

市場アップデート – 2019年8月16日 –

米リセッションのリスクは低い

トランプ氏が巨大な鉄球で市場の常識を破壊するなか、米国債利回りは低下。



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、グローバル国債の利回りは大幅に低下しました。米 30 年国債の利回りは 25bps 低下して 2% を下回り、過去最低水準をつけるなど、長期債利回りの低下が相対的に大きくなるなかで利回り曲線は大きくフラット化しました。

結果として米 2 年国債と 10 年国債の長短金利が逆転する「逆イールド」が発生し、今後の米リセッションの前兆であるとして市場の懸念を更に深める要因となりました。しかしながらブルーベイでは、このような見方は全くの見当違いであると考えており、おそらく現在グローバル債券市場で起きているとみられることを見失っている可能性があると考えています。

今年前半の米 GDP 成長は平均して 2.6% の成長率を維持しており、2020 年に掛けてこのような成長ペースを維持する可能性が高いとみています。アトランタ地区連銀の経済予測モデル「GDP ナウ」によると、米 7-9 月期の GDP 成長率見通しは 2.0% となっていますが、個人消費が引き続き堅調で、住宅ローンの借り換えが加速することが今後数ヶ月間の可処分所得の押し上げにつながるとみられることなどから、実際の成長率は見通しを上回る可能性もあるとみています。

米国は、どちらかと言えば内需中心の経済であり、S&P500 種指数は比較的グローバルにエクスポージャーのある企業の構成比が高いものの、株式市場を除けば、現状の国内経済において政策担当者が懸念すべき材料はほとんどないとみられます。

実際、直近のコア消費者物価指数 (CPI) は二ヶ月連続で前月比 +0.3% となり、コアインフレ率がじわじわと上昇し、米連邦準備制度理事会 (FRB) の中期的な目標に近づいていることを示唆しています。したがって、国内経済が堅調であるなか、大統領が利下げを求め、このことは通常利回り曲線のスティープ化につながるにも関わらず、足元ではクオンツ主導のファンドがテクニカル上の買いシグナルに基づき、利回りを高めるために長期債の持ち高を大幅に増やしていることにより、まさにそれとは真逆の現象が起きていると言うことは、やや皮肉であるとも言えるかもしれません。

トランプ氏の利下げ圧力との闘い

これとは別に、今月末に予定されているジャクソンホールでの政策担当者のシンポジウムにおいて、彼らの役割及び使用するツールに関しての実存的な不安が浮き彫りとなる可能性がありますとみています。

トランプ米大統領は、他の主要経済同様に、米国でも政策金利が 0% まで引き下げられることを要求する方向に向かっているようです。これは同氏が目先の貿易戦争を続ける上での更

なる弾薬になるとみられ、自身の再選可能性を最大化させるための、2020年に掛けての米経済成長の起爆剤になるとみられるからです。

通常時であればそのような見方は聞き流されるかもしれませんが、ここ最近ではFRBが既にある種の従属的な立場に置かれており、強力なリーダーシップに欠け、大統領の指示を遂行するための機関であるとの認識が広がっています。

このような認識が市場の政策金利見通しを引き下げるなか、パウエル氏は市場に抵抗することが難しくなっているとみられ、現時点ではFRBが金融政策を決定することをむしろ諦めた方がよいのではないかと思えるほどです。実際にこのような認識は、米政策金利が欧州の金利と比べ大幅に、そして長期に亘って乖離しすぎることは出来ないと主張しているクラリダFRB副議長によって広められているともみられます。

ただし、同氏の考えは、米国経済が他の主要経済に対する成長面での優位性を維持することが出来ないとの自身の考えに基づいたものであるとみられ、足元の経済指標はその事実を示していないとみられるほか、製造業に比重を置く欧州モデルよりも、サービスやテクノロジーに比重が置かれた米国の経済モデルとの関連性がより深いグローバル成長のトレンドにも表れていないとみています。

したがってブルーベイでは、米経済に対する前向きな見通しを維持しており、足元の米国債利回りの水準は低すぎ、市場は来年に掛けての金融緩和を織り込み過ぎていると考えています。

ただし現時点では、多くの逆流要因や不確実性を踏まえ、金利に関して大きく方向性のあるリスクを取らないことを選好しています。

ドイツ国債利回りのボトムアウトはいつ？

大西洋の反対側では、先週もドイツ国債利回りが過去最低水準を更新しました。またドイツでも、投資家が金利リスクを積み増す中で利回り曲線のフラット化が進み、利回りへの需要から質の高いクレジット資産のスプレッドが縮小しました。

希少性プレミアムが他の資産に対するドイツ国債の価値を高めているものの、スワップ・スプレッドは過去12ヶ月で大幅に縮小しており、グローバルのリスク資産にとって困難な投資環境となっている過去数週間においても、高格付けの社債のスプレッドに十分な下支えが見られています。

アルゼンチンの混乱

その他、先週はエマージング（EM）資産が他の資産を大きく下回るパフォーマンスとなりました。アルゼンチンにおける大統領選の予備選の結果がその背景にあり、現職のマクリ大統領及び同氏の政策に対する有権者の不満が浮き彫りとなり、ペロン派政権への回帰を示唆する市場にとってのネガティブなサプライズがもたらされました。

アルゼンチンの債券価格は急落し、5年のCDSスプレッドは3,000bpsまで拡大しました。投資家がかなりの確率での今後数四半期以内での債務再編の可能性を織り込み始めるなか、債券価格は40台で取引されました。

特筆すべきはいかに多くの投資家がアルゼンチン資産を「誤って (Wrong) ロング (Long)」していたかであり、特に EM に特化していない投資家が大きなエクスポージャーを持っていたことが明らかになりました。結果として価格は下方にオーバーシュートしやすい状態となり、資産クラスを超えてその影響が及ぶとの見方も広がりました。

直感的にはアルゼンチンが市場にシステミックな影響を与えるとは考えていませんが、仮にアルゼンチンの状況が資本逃避のきっかけとなり、例えばトルコなどの国での下落につながるようであれば、グローバル市場にとってより影響の大きい問題になり得るとみています。

イタリア政治：サルビーニを止めるために政党が一致団結

政治的課題はイタリアでも注目の的となりました。連立政権の一角である「同盟」のサルビーニ党首が、前週末に連立政権への支持を撤回したことを受け、同じく連立政権を担う「五つ星運動」が「サルビーニ氏を止めるための同盟」を組むために野党・民主党のレンツィ氏やその他政治家と組む構えを見せたことは興味深い動きであったと言えるでしょう。

最新の世論調査では、仮に解散総選挙となった場合、単独もしくは極右の少数政党である「イタリアの同胞」などと連立を組むことで、同盟が高い確率で政権を獲得することが見込まれています。

その場合、民主党及び五つ星運動は、ともに総選挙を来年3月まで先延ばしすることを好むかもしれません。それにより、議員定数を削減する憲法改正を通すことが出来るとみられるためです。この採決は9月の初めに実施されますが、その通過には10-12月期の終わり頃に国民投票による承認が必要で、結果として新たな憲法の下で選挙が実施されるための最短の日程は来年の3月頃になる見通しです。

さらに、マッタレラ大統領は予算案通過を確実にするために、総選挙は来年実施することを好む可能性があります。したがってサルビーニ氏は、自身の政党が世論調査で高い支持を獲得していたとしても、現政権下での実際の議席数という意味では依然として下位政党であるという事実を把握し切れておらず、政治的な計算ミスをした可能性があると言えそうです。

結果として今週も非常に興味深い展開が予想され、(明らかに互いにそれほど良くは思っていない) 民主党と五つ星運動の協議が何かをもたらす保証はどこにもないとみています。現時点では、新たな連立が生まれ、その後総選挙が実施される可能性が最も高いとみられますが、より早期の解散総選挙、もしくは現状の連立政権が維持される可能性ですら、足元では排除できない状況です。

このような状況にも関わらず、投資家の政治的リスクへの懸念が後退するなか、イタリア国債は先週大きく反発しました。

これに関しては、仮に同盟主導の政権が誕生した場合、広く支持されているジョルジュッティ氏を財務相に指名するとサルビーニ氏が発言したことも、投資家に安心感をもたらす材料になったとみられます。

ブルーベイでは、イタリア国債に対する前向きな見方を維持しており、同資産には過度なリスクが織り込まれていると考えています。低金利環境下において、欧州国債の利回り曲線はフラット化し、スプレッドが縮小する傾向は続くと考えています。

今後の見通し

現状のマクロ環境は引き続き見通しづらい状況であるとみています。

ファンダメンタルズ面では、G3 の国債利回りに投資妙味はほとんどなく、先物市場にはあまりにも過剰な金融緩和見通しが織り込まれているとみています。しかしながら、足元の市場では需給面がファンダメンタルズ面を凌駕しており、中央銀行が市場の期待を裏切ることを過度に恐れるなか、直近のトレンドがやや長引く可能性も排除できないと考えています。

貿易面では、9月1日に追加関税の発動が予定されていた中国製品の約半分につき、年後半まで発動を延期するというというトランプ米大統領の提案は前向きな進展と捉えられますが、実際にはわずかなジェスチャーに過ぎず、現時点では貿易戦争のより全般的な緩和につながる道筋を予想することは引き続き困難な状況です。このことは最近、発動されたあらゆる追加関税に対する報復措置を講じるとの中国側の脅しにも現れていたと言えるでしょう。

さらに、この点に関しては香港での一連の出来事も影響を与えている可能性があります。先週のみで2日間に亘って空港が閉鎖されるなど、香港における継続的な抗議活動によって北京（中国政府）の忍耐力が試されているとの認識が広がっています。

中国の習近平国家主席が弾圧を決断し、混乱を鎮めるために部隊を派遣するリスクもあるとみられます。ただしそのような行動は、間違いなく国際社会からの批判を受けることになるでしょう。

醜い結末として、米国による中国への制裁発動の道が開かれ、貿易戦争の更なる先鋭化につながることも想定されるでしょう。このような展開が回避されることを願うことは適切ですが、事態はどちらに転んでもおかしくない状況であると認識しています。

8月は通常流動性が低下し、過去を見ても市場が急変動しやすかった時期であることを踏まえ、今後数週間も多くのことが起こる余地があるとみています。

今のところは、ポートフォリオにおける方向性を持ったリスクを比較的低位に留めることが賢明であると判断していますが、市場のミスプライスによって割安な価格での魅力的なエントリーポイントが訪れたと判断した場合には、エクスポージャーを積み増したいと考えています。

先週は、米国人歌手マイリー・サイラスがゴシップを賑わせましたが、我々は今、トランプ氏が建物を解体するための巨大な鉄球（Wrecking Ball；マイリー・サイラスのヒット曲）を振り回して政策や市場の常識を破壊している市場の中で投資を行っているようです。このような状況が果たして、マイリー・サイラスとリアム・ヘムズワースの婚姻期間よりも長く続くかどうか、思いを巡らせているところです。

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8月16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