ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2月21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