

市場アップデート – 2019年4月26日 –

米国優位性

ここ最近発表された経済指標や穏やかな政策動向などを踏まえると、強い米国経済というメッセージは当分変わることがなさそうです。



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

今週は、堅調な経済指標及び穏やかな政策動向を背景に米国株が過去最高値を更新し、市場では「American Supremacy：米国の優位性」というテーマが徐々に強まっています。

堅調な米経済

2019年1-3月期の米GDPの発表を控えるなか、主に消費者及び労働市場に関連した指標が追い風となり、アトランタ連銀のナウキャスト予想は前期比年率+2.8%増まで上昇しています。

米国経済のアウトパフォーマンスは、為替相場におけるここ数日間の米ドル高基調の高まりにもつながっています。ここ最近、主要な通貨間でのボラティリティが低下していたことから、為替は市場の注目の的ではなくなっていました。グローバル経済の回復傾向は今後のグローバルに足並みをそろえた成長へとつながることが期待されながらも、現段階では米経済がやや突出した位置にあり、今後米経済指標でポジティブなサプライズが続けば、米ドルが一段の上昇を見せるリスクも浮上する可能性があります。

ただしこのような展開にも関わらず、米国債利回りは今週も低下し、その意味では、市場参加者が米連邦準備制度理事会（FRB）のハト派寄りの姿勢に関する更なる確証を得るために、落ち着いた物価圧力に関する証拠を求めているように見受けられます。

学術的には、景気拡大期の現段階で、インフレ率に明確な上昇の兆しが見られないことは、次の景気後退局面においてインフレが継続的に目標を下回り続けるリスクがあると言われていいます。確かに一理あると考えますが、そのような考えに従って利下げをし、需要をさらに喚起することでインフレを創出することが賢明であると結ぶことは、金融政策に対してやや向こう見ず、かつ極端な発想であると考えており、成長率が長期の潜在成長率を着実に上回っていると見られる現段階においては、適切ではないと考えています。

景気拡大局面での利下げ

これに関して言えば、米政策担当者との実際の会話でも、過去の利上げサイクルを振り返り、とりわけ景気拡大の只中にあった1995年半ば、18ヶ月に亘って300bpsの利上げを行い、政策金利が6.0%に達した際に、米連邦公開市場委員会（FOMC）が利下げを行った事実が焦点が当たったことがあります。

この出来事は、足元の経済の拡大局面においても利下げが可能であることを示唆するとも取れますが、実質金利は1995年当時と比較して足元で300bps近く低い水準にあることを念頭に置く必要があるでしょう。また、1995年の利下げの前の6ヶ月間において、米GDP成長率

はそれ以前 12 四半期の平均と比較して 2%以上も減速しました。これらはいずれも、今日では想定しづらい状況であると考えます。

対照的に、GDP 成長が（前回の FOMC における 2019 年の成長予想である 2.3%を大幅に上回る）3%を上回る展開となり、コアインフレ率が 2.5%を突破してくれば、それに伴い利上げが行われる可能性もあるとみています。過去数年間を見ると、4-6 月期は 1-3 月期を上回る成長を見せる傾向が続いており、インフレ動向は、現状は比較的落ち着いていると見られる一方で、成長に関する見通しは可能性として排除できないとみています。

欧州では…

直近の米国の経済指標とは対照的に、欧州では引き続き経済指標が弱含んでいます。今週発表された IFO の指数では、製造業及び自動車セクターのアンダーパフォーマンスが継続していることが確認されました。

来週発表が予定されているユーロ圏の経済指標に関してはややポジティブな予想をしているものの、成長がグローバルに足並みを揃えることに関しては依然として証拠不十分であり、現状では米国の優位性が際立つ状況となっています。

ユーロ圏のその他の地域では、ギリシャの 2018 年のプライマリー・バランスが 4.4%の黒字と市場予想を大幅に上回り、市場に安心感をもたらしました。ブルーベイでは、ギリシャの財政上の変革は依然として完全に市場及び格付け機関に織り込まれていないとみており、ギリシャ国債のスプレッド縮小に対する確信を維持しています。

今週は、金曜に控えた大手格付け機関 S&P によるイタリアの格付け見直しを背景に投資家の警戒感が広がるなか、欧州周辺国国債のパフォーマンスがやや弱含みました。今回の S&P によるイタリアの格付けの見直しは、BBB 格で変更なし、もしくは BBB-への格下げ及び見直しを安定的に引き上げ、のいずれかの結果になると予想しており、今後当面の間は、イタリアの投資適格級が圧力にさらされる可能性は非常に低いと考えています。

その他の地域では…

今週はイースター休暇を挟んだやや短い取引期間となり、社債市場においては特筆すべき材料はなく、4 月初めからのスプレッドの縮小基調には小休止が見られました。

米ドル高基調となったことに加え、アルゼンチンで、10 月に控えた大統領選の直近の世論調査で、現職のマクリ大統領が決選投票でフェルナンデス前大統領に敗れる可能性が浮上したことに伴う警戒感から、アルゼンチンの CDS スプレッドが 1,000bps を上回って過去最高水準に達する展開となり、結果としてエマージング (EM) 資産が軟調となりました。仮にフェルナンデス前大統領が再び当選した場合、更なる支援パッケージ及び海外投資家による損失負担が必要となるリスクが高まるとみています。このような展開は、現段階ではメイン・シナリオではなくテール・リスクであるとみていますが、ここ最近の EM 資産の堅調なパフォーマンスを踏まえ、トルコ及びアルゼンチンからの逆風要因が今後の一段の上昇の妨げになりかねないとの見方から、今週に入って EM 市場に対するエクスポージャーを削減しました。

今後の見通し

今後数日間は、1-3月期の成長及びインフレに関連した経済指標が市場の注目を集めるとみられています。また日本では、天皇退位及び新天皇即位を祝う10日間の祝日を控えており、特にこれほど長い休暇に慣れていない日本の投資家によるポジション調整があることも予想されます。

しかしながら、このようなノイズ越しに市場を俯瞰すると、堅調な米国経済というメッセージは当分変わることがなさそうです。米国では、まるで太陽が輝き続ける運命にあるかのようです。

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。

エマーゼンソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーゼン社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーゼン総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーゼン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（2019年4月26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