

## 市場アップデート – 2019年5月31日 –

通商協議はエベレストを登り、リスク上昇で酸素は薄く

インフレが引き続き不在のなか、米中通商協議は難航し、ブルグジットには解決の兆しが見られないなど、リスクは上昇し始めているとみられます。



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、投資家の質への逃避傾向が加速するなか、米国債利回りの低下基調が続きました。足元では、貿易摩擦に伴う下方リスクが、米連邦準備制度理事会 (FRB) の利下げにつながる可能性があるとの見方が広まっています。

先週ワシントン DC で行った複数の政策担当者とのミーティングでは、米中関係が早期に解決に至る可能性は低く、今後 25%の関税税率が、例外及び除外製品はあるものの、適用される可能性があるなか、両国間の緊張はさらに高まる可能性があるとの明確な見方があることが浮き彫りとなりました。

このことが米経済成長見通しに与える直接的な影響は限定的であるとみられますが、むしろ問題は、これらがセンチメントにどのような影響を及ぼし、その結果として今後ビジネス投資にどのような影響を及ぼしかねないかということであると考えています。

4-6 月期及び下半期の米 GDP 成長率は 2%を上回るとみられ、先週面会した政策担当者は早期の利下げには懐疑的な目を向けており、FRB が行動を起こすためには、例えば 9 月頃に、景気減速のより確たる証拠が必要になるとの見方を示していました。

### パウエル要因

またパウエル FRB 議長に近い人物は、同氏が 2020 年の次期大統領選まで政策金利を据え置くことを選好しているとの見方を示すとともに、仮に S&P500 種指数が 2,600 を下回る水準まで米国株が下落した場合や成長が 1%程度に鈍化した場合、インフレ率が 1.5%を下回った場合や対ユーロで 1.05 まで米ドルが上昇した場合などには同氏が何らかの行動を迫られる可能性があるともみていました。

これとは別に、FRB は今週、金融政策の枠組みに関するアプローチ変更の可能性を協議し始める可能性があるともみられます。具体的には価格水準に目標を設定することや、平均インフレ目標を設定するよう動く可能性があるともみています。

このような協議は数年とは言わないまでも数四半期に亘って続くと予想しますが、明らかであるのは、多くの当局者がインフレが存在しないことにやや困惑しており、高成長及び巨額の財政緩和が価格にほぼ何の影響も与えていないことに対して疑問を投げかけていました。

確かに、今の状況でインフレが見られないのであれば、果たしていつ現れるのか、という問いや、米国が、日本やユーロ圏を襲ったディスインフレの呪いの新たな犠牲者になるのだろうか、との疑問は存在するでしょう。

これらに対して素早く回答することは困難であるものの、比較的影響力を持つとされるウィリアムズ氏やエヴァンス氏、クラリダ氏、ブレイナード氏などのFRB高官をよりハト派寄りの方へと導く可能性はあるとみています。

6月の次回米連邦公開市場委員会（FOMC）では、ドット・チャートから更なる引き締め見通しが削除されるとみられています。ただし、仮に利下げをほのめかした場合、トランプ大統領などからの批判は、何のために先送りにするのか、ということに集中するとみられることから、今回の会合で利下げをほのめかす可能性は低いとみています。

### 現場での見方は前向き

これら全てを踏まえながらも、先週行ったミーティングはいずれも成長に対する前向きな概観や、2020年を通してリセッションに陥るリスクは非常に低いということを示唆する内容でした。先週発表された消費者信頼感でも確認された通り、米消費者は力強さを維持しています。

これらを踏まえれば、既に9月の利下げや、来年末までの3回の利下げが概ね織り込まれている米金利市場には、極めて過度なダウンスайд・リスクが織り込まれていると考えています。

ブルーベイでは現段階で、2019年中は政策金利が据え置かれるとの見方を持っており、金利のショート・バイアスの背景となっていますが、先週は株式市場に関連したより全般的な警戒感や質への逃避傾向の加速を背景に、アクティブな金利リスクのポジションを削減することとなりました。

通商協議の決裂は、中国の経済成長により甚大な影響を及ぼすと見ており、実際に1-3月期に反発していた成長の勢いは、4-6月期に再び減速しているようです。中国当局による更なる緩和が必要となりますが、北京（中国政府）は人民元が米ドルに対して1米ドル=7.0元を突破して下落することを食い止めた意向があるとみられます。これは、より広範なミスパイスにつながり兼ねない、ある種譲れない一線としてきた水準であるためです。

足元では、中国側が事態の進展とホワイトハウスの変化を待たされている状態であるとの認識があるかもしれませんが、北米自由貿易協定（NAFTA）に関しては極端なタカ派であったトランプ米大統領が、中国に関しては、政権内でも最もハト派寄りであることも特筆すべきでしょう。

より一般的に言えば、このような環境はエマージング資産にとって困難な投資環境をもたらす可能性があります。ファンダメンタルズが脆弱で、外的影響を受けやすい銘柄に対して、堅固なファンダメンタルズを有する勝ち組を選別することで、相対価値に基づく投資が功を奏する可能性もあるでしょう。

### 欧州に目を向ける：選挙戦術

欧州議会選挙の結果を背景にイタリア資産が圧力下に置かれました。選挙結果を追い風と捉え、「同盟」党首のサルビーニ副首相が欧州連合（EU）に対して対立姿勢を強めるとの見方

や、「同盟」が今年末に掛けて総選挙の可能性を視野に入れ始めたとの懸念が広がりました。ただしブルーベイでは、サルビーニ氏がイタリア国債の更なるスプレッド拡大を望んでいないほか、EU側もこれ以上の悩みの種は望んでいないとみています。したがってEU側が、一部で囁かれている過剰財政赤字是正手続き（EDP）を経て、イタリアに罰金を課すような状況を誘発する可能性は低いとの見方を維持しています。

一方、ギリシャで解散総選挙が行われることは、同国の信用にとってポジティブであると捉えることが出来るでしょう。世論調査において、「新民主主義党」の支持が伸びているためです。

実際にギリシャ国債のスプレッドは先週縮小基調となりましたが、より一般的に見ても、EU崩壊のリスクが低いなか、主要金利が低位に留まり、欧州中央銀行（ECB）がハト派姿勢を維持している環境は、今後も欧州周辺国債の支援材料になるとみています。

ブルーベイでは、ギリシャ及びイタリア国債に対して、中期的な目線で比較的高い確信度を維持しています。

## ハード・ブレグジット対第二回国民投票

英国では、保守党の党首選を巡る争いはやや予測のつかない状況となっていますが、ジョンソン氏であれ、ラーブ氏であれ、強硬離脱派の人物が最終的に保守党員の支持を集める可能性が高いとみています。

ただし、献身的な「残留派」の保守党員から、フィリップ・ハモンド氏など複数の党員がそのような選択肢を承認することを拒む可能性があるともみており、結果として解散総選挙が行われる可能性は高いとみています。

したがって、保守党による「合意なき離脱（ハード・ブレグジット）」、もしくは国民投票の再実施及び労働党主導の連立政権による「離脱なし（ノー・ブレグジット）」のいずれかに至る可能性が高まっているとみており、その点において、欧州議会選挙で大敗を喫した労働党はそのような立ち位置を認める方向へ近づいているとみています。このような見方を背景として、ブルーベイでは、英国債及び英ポンドに対する弱気な見方を維持しており、最終的なブレグジットの結果を待つなか、辛抱強さが要求されるポジションであると考えています。

## 今後の見通し

先週のワシントン DC 訪問は、より慎重なグローバル経済の見通しについて熟考するきっかけとなりました。米国経済の成長については引き続き前向きな見通しを持っているものの、それ以外の地域はそれほど安定しておらず、貿易面に関しても、米中関係が冷戦状態のような足並みを辿る兆しも見られているなか、妥結と比べると緊張がさらに高まる可能性の方が高いとみられます。

このような見方が、早期にもたらされるとは考えづらい米中の妥結をコンセンサスとして求めている株式市場に混乱をもたらす可能性を懸念しています。

このような株式市場の下方リスクの高まりを踏まえ、ポートフォリオでは金利のショート・ポジションを削減するに至りました。また社債市場及びエマージング市場に対しては引き続

き慎重な見方をしており、足元で最も確信度の高いポジションは欧州周辺国のイタリア及びギリシャ国債となっています。

貿易摩擦が一段階上へと動いたことは多くにとってサプライズであったと見られ、先週面会した経験豊富な政策担当者のいかに多くの人が、現段階で後へ引き、状況を変えるための明確な道筋を持たないながらも、事態が向かっている方向に対してただ狼狽しているとみられたかも注目に値すると思います。

エベレスト山頂の大渋滞に苦しむ登山者の深刻な状況を、計画及び見通し不足であるとして同情する声も聞かれるなか、市場参加者の一部は、今後自らコントロールできないとも見える力にさらされる可能性があるかもしれません。

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