

市場アップデート – 2019年5月24日 – 投資家にとって喜ばしいとみられるメイの終わり

今月も終わりを迎えようとするなか、一人の首相が辞任しました。ブルーベイでは、英ポンドの下落に備えています。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

先週も、米中の通商関係に関連したネガティブな発言がリスク資産の下押し圧力となりました。通商合意への期待感が後退し、報復措置が硬直状態の長期化を招くことで、中国の成長見通し及びグローバル貿易の足かせになるとの懸念が広がっています。

華為技術（ファーウェイ）に対する輸出禁止の措置は、5G インフラ網の展開において同社のアクセスを制限する域を超え、テクノロジー関連及び経済覇権を巡る新たな冷戦とも言える両国の関係をより如実に物語るものでしょう。

東西の力関係が上下する

北京（中国政府）は、過去数年間に亘って中国寄りに傾いていたバランスを取り戻すためのワシントン（米国政府）の意図を誤って汲み取ったとみられ、妥結に向けての歩み寄りを撤回し、太平洋を挟んだ両国からのより断固とした発言が相次いだ今となっては、中国側が再び話し合いの場に戻ることは困難になっているとみられます。

このような展開が及ぼす影響を精査すると、原則的には中国経済にとってより下方リスクが大きいと考えられます。しかしながら、高関税及び対外需要の鈍化による悪影響を吸収するため、中国当局が国内政策の緩和を続ける可能性が極めて高いことも事実です。中国の緩和策はここ数ヶ月に亘り市場のテーマとなっており、既に 2018 年に減速した中国経済の安定化に寄与している兆しがみられます。

今後更なる金融及び財政緩和策が導入される可能性が高いとみられますが、中国経済にとってプラスよりもマイナスが大きくなることを踏まえ、中国政府が 1 米ドル=7.0 元を下回る人民元安を容認する可能性は低いとみています。

一方ブルーベイでは、中国との通商問題が米国経済の成長に与える影響についてはやや楽観的な見方を維持しています。雇用及び投資が北米に回帰する傾向は引き続き見られており、関税に関しても、米 GDP に対するマイナスの影響はごくわずかであるとみているほか、同等もしくはそれを上回る価格の押し上げ効果により、名目 GDP に対する影響は概ね限定的になると予想しています。

昨年 10-12 月期に見られた通り、より広範なグローバル経済の成長減速はリスク要因となりかねませんが、アジア及び欧州の政策担当者に成長を下支えするための政策緩和の準備があることを踏まえ、米国からの政策的措置は必ずしも保証されないとみています。仮に利下げがあるとするれば、米 GDP 成長が 1%に落ち込んだり、インフレ率が 1.5%を下回ったり、

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）といった状態が数ヶ月に亘って続く場合のみであるとみています。

現段階ではいずれも可能性が低いとみており、テール・リスクは常に存在するものの、米消費者の力強さや住宅建設及び投資の加速、さらに緩和的な財政及び金融政策の全ての要因が相まって、トレンドを上回る米経済成長の継続を下支えするとの見方を強調したいと考えます。さらに、米国の環境は今年初めと比較して大幅に改善しているとみられ、米連邦準備制度理事会（FRB）が政策に関して様子見モードを維持するなか、辛抱強さを維持するためのあらゆる理由が揃っていると考えています。

今週再びワシントン DC の政策担当者を訪問する予定となっていますが、現段階では差し迫った景気減速に関連したいかなる話題にも非常に懐疑的な目を向けており、米経済は非常に健全な状態にあるとの見方を維持しています。おそらく米経済の健全さ自体が、トランプ米大統領が今回の協議で中国側に譲歩する意思がないことの背景であると考えています。

欧州には政策ツールが残されている

欧州では、再び購買担当者景気指数（PMI）が弱含みしました。実体経済に関連した指標は比較的堅調であるにも関わらず、ドイツの製造業の低迷が先行き見通しに影を落としておりとみられます。

次回の欧州中央銀行（ECB）会合を迎えるにあたり、ドラギ総裁はハト派寄りの姿勢を強調するとみています。さらに ECB が、（銀行の超過準備の一部にマイナス金利適用を免除する）預金金利の階層化導入に踏み切る可能性があるかとみています。いかなるフォワード・ガイダンスにおいても、実質的に ECB がこの先 5 年近くに亘り政策金利の据え置きを予想していることが示唆されているなか、銀行が顧客に転嫁することの出来ない、超過準備に対するマイナス金利を通じた銀行への課税はますます自滅的な政策に見え始めているためです。

またドラギ総裁は今回の会合で、ECB の政策ツールキットにおいて ECB が導入する準備のある新たな政策手段を示唆する可能性があるかとみています。例えば銀行証券を含む形での資産購入プログラムの再開などが候補として予想されるほか、日本式のイールド・カーブ・コントロールも可能性としては排除できないとみています。ここ数年間を振り返ると、結局のところ ECB は、日銀の手法に追随することに長けていると言えるでしょう。

欧州市場において忍び寄る「日本化」を振り返ると、利回り曲線のフラット化及びスプレッドの縮小の傾向が見られていると言えます。これは欧州周辺国市場にとって良好なニュースであり、欧州議会選に向けた騒がしい言動を背景としたここ最近のスプレッド拡大を経て、この夏を通して再びスプレッドは改めて縮小に向かうとみています。

負のスパイラルに陥るメイ氏

その他では、引き続き政府のお粗末な状態が英国に影を落としました。かたくなに権力に固執しようとし、論理に鈍感なメイ氏の、首相としての無秩序な最後の数日は、辞任の末に新たなリーダーに後進を託す時がきたことを示唆するものでした。

6 月 7 日のメイ首相退任とともに、EU との離脱合意案に対して残されていた望みも失われていくとみられます。メイ氏の後任はより断固とした離脱派の人物になるとみられ、ブリュッセル（EU）が再交渉を行う意欲も低下するとみられます。したがって、今後数週間において

「ハード・ブレグジット」に向けた動きは勢いを増す可能性があるともみています。結果として英ポンドに更なる下押し圧力が掛かる可能性があり、EU 離脱を巡る国民投票後の最安値を突破するとの見方を維持しています。

しかしながら、現状の議会構成を踏まえると、保守党は過半数を確保しておらず、多くの保守系議員が依然 EU 残留にコミットしていることから、新たな首相は「ハード・ブレグジット」を議会を通すことに苦戦する可能性があります。結果として、新首相が議会での勢力拡大を狙い、解散総選挙に踏み切るリスクがあるとみています。仮にそうなった場合、年末までにコービン氏の労働党政権が誕生する可能性は十分にあるとみています。

そのような展開となった場合には、英ポンドに下落リスクがあるとみられることと同様に、英国債利回りにも上昇リスクがあるとみています。したがって、足元で英国金利及び英ポンドの水準は 2016 年の国民投票時からほとんど変化していない状態となっているものの、英ポンド及び英国金利のショート・ポジションを維持することが賢明であるとみています。ブレグジットの結末は年末までに明らかになるとみられることから、このようなブルーベイの見方が実現する時期も早々に訪れるとみています。

投資環境を見渡すと、5 月は例年変動が激しく、時としてパフォーマンスに苦戦する月となる傾向にあることは明かです。しかしながら、貿易摩擦の先鋭化がこの夏を通しての継続的なテーマになるとはみておらず、対立は沈静化に向かうとの期待感をもっています。ダウンサイドのリスクは依然として存在するものの、(S&P などの) リスク資産には下支えがあるとみています。

欧州周辺国には引き続き投資妙味

ただし複数のエマージング国は困難な状況を抱えており、中でも経済的及び財政的懸念が深刻化しつつあるトルコは、CDS スプレッドが 500bps を上回り、深い穴へと転落しつつあるとみています。社債のスプレッド水準は概ね正当な状況にあるとみており、今後更なるスプレッド縮小には苦戦するかもしれません。ただし、リセッションのリスクは低く、金融状況も緩和的であるなか、継続的な技術革新によって試される小売などの一部セクターを除いては、デフォルトが加速する状況も想定しづらいとみています。

その意味で、米国債利回りが低位に留まり、ユーロの主要債券利回りがキャッシュ利回り以下となっている環境下においては、資産配分の担当者の主要テーマは引き続き利回り追求であり、利回りを確保する最も魅力的な市場は欧州周辺国であるとみています。目先大変な仕事が待ち受けていますが、少なくとももうすぐ「メイ (May)」は終わりを迎えます。

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24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