



視力20/20

来年は複数回のボラティリティ上昇局面を予想しており、目先は一定の慎重さを維持しています。

グローバル金融市場は、先週も年末に掛けての「リスクオン」モードを維持し、債券及び株式市場がいずれも堅調なリターンを記録した年として2019年を締めくくる動きを続けました。

多くの地域で金融緩和が限界に達していると思われるほか、株価のバリュエーションもS&P500種指数で見て収益の21倍まで伸びていることを踏まえると、これほどまでに両市場のリターンが良好な年を次に経験するまでには相当な時間が掛かるかもしれません。

多くの点から、2019年はマクロ経済に関する警戒感が徐々に消失する1年であったと言えるでしょう。

米経済のリセッション入りや、過度な金融引き締めに関する懸念は、既に概ね払しょくされています。また、貿易摩擦は継続的な懸念材料でしたが、「第一段階」の米中貿易合意や、直近の米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）署名などは、今後貿易関連のヘッドラインが、（少なくとも米大統領選が終わる来年10-12月期までの間は）より穏やかなものとなることを示唆しています。

英国は「合意なき離脱」の混乱を回避し、その他欧州では、政治的トレンドが概ね市場友好的となるなかで、欧州周辺国のリスク・プレミアムの低下が見られました。

中東では、サウジアラビアとイラン間の対立が激化を免れ、中南米では、アルゼンチンなどの国における政治的進展が投資家の懸念材料となりながらも、ブラジルにおける社会保障改革など、前向きな政治的進展の兆しが見られた国もありました。

2019年12月20日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

投資家心理を探る

これら全ての懸念材料が払しょくされていく中で、株式市場はいわゆる「不安という壁（Wall of worry）」を登ることとなりました。

サイクル後期という認識のなか、年の大半を通して投資家心理はやや慎重な方向に傾いていたと捉えています。ただし、企業の収益成長や中銀による緩和、さらに政府がより財政拡大政策に動いていることなどから、底堅い強気（ブル）相場の下地が整い、主要指数は昨年10-12月期の急落から見事に立ち直りました。

今後を見据えたとき、このような投資家心理が新年に掛けて続くことを期待してしまいそうになるかもしれませんが、一部の市場参加者は、依然として投資に回していない手元資金を維持しているようです。

もしあるとすれば、年明けの力強い1年のスタートに備えたポジションを取る代わりに、多くの投資家はここ数週間でポジションの利益を実現することを選好している傾向にあるとみられ、仮にそうであった場合、今後市場に調整が見られる局面も想定されます。

楽観的な成長見通しの背景

グローバル経済の状況进行评估すると、まず米国経済は2020年に2%を上回る成長を達成することが可能であるとの見方を維持しています。ここ最近当レポートで述べてきた通り、国内の経済ファンダメンタルズ面で、米経済がサイクル後期にあるとの証拠や、早期にリセッション入りするリスクの根拠は依然として見られていません。

一般的にリセッションは、景気に過熱感が見られ、インフレ圧力が高まる兆候への対応策として、金融政策が引き締められた期間の後に訪れる傾向にあります。しかし今回のサイクルでは、インフレが非常に抑制されており、その傾向は今後数か月間に亘って続くとみえています。

現時点では、消費者のバランスシートが非常に健全な状態にあることから見て取れるように、米経済には「強欲」が存在していないとみえています。失業率が歴史的な低水準にあっても、賃金上昇が加速する差し迫った兆候も見られていません。

このような場合、今サイクルが今後もひたすらに走り続けるかもしれないとの感覚にとらわれ、新たな10年間に突入するにあたり、米経済状況は好不況の予言をしたい人々を裏切り続けることになるとは思えないとすら思ってしまうほどです。

2020年マクロ見通し

2020年を見据えると、米金融政策は年間を通して維持される可能性が高いとみえています。ただし、政策を変更するときに来れば、政策金利を現状の水準から引き下げる可能性よりも引き上げる可能性の方が高いと予想しています。

したがって、今後数か月間に亘り、米10年国債利回りは1.6%から2.3%のレンジ内で推移し、来年末頃には同レンジ内の上限に近い水準に向かう可能性が高いとみえています。

現段階では、米国金利に説得力のある取引機会を見出しておらず、足元のリスクオン基調に衣服感が見られ、投資家の質への逃避が起こる局面が訪れれば、米国金利に対するショート・ポジションを構築するより良好なエントリー・ポイントになる可能性があるかとみえています。

直近の米中通商合意は、今後数ヶ月間で中国の見通しが幾らか改善する予兆となるかもしれませんが。またこのことは、欧州及びエマージング市場に対する投資家心理にとってもプラスとなるでしょう。

しかしながら、レバレッジ解消に向けた取り組みにも関わらず、中国の債務水準は上昇の一途を辿っています。つまり、中長期的に見れば、リバランスの必要性が中国経済の成長の妨げになる可能性があるかとみています。

このような背景を踏まえ、ユーロ圏の先行的な成長指標は今後数ヶ月間で上向く可能性があるものの、より力強い成長を成し遂げるためには、財政政策の更なる拡大による追加刺激策が必要となる可能性があります。

これに関して言えば、財政均衡を維持するという断固とした姿勢から、ドイツの進展がゆっくりとしたペースに留まっており、結果としてユーロ圏で力強い成長モメンタムが形成されることが困難となっています。

したがって、ユーロ圏の政策金利は当面に亘って現状の水準に留まるとみられ、ドイツ国債利回りを低位に留める要因になるとみています。

ブレグジットの進展

英国では、ブレグジットが来年1月末に批准される見通しとなり、注目は将来的な貿易関係へ移ることになるとみられます。

ブルーベイでは、包括的な合意が来年末までに結ばれることは困難であるとみていますが、それでも交渉が前進するよう、期日を設けることは良識的な政治手法であるとみています。

来年12月までに両者が合意に至っていなかった場合、英国の法律では移行プロセスを延長することは容易であり、新たな「合意なき離脱」の崖っぷちリスクは避けられるとみています。

しかしながらこのような進展は注意深く見守る必要があるとみており、今後数週間のうちに予定している欧州の政策担当者とのミーティングを心待ちにしています。EU残留に向けた全ての望みが失われた今、ベルリン（ドイツ政府）やブリュッセル（EU）がどのような姿勢であるかを見定めることを目的としています。

ブレグジットの話題を離れると

英国では今後、大幅な追加財政緩和が実施されるとの見方を維持しています。保守党の圧勝を受けた信頼感反発の可能性と関連して、英国の経済見通しは今後数ヶ月間で改善に向かうとみており、イングランド銀行（中央銀行）が利下げを実施する可能性は低いとみています。

その場合、足元で10年債利回りが預金金利と同等の水準となっていることを踏まえると、英国債は引き続き他の主要国債に対して割高であると判断しています。

これとは対照的に、特に2020年の前半の欧州周辺国市場に対しては前向きな見方を維持しています。イタリアでは、早期に総選挙が実施される可能性は低く、政治的課題はむしろ2021年のリスク要因になる可能性があるかとみています。

ギリシャでは更なる格上げが予想され、需給面主導のスプレッド縮小基調が続くとみています。したがって、イタリア及びギリシャのロング・ポジションに対し、英国債のショート・ポジションを取ることが、キャリアからの魅力的なリターンになるとともに、更なるキャピタル・ゲインの余地を提供するポジションであるとみて、選好を続けています。

社債見直し

また社債市場に対しても概ね前向きな見方を維持しています。低金利や豊富な流動性、さらにリセッション・リスクが低位に留まっていることは、いずれも社債市場の追い風になるとみています。

来年は、今年見られた「ディコンプレッション（ベータ調整後で見た場合、高格付け銘柄が低格付け銘柄をアウトパフォームする傾向）」トレンドが幾らか反転し、低格付け資産がアウトパフォームすることになると予想しています。

ハイ・イールド債に対して比較的前向きな見方をしているほか、今年その他のクレジット債に対して出遅れたバンクローンやCLOに対してもやや楽観的な見方をしています。

ただし最も投資妙味がある資産クラスは金融劣後債であるとみており、特に追加的 Tier1 債（AT1 債）のスプレッドはTier2債と比較して依然大幅に割安であると考えています。さらに事業ハイブリッド債についても、投資適格でありながら魅力的な利回りを提供する資産として選好を続けています。

エマージング市場の二極性

このようなマクロ環境は、エマージング市場にとっても概ね良好であると言えるでしょう。とは言いながらも、トルコや南アフリカなどの国は深刻な国内経済の課題に直面しているほか、中南米諸国においても、国内の政治的混乱が目先のパフォーマンスに影響を及ぼす可能性があるかとみています。

したがってエマージング市場では、「勝ち組」と「負け組」の存在によって象徴される非常に不均一なリターン環境が予想されます。

また中国の成長が鈍化すれば、そのようなトレンドが一層色濃くなることも予想されます。また、北京（中国政府）が米国からの輸入増にコミットするということは、その分その他地域における需要が減少することを意味するという点でも注意が必要でしょう。例えば、米国産大豆の輸入増は、ブラジルなどの国からの輸入減を意味する可能性があります。

キャリー相場が続く

通貨相場に目を向けると、2019年はG7通貨のボラティリティが非常に低位に留まり、市場がやや方向感を欠く中で、最も堅調なパフォーマンスとなった通貨はいずれも高利回り通貨でした。つまり、「キャリー」というテーマが勝利を収める1年であったと言えるでしょう。

今のところはこのような投資環境が続くかもしれませんが、ファンダメンタルズの枝分かかれや、「勝ち組」と「負け組」との区別が広がっていることを踏まえ、特にエマージング市場などでは相対価値に基づく投資機会が拡大する可能性もあるとみています。

新年に向けて

新年を迎えるにあたっては慎重さが必要になるとみており、ここ最近の概ね穏やかな投資環境にも関わらず、金融市場の静けさが一時的なボラティリティ上昇によって中断される局面が訪れても不思議ではないと考えています。

2020年はこのようなボラティリティの上昇局面における舵取りが、成功につながる鍵となる可能性があるでしょう。

レンジ内の取引が想定される市場において、市場の価格動向を後追いせずに、「上昇局面で売り、下落局面で買う」という投資姿勢を維持することが重要になると考えています。明瞭かつ焦点を合わせた見通しを持って行く先を予想することで、ブルーベ이의視力が20/20 (Twenty-twenty; 視力1.0に相当し、問題なく物が見える視力の例え) であり、2020年は再び良好なリターンを創出する1年となることを祈っています。

当レポートを読んで下さっている全ての皆さまへ、メリークリスマス、そしてハッピーニューイヤー。新年のコメントは1月13日の配信を予定しております。

ディスクレームー

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ト戦略：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。