

市場アップデートー2019年11月8日ー

ジャブはあっても、ノックアウトの一撃はなし

中国側が姿勢を軟化させるなか、トランプ米大統領は停戦を確保するため、これに協力的となるでしょうか？



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

先週は、米中貿易交渉において暫定的な合意に対する期待が高まるなか、主要債券利回りが上昇基調となりました。また、マクロ環境の落ち着きを背景に米国株式市場は最高値を更新し、人民元は米ドルに対して心理的節目となる1米ドル=7.0元を突破して6元台まで上昇しました。

米中貿易関係は、両者が互いにより柔軟な姿勢を示し始めるなか、全般的に良い方向へと向かっています。現地関係者からの情報に基づくと、中国側の姿勢がやや軟化しているとみられ、米国産農作物の購入増や複数項目における譲歩を検討しているようです。

合意の一部として、いずれは現状の関税が元の水準に戻される必要があるでしょう。トランプ米大統領は、貿易戦争の停戦を確保するため、これに協力するでしょうか。

ホワイトハウスにとって、12月に適用される追加関税の脅威を撤回し、現状の関税の一部を取り止めることで善意を示すことは可能かもしれませんが、彼らが現段階でタオルを投げ入れることは想定しづらいと考えています。対中姿勢を大幅に軟化させれば、大統領選を控えたトランプ氏に対する熱狂的な支持が徐々に失われてしまう可能性があるためです。

一步離れて見てみると、仮に「第一段階」の合意が結ばれたとしても、技術移転などの重要な課題に対して解決策を早期に導き出すことは困難であるとみています。

米国では、ゼネラル・モーターズ (GM) のストライキにも関わらず、雇用統計が市場予想を上回るサプライズがありました。ここ最近の米雇用の伸びは、米製造業の弱含みが米労働市場や消費者に与える影響は限定的であるという、ブルーベイの見方と整合的であると考えています。ISM非製造業景況指数も54.7と市場予想を上回り、企業活動及び雇用の増加を背景に、前月から2ポイント近くの上昇となりました。

政治面では、来年の大統領選に向けて米民主党の数人が候補者レースから身を引くなか、直近の世論調査では支持率でエリザベス・ウォーレン氏がバイデン氏を小幅に下回る展開となっています。しかしながら、仮に大統領選がトランプ氏対ウォーレン氏という構図になった場合、直近の世論調査では獲得選挙人数に大きな影響を与える激戦区において、トランプ氏が勝利する確率が依然として十分にあることが示唆されています。

欧州に目を向けると

国際通貨基金 (IMF) のトップを務めていたクリスティーヌ・ラガルド氏が、欧州中央銀行 (ECB) の総裁に正式に就任しました。ドラギ前総裁の後任として重責を担うこととなりま

すが、ブルーベイではラガルド体制下においても金融政策については引き続き安泰であるとみています。

ラガルド氏の最初の行動の一つが、高い貯蓄率よりも雇用増を重視する ECB の政策を称賛するとともに、財政出動を呼びかけることで、北ヨーロッパの国々に警鐘を鳴らしたことでした。

ブルーベイでは、団結の精神が欧州統合の原動力になると確信しており、実際に先週は、ドイツのショルツ財務相が（EU の「銀行同盟」設立に向け最大の障害となっている）共通の預金保険制度への反対を取り下げる可能性を示唆しました。

欧州での過密な選挙日程

また今後数ヶ月間は、欧州において重要な選挙が予定されています。まず今週末にはスペインで、今年 4 月から続く現状の政治的膠着状態を打破することを目的とした総選挙が予定されています。

世論調査では、今年初めの時点よりもさらに政治的な分断が進むことが予想されており、そうなった場合にはサンчес首相にとっては痛手となるでしょう。ただしスペイン経済が概ね順調であることを踏まえれば、これらの動向が最終的にスペイン国債のスプレッドに及ぼす影響は限定的であると考えています。

英国では、議会が解散され、12 月中旬の総選挙に向けた選挙戦が本格的にスタートしました。野党・労働党は早くも幾つかのアジェンダを提示し、大学授業料の削減やグリーン革命の推進、ブレグジットを 6 ヶ月以内に収束させることなどが含まれました。一方、与党・保守党の出だしはややゆっくりとしたものとなっていますが、最終的には既に手元にある離脱案を元に、最短でブレグジットを議会で通すことを掲げるとみています。実質的に 4 大政党が議席を奪い合うなか、選挙戦は緊迫したものになると予想されますが、直近の世論調査では保守党がぎりぎりの過半数を獲得すると予想されています。ただし、保守党は 2017 年にも同様の状況にありながら、最終的に事態は暗転してしまったことを思い起こす必要があるでしょう。つまり、選挙期間中に、状況は大きく変化する可能性があるということです。ブルーベイでは、ほとんどのシナリオ下において、英国債利回りが中期的に上昇する可能性が高いとみています。財政出動の重要性が増すこととなり、「合意なき離脱」の可能性は（少なくとも 2020 年末までは）ほとんどないためです。

先週も、欧州投資適格社債のスプレッドが縮小を続けました。新規発行額が予想を下回ったことや、継続的な資金流入、さらに ECB による CSPP 再開が相まって、同資産クラスに需給面での追い風をもたらしています。また、投資家の継続的な利回りへの需要によって、ECB の買入対象となっている現物債は CDS インデックスよりもスプレッド縮小が大きく、大幅な利回り曲線のフラット化をもたらしています。このような傾向は、当面続くと予想しています。

今後の見通し

ほぼ毎日のようにグローバルなリスク資産が過去最高値を更新しているかのような環境下において、市場にある種の慢心が存在し始めていると感じざるを得ません。これについて、多くの市場参加者が短期的なマクロ環境の改善を指摘することは認識しているものの、

ブルーベイでは状況が依然として非常に流動的であるとみており、足元のゴルディロックスな市場環境がどの程度続くかどうかについてはやや懐疑的な見方を維持しています。経済指標に対して市場が引き続き神経質であるとともに、多くのリスク資産のバリュエーションが高値圏にあるなか、年末に掛けて流動性が薄れていくことも踏まえ、慎重な投資姿勢を維持し、より積極的に利益実現を意識していくことが賢明であると考えています。

また年末に掛けては複数の政策イベントや経済指標の発表が控えており、価格動向に影響をもたらす可能性もあることから、方向性を持ったリスクは小幅に留め、より理にかなった個別の投資機会に注力していく方針です。

週末に行われた米英の人気 YouTuber である KSI とローガン・ポールというホワイトカラー同士のボクシング対決が、有料（ペイ・パー・ビュー方式）で放映されるという異常な世の中ですが、政治的混乱や終わりなきジャブの浴びせ合いにも、ボクシング対決という新たな解決策が見つかったと言えるかも知れません。明らかに記録的な興行収入となりそうな対決は多くあるでしょう。例えばボリス（ジョンソン） vs. コービン、もしくはトランプ vs. 習（近平）などいかがですか？

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8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