

## 市場アップデート – 2019年5月17日 –

### 質への逃避に伴うビットコインの上昇は、市場の非合理性の証



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

あたかも安全資産であるかのようなビットコインの動きなど、市場には困惑し頭をかいてしまうようなことがあふれています。

#### 質への逃避、再び

先週の市場では、貿易戦争懸念が再びグローバル経済の成長鈍化に対する警戒感を煽り、投資家が質への逃避傾向を強めるなか、米国及びドイツ国債利回りが年初来の最低水準まで低下しました。米中が関税に関して早期に妥結する可能性が後退するなか、何らかの進展がもたらされる可能性があるとして、市場参加者は6月末のG20の場でのトランプ米大統領及び習近平国家主席の首脳会談を待っているとみられます。

しかしながら、欧州に適用されると懸念視されていた自動車への関税発動が延期されことは、苦しい一週間となった先週において幾らか好材料となりました。その意味で、グローバルの貿易は一連の問題の積み上げによって荒廃しないという期待感が再び広がったほか、先週トランプ氏がセキュリティ面での懸念を理由にファーウェイを米通信市場から排除する制裁を決定したことにも、ここ最近の言動を踏まえるとそれほどの驚きはなかったと言えます。

その他では、ペルシャ湾岸地域での地政学リスクの高まりも市場のリスクオフをもたらす要因となりました。サウジアラビアの石油タンカーが攻撃されたとの報道を受け、サウジ及び同盟国はテヘラン（イラン政府）へとその矛先を向け、根深い相互不信及び疑心暗鬼が存在する同地域において、再びやや強硬な発言が相次いでいます。

より明るい話題としては、米国の住宅関連指標が底堅さを示し、悪材料に出尽くし感が広がるなか、週後半に掛けて市場には回復の兆しも見られました。S&P500種指数は週前半の下落幅の大半を取り戻し、一時20を超える水準まで上昇していたVIX指数も、週後半に再び15近辺まで低下しました。

#### 通商関連の話題はトーンダウンへ

このような市場のノイズを見渡せば、今後数週間は通商関連の報道がややトーンダウンするとの期待を持っています。経済及び金融活動により甚大な混乱をもたらしかねない敵対行動の先鋭化は、米国及び中国の両方にとって得るものがほとんどないとみえています。トランプ氏の目下の関心は2020年に大統領に再選することであり、そのためには米国経済が今後18ヶ月間は堅調さを維持する必要があります。実情としては、中国製品に対する現状の関税は米国のGDPを0.1%程度落ち込ませるに留まり、ほぼ同等のインフレ上昇がもたらされるとみえています。仮により広範な中国製品に高関税が適用された場合、影響はより大きくなるでしょう。ただしブルーベイでは、最終的に米国経済には外需よりも内需が与える影響が大きいとみており、雇用増や賃金上昇、減税、消費者の堅固なバランスシートの全てが、今後数四半期の米消費に対する前向きな見方を下支えすると考えています。

## 利下げの可能性

したがって、米経済成長及び米連邦準備制度理事会（FRB）に対する見通しに大幅な変更は加えておらず、2019 年末までは政策金利が据え置かれる可能性が高いものの、引き続き FRB の次の金融政策は利下げではなく利上げになるとみています。米国の金融状況は引き続き緩和的であるとみており、先週の国際通貨基金（IMF）会合では、米金融状況が 2006 年以来で最も緩和した状態にあることを示す興味深い分析もありました。株価が反発しているなか、米連邦公開市場委員会（FOMC）が、足元で市場が織り込む今年中の利下げを行う必要性はほとんどないとみています。

ブルーベイでは、仮に利下げがあるとすれば、S&P500 種指数が 2,600 を下回る（つまり今年のリターンがマイナス圏入りする）場合か、米 GDP 成長が 1%に落ち込む場合、もしくはインフレ率が 1.5%を下回り、その水準で落ち着く場合のみであると考えています。これらの条件はいずれも今後少なくとも数ヶ月以内には起こらないとみており、インフレ率が概ねターゲット近辺にあるなか、2019 年の米 GDP 成長は 3%近くになると予想しています。

## イタリアのボラティリティ

欧州では、ただでさえリスク資産に圧力が掛かっていたタイミングでの、イタリアのサルビーニ副首相の発言がイタリア国債の軟調なパフォーマンスにつながりました。今週に控えた欧州議会選を前に、サルビーニ氏は自らのポピュリスト的な資質を誇示しているとみられ、財政規律を重んじるよりも、成長や雇用の伸びを重視することの重要性を強調しています。イタリア 10 年国債のドイツ国債に対するスプレッドは先週、275bps 以上に拡大しました。ただしイタリア国債の利回りの絶対水準を見ると、それほど大幅な動きとはなっておらず、スプレッド拡大の主因としてドイツ国債利回りの低下が与える影響が大きかったと言えるでしょう。ドイツ国債市場では既に 75%近くの債券利回りが欧州中央銀行（ECB）の預金金利を下回る水準で取引されています。

ブルーベイでは、サルビーニ氏及び同氏率いる「同盟」議員は、資金調達コストの上昇は需要喚起のために財政出動をする余地を縮小するとの見方から、スプレッド水準が重要であるということ十分に理解しているとみています。ブリュッセル（EU）との間で予算を巡り衝突することは避けたいとみられ、今週の欧州議会選が終われば、発言は次第にトーンダウンしていくと予想しています。さらに、イタリア国民の十分な支持がないことから、今後数年間で EU 崩壊及びイタリアの EU 離脱に至るリスクは極めて低いとの見方を維持しています。

イタリア国債のスプレッドは多くのエマージング（EM）国債のスプレッド水準を上回っていることから、バリュエーションは魅力的であるとみています。また、政策金利が当面低位に留まり、ECB がハト派寄りの姿勢を維持するなか、今後数ヶ月間はイタリアの信用格付け及び対 GDP 負債比率が概ね安定的に推移するとみています。

実際ユーロ圏では、「日本化（Japanification）」の傾向が日増しに強まっており、そのような展開は過去、株式市場には試練を与えたものの、クレジット債の投資家にとっては良好な投資環境をもたらしてきました。またこのような展開により、利回りを追求する投資家は利回り目標を達成するためにリスク積み増しを余儀なくされるとみられ、イタリア及びギリシャのスプレッド縮小を促す一因になるとみています。

## ハードかノーか

一方英国では先週、メイ首相が退陣にまた一步近づきました。足元では、メイ首相の辞任及び保守党の党首選が6月に行われる可能性が高まっており、来週の欧州議会選を前にした世論調査でナイジェル・ファラージ氏率いる「ブレグジット党」の支持率が伸びているなか、メイ首相の後任はより断固とした「離脱派」の人物になる可能性が高いとみられます。

既存の離脱案が議会で可決される可能性は非常に低いとみており、同様に EU が新たな保守党党首と新たな交渉への道を開く可能性も低いとみています。したがって、今後の道筋として、「ハード・ブレグジット（合意なき離脱）」もしくは第二回の国民投票となった場合、「ノー・ブレグジット（離脱なし）」のいずれかの可能性が高まっているとみています。ただし後者は、総選挙を経て労働党が勝利しない限りは可能性が低いシナリオであるとみています。しかし、それらはいずれも多くの人々が現段階で想定しているよりも可能性が高いかもしれせん。

## ノイズを聞き分ける

現状を整理する上で、市場のノイズを選別し、ツイッターの最新のヘッドラインを追って過剰取引の罠に陥らないよう意識することが重要であると考えています。そのような取引は、確実にパフォーマンスを失うことにつながるとみており、ブルーベイでは、独自の分析によって裏付けられた確信度の高い見通しに基づいてリスクを取る、というアプローチを引き続き心掛けています。そのような、いかり（アンカー）となる根拠なしでは、上下変動の激しい荒れた市場の中でコースから外れてしまいやすくなるでしょう。最終的には、投資するいかなる資産クラスにおいても、価格のトレンドを決定付ける要因は需給面よりもファンダメンタルズ要因であると考えています。

短期的にボラティリティが高まる局面で、市場は非合理的な動きをしがちな傾向にあります。そして先週、あたかも安全資産であるかのように30%近く上昇したビットコインの動きは、市場の非合理性の証であったかもしれません。ただし、ビットコインの動きのみならずとも、困惑し頭をかいてしまうようなことは最近の市場にはあふれています。「Donald J. Trump」とブランド名が印字されたネクタイにはメイド・イン・チャイナと書かれていたことにも困惑してしまいました。

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5月5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