

市場アップデート – 2019年11月1日 –

今後の経済指標が市場の方向性を決定づける？

市場はマイナスとプラスのどちらの方向に振れるかを巡る瀬戸際にあるようです。経済指標が決め手となるでしょうか。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

過去数週間に亘って、グローバルの製造業主導の成長減速に関して最悪期は脱したとの期待感から、主要国金利は上昇基調となっています。その背景には、貿易摩擦に緩和の兆しが見られるなか、中国の成長見通しが安定し始めたとの見方がありました。

しかし、先週発表された中国の製造業購買担当者景気指数 (PMI) は 49.3 と依然 50 を下回り、環境の更なる悪化が食い止められたとしても、経済活動の反発はまだ先であることを投資家に思い起こさせる内容でした。

その意味で、今後数日間で発表が予定されている欧州及び米国の先行指標が良好かどうかは興味深い点です。米国の7-9月期GDPは前期比年率1.9%増と市場予想を上回りました。設備投資は引き続きやや弱い内容であったものの、3%近い成長を維持した個人消費支出が全体を押し上げました。

これまでも繰り返し述べてきた通り、雇用及び賃金の上昇を背景に米消費者のバランスシートは堅固な状態にあり、個人消費が非常に力強い状態が続いています。

先週行われた米連邦公開市場委員会 (FOMC) は大きなサプライズなく終了し、米連邦準備制度理事会 (FRB) は大方の予想通り 25bps の利下げを決定しました。過去数か月間での利下げ幅はこれで合計 75bps となり、1995年及び1998年に実施されたサイクル中盤での緩和における利下げ幅とちょうど肩を並べることとなります。

パウエルFRB議長の発言からは、既に十分な緩和を行ったとの認識がFRB内にあることが伺え、下方リスクが深刻化しない限り、今後数か月間は政策金利が据え置かれる可能性が高いとみられます。

仮にFRBが政策金利をさらに引き下げる必要があると判断した場合、それはもはやサイクル中盤での政策調整とは言い切れなくなるとも言え、その場合には政策金利が最終的にゼロまで引き下げられてもおかしくない状況となっている可能性があるでしょう。ただしブルーベイでは、引き続きそのような可能性は非常に低いと考えています。

米経済のリセッション・リスクは低いとみており、仮にISMなどの指標が(90年代中頃の緩和後に見られたように)今後数か月間で改善に向かえば、成長は下振れるリスクよりも上振れる可能性の方が高いとみています。

多くの投資家が米経済の成長に対して過度に悲観的な見方を維持していると考えており、実際に4-6月期及び7-9月期GDPがトレンド並みの成長を維持していることを踏まえれば、夏

場に多く見られたリセッション観測の一部は「フェイク・ニュース」であったことが証明されたと言えそうです。

また、1995年及び1998年には、三度目の利下げを実施したのちのわずか7か月後及び14か月後にFRBがそれぞれ利上げサイクルを開始しており、その点から、米国金利に対してややショート・バイアスを維持しています。ただし足元では、米国よりも英国において、利回りが上昇する機会が出現しやすいと予想しています。

再び選挙へ

その英国では、12月12日に総選挙を実施することでようやく合意に至りました。

最も可能性の高いシナリオは保守党が過半数を獲得することであるとみており、その場合、ボリス・ジョンソン首相の離脱案が議会を通過することになるでしょう。ただし、保守党の獲得議席が必要な数に達しない可能性も十分にあるとみています。

先週、ある自由民主党のベテラン政治家と面談しましたが、そこから読み取れた（労働党のコービン氏やマクドネル氏に対する根強い反発を踏まえると、労働党主導の連立政権が誕生する可能性は低いと考えています。しかしながら、少数与党の政権が誕生した場合、第二回の国民投票は避けては通れないものになると予想しています。

いずれの結果になったとしても、特に財政拡大路線が継続されることを踏まえると、英国債利回りは上昇に向かうとみています。既に英国の「合意なき離脱」は（少なくとも2020年の末までは）現実味のある脅威ではなくなっているとみられ、英国債利回りの低下余地が限定的である一方、大幅な上昇につながる複数のシナリオが存在することから、英国債市場には明確なリターンの非対称性が存在すると考えています。

英ポンドに関しては、中期的には依然上昇余地もあるとみているものの、ジョンソン氏側の勝利が概ね織り込まれたなか、12月の投票を前に同通貨が更に上昇する可能性は低いとみて、ロング・ポジションの利益を実現しました。

広範な欧州市場

ECBが当面政策を据え置くとみられるなか、ユーロ圏債券市場のボラティリティは低下基調にあります。今月から量的緩和（QE）による債券購入が再開されたことで、利回りへの需要が続き、スプレッド資産の追い風になるとみられます。

欧州周辺国国債のスプレッドは引き続き縮小基調にあり、10月はとりわけギリシャがこの流れを牽引しました。大手格付け機関S&Pがギリシャを格上げしたことで、足元ではMoody'sのみが同国をBB-よりも下の格付けとしている状況です。

行く行くは、ギリシャが再び投資適格の仲間入りをするとみており、仮にそうなった場合には再びギリシャが主要な債券指数の構成国となることで、ギリシャ国債への需要が高まると予想しています。かなりの金額がベンチマークに連動するパッシブ型の戦略に投じられているなか、足元でドイツ国債に対するスプレッドが55bps近辺にあるポルトガル債券のパフォーマンスが、そのような需給面での追い風がいかに力強いものであるかを証明していると言えるでしょう。

その他では、スペインの総選挙が11月10日に実施されることとなっています。スペイン政治における分断は、長期の安定的な連立政権樹立の妨げとなっています。ただし、スペイン経済が他の多くの近隣諸国をアウトパフォームしているなか、政治情勢がスペイン国債に与える影響は限定的となっています。

社債市場に目を向けると

ここ最近注視しているトレンドの一つとして、バנקローン市場のアンダーパフォーマンスが挙げられ、とりわけ低格付け銘柄に関してはスプレッドが年初来で最もワイドな水準まで拡大しています。

レバレッジ水準の高い発行体による新規発行の増加が格下げの増加につながっており、CLOの組成にとっても重石となっています。ただしブルーベイでは、このようなトレンドは広範なクレジット悪化の前兆というよりは、むしろ需要と供給のアンバランスによるテクニカルな側面が強いとみています。

エマージング市場では

ムボウェニ財務相による中期予算案の発表が嫌気され、南アフリカ資産に圧力が掛かりました。エマージング資産は当月、全般的に良好なパフォーマンスとなっていました。多くの国がファンダメンタルズに課題を抱えている（トルコ、韓国、南アフリカ）ことや、地政学リスク（中東）、さらにアルゼンチンで予想される債務再編など、目先は幾多の試練が待ち受けているとみており、エマージング市場に対するエクスポージャーを低位に留めています。

今後の見通し

今後数週間の市場の方向性を見極める上では、目先発表される予定となっている経済指標が鍵となる可能性があります。

信頼感調査が過去数ヶ月間の最低値から反発すれば、投資家は成長懸念について最悪期は脱したと結論づけることが可能になるかもしれません。また、貿易やブレイクジット関連の懸念が後退するなか、年末に掛けて市場心理がやや強気に転じる可能性もあるでしょう。

足元では投資家が慎重なポジションを取っていることを多くの調査が示しており、仮に手元資金が再び投資に充てられれば、市場が「不安の壁」を登って上昇しても不思議ではないと言えるでしょう。

一方で、指標が更に悪化した場合は、成長懸念が一層高まることになるでしょう。同様に、ホワイトハウスからのツイートが、再び対中貿易に手榴弾を投げる、もしくは欧州との衝突への道を切り開くような展開となる可能性もあるでしょう。

更に地政学的な不安が再び表面化することも予想されるほか、可能性があるアルゼンチン債務のヘアカットの規模及びタイミングが投資家にショックを与えることがあれば、年末に掛けてちょうど流動性が低下するさなかに、投資家の質への逃避傾向を加速させることになってもおかしくないでしょう。

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11月1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