

市場アップデートー2019年6月28日ー

G20ではキモノの二の舞を避けたい市場

G20で成果を出すためには外交の手腕が問われますが、貿易面での前向きな進展はリスク資産の上昇を促すかもしれません。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者（CIO）

先週の金融市場では、主要金利の動きに大きな変動はありませんでしたが、G20会合を週末に控え、トランプ米大統領による中国への追加関税延期や、通商協議の再開に対する期待感が高まるなど、前向きなトーンが投資家のリスク選好の下支えとなりました。

新疆ウイグル自治区の強制収容所における中国人権問題を批判する、ペンス副大統領による厳しい演説の予定が中止されたことも投資家の楽観的な見方の下支えとなつたほか、ムニユーシン財務長官やロス商務長官などの人物が、中国側との交渉再開や、米中が妥結に至る可能性への期待感を示したことでも投資家心理を押し上げました。ただし、予測不可能な米大統領の人間性を踏まえると、G20がどのような展開となるかについては明らかな不透明感が存在しているとみています。

ブルーベイではこれまで、米国側が経済の下方リスクを増幅させるような結果は望んでいないと予想してきました。このことは、今後数ヶ月間において米国側が妥結を目指す意思がある可能性を示唆する一方で、現状米連邦準備制度理事会（FRB）がトランプ氏の意向に沿ってよりハト派な金融政策を実行する可能性が日増しに高まっているとみられるほか、米国経済が依然として概ね堅調で、S&P500種指数も最高値圏にあるなか、米政権にとってプレッシャーはほとんどない状態にあるように見受けられることも事実です。

同時に、北京（中国政府）にとっても米国の圧力に屈することは避けたい意向があるとみられ、結果として、追加関税は一旦保留とされるものの、通商協議は夏場を通して長期化するという膠着状態に至る可能性もあるとみています。

データはリセッション・リスクが低いことを示唆

貿易以外の話題としては、先行きを示すとされる購買担当者景気指数（PMI）が米製造業セクターの今後の弱含みを示唆しているとも取れる内容でしたが、その他の経済指標は米経済が概ね良い状態を保っていることを示しているようでした。

米耐久財受注統計ではコア資本財の受注が、基調的な米事業投資は堅調なペースを維持していることを示唆したほか、より先を見据えると、今後数四半期において、トランプ氏の貿易政策がグローバル投資を米国へと向ける役割を果たす可能性があるとみています。

とりわけソフトウェア関連の投資は底堅く、今後長きに亘って生産性の向上及びGDP成長をもたらす要因になるとみています。

これらを踏まえ、ブルーベイでは引き続き米経済のリセッション・リスクは低いとの見方を維持しています。G20 が追加関税や協議の決裂につながった場合、多くの市場参加者が一目散にグローバルな景気後退見通しに便乗する可能性あり、リスク要因となり得るもの、現段階ではそのようなシナリオから実際に恩恵を受ける者がいるかどうかは不透明で、比較的の可能性の低いシナリオであると考えています。

EU の協議は具体化せず

一方欧州でも、政策担当者が主要ポストを巡る交渉に動き回っており、こちらも週明けには見通しがよりクリアになるかもしれません。

過去の経験上、現段階において合意に至っていないという状況は、最終的に妥協候補者を指名する結果になる可能性が高いと考えられますが、様々なポストがどのように高官たちの間で取引されるのかについてはかなりの不確実性が存在しています。

(金融政策に関してタカ派とされる) バイトマン氏などの人物が次期欧州中央銀行 (ECB) 総裁に指名された場合、ややネガティブな市場の反応が予想されますが、ブルーベイでは、ECB 総裁のポストがフィンランド人もしくはフランス人の人物に明け渡される可能性が高いとみています。その他では、マリオ・ドラギ ECB 総裁のシントラでのスピーチを振り返れば振り返るほど、「スーパー・マリオ」がその任期を終える前に、ECB は追加緩和策の実施へと向かう可能性が高いとの見方を投資家は深めていることでしょう。

現段階では、ECB による 10bps の追加利下げの可能性が高いとみています。広範な市場予想通り、FRB が 7 月の会合で利下げを行った場合は特にその可能性が高いと言えるでしょう。また ECB の利下げには必ず「階層金利」の適用が伴うとみられます。これまで ECB が「階層金利」の導入に踏み切らなかった唯一の主張として、ユーロ圏におけるマイナス金利の適用は短期的な現象に留まるとの考えがありました、今となっては明らかにそうではなくなっているためです。

一方で、ECB が保有する債券の議決権を放棄することができるかもしれないとの提案は、国債などを購入する PSPP や社債を購入する CSPP プログラム再開への道を開く可能性があります。

ブルーベイでは、このような量的緩和 (QE) 策の方が、利下げよりもポジティブな影響をもたらす可能性が高いとみています。政策金利をより一層マイナス圏に引き下げる事が、通貨ユーロの減価くらいは招いたとしても、それ以外では多くの効果をもたらすかどうか、未だ確信が得られないためです。

ただし、よりハト派な ECB の姿勢が、引き続きユーロ圏のスプレッド資産の支援材料になるとみられるることは事実で、とりわけバリュエーションの観点から見れば、引き続きイタリア及びギリシャが突出して魅力的な投資対象であると考えています。

ブレギットは夏休み突入？

英国では、政治情勢が夏場に掛けて落ち着きを見せそうです。与党保守党党首を巡るレースはジョンソン氏の独走状態で、現状保守党員の中で多数派を占める過激な離脱派の人々が、メイ前首相の二番煎じにも近いジェレミー・ハント氏を実際に承認するとも思えません。

また日本では、今後数週間でどのような追加緩和策が発表されるかどうか、思いを巡らせています。ブルーベイでは、日本で消費増税が10月に実施されるとみられるものの、財政緩和を予想しています。

日銀による利下げは、円高が加速した場合のみ可能性があるとみており、日本の政策担当者は、歳出計画を国債で賄う上で、今となっては金融及び財政政策を組み合わせることが最も現実的なアプローチであるということを、日増しに実感し始めていると考えています。

欧州でも、今後数ヶ月間で同様の考え方方が起こりうるとみています。特にドイツにおける世論調査で「緑の党」が支持を伸ばし続けた場合にはその可能性が高まるでしょう。現段階では、日本が将来欧州で起こりうることの方向性を指し示しているように感じられます。

その他では、エマージング市場及び社債市場は先週、G20を控えて比較的良好なパフォーマンスとなりました。

為替相場では、FRBの緩和観測を背景に米ドルが直近レンジの安値圏で取引され、欧州では、英ポンドが軟化を続ける一方、スカンジナビア通貨は反発し、年初来での下落幅を取り戻しました。

また先週は、ビットコインが50%以上上昇するなど、仮想通貨（暗号資産）市場に再び注目が集まりました。ブルーベイでは、引き続きこのような動きの背景として資本規制を回避したい中国マネーの存在があるとみていますが、より一般的に言えば、フィンテックは今後力強い投資及び需要が見込まれるセクターであるということも認識しています。

今後の見通し

目先はG20が主要なイベント・リスクになるとみていますが、それが終われば、米雇用統計が前月の弱含みから回復し、FRBに利下げの判断を9月まで延期するかの検討を迫るだけの影響力を持つかどうかに注目しています。特にG20における貿易面での良好な結果が、リスク資産の更なる上昇を促した場合、雇用統計の内容は興味深いものとなるかもしれません。

大阪でのG20に関しては、自らの矯正下着ブランド立ち上げに伴い、ブランド名を「キモノ」と名付け（まさに「Kim oh no」です！）、日本人の動搖を招いたキム・カーダシアンの二の舞にはならないよう、トランプ米大統領が精一杯行儀良く振る舞うことを祈るのみです。

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になりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

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き、契約締結前交付書面をご覧下さい。

■ 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下さい。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 6 月 28 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