



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2017年7月3日

困難に直面する英国



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チーム共同ヘッド

英国資産は荒い値動きとなる可能性があり、グローバルの主要中央銀行は当初の予想よりも早くタカ派姿勢を見せ始めています

欧州中央銀行(ECB)のマリオ・ドラギ総裁によるタカ派的な発言を背景に、先週ドイツ国債金利は急上昇しました。ドラギ総裁の発言は、ECBが量的緩和(QE)策による債券購入プログラムの縮小に近づいていることを示唆するものであると市場が受け止めたためです。その翌日明確になった発言の意図は、市場がやや先走りしていたことを示すものでしたが、市場の潮目に変化してきているとの見方から金利は高水準に留まりました。さらに英中央銀行のカーニー総裁も「刺激策のいくつかの解除は必要になる可能性がある」と政策転換を示唆すると、グローバルの主要中央銀行が足並みを揃えて想定以上にタカ派に傾いているとの認識が広がりました。ただしこのような環境下においても、原油価格が1バレルあたり45米ドルまで回復したことから、株式市場は小幅に上昇し、クレジット債のスプレッドも概ね縮小しました。

今後の見通しとして、超低インフレ及び緩和的な金融政策の継続を前提としてきたこれまでの市場の見方が、足元でグローバルな主要中央銀行によって試されているように見受けられます。主要中央銀行は、相対的に上向き基調にあるグローバル経済に対して、直近消費者物価指数(CPI)が低下している背景を調べようとしていると見られます。過去数年間を見ると市場は金融引き締めを米連邦準備理事会(FRB)のドット・チャートと比較して大幅に過小評価してきましたが、FRBが(ブルーベイの想定通り)断固として政策正常化の道を歩むのであれば、いつかの段階でFRBとの戦いを続けることが困難になると見られます。来週以降では、雇用統計、とりわけ平均時給の伸びが市場の注目を集めると見られます。過去6ヶ月間で3回の利上げが実施されたにも関わらず、(ドル安、株高及びスプレッド縮小の影響で)広範な金融情勢が緩和傾向にあるなかで、雇用統計が市場予想を上回る内容であった場合、7月のFOMC会合においてバランスシートの縮小プログラム開始が発表されても不思議ではないと見ています。市場ではこの発表は9月になるとの見方が大勢ですが、プログラムの詳細のほとんどが6月に既に発表されており、市場の反応が抑制されていたことを踏まえれば、この発表をイエレンFRB議長の見会が予定されている四半期に一度の会合(次回は9月)まで先延ばしにする必要性はそれほどないと見ています。

ユーロ圏では、ECBが金融緩和政策の縮小に関して非常に慎重な姿勢を維持するとの見方に変更はありません。経済成長は上向き基調を維持しているものの、低インフレ及び大幅なアウトプット・ギャップはドラギECB総裁にタイミングを伺う余地を与え、結果としてドイツ10年国債金利は今後数ヶ月に亘って0.25%から0.50%のレンジ内に留まると見ています。このような投資環境は、政治的リスクの継続的な低下が見られる欧州周辺国

に対する投資家のリスク選好の追い風となると見て、スプレッド縮小期待からキプロスやイタリアのオーバーウェイトを維持しています。また社債市場に対する前向きな見方も維持しており、とりわけ欧州金融銘柄の足元の良好なパフォーマンスは継続すると予想しています。

エマージング市場においても概ね良好な投資環境が続くと見えています。実質金利が高くインフレ圧力が低下するなか、エマージング市場では多くの中央銀行が利下げを行なうと予想しています。中国における直近の金融緩和も成長を後押しすると見ており、より広範には、原油市場における供給過剰という状況とは別に、商品価格の反発材料になる可能性があると考えています。現段階ではエマージング通貨市場において明確なトレンドは見られませんが、広範なドル高基調が影を潜めるなか、インド・ルピーやマレーシア・リングなど多くのエマージング通貨に上昇余地が残されていると見えています。

グローバルに前向きな見方とは対照的に、英国に対する弱気な見方に変更はありません。欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)の手続きを進めるなか、英国経済において職や投資、税収が減少することに伴う成長の鈍化が見られます。また緊縮財政に対する不満を背景とした財政緩和も状況を悪化させる要因となっており、与党・保守党は支持率の低下及び労働党党首であるジェレミー・コービン氏に対する支援拡大に対抗するため、財布の紐を緩める必要性に駆られています。多くの国民にとって実質賃金が年々低下し、インフレ率が前年比3%を上回る水準となるなかで、看護師のような公的部門の従事者の賃金上昇に1%の上限が設けられている状況はもはや適切ではなくなっていると見られます。さらに、過去を見ると英国は自国内の問題から抜け出す際にリフレを起こす傾向があったように見られますが、スタグフレーションに伴う痛みを最小限にするため、リフレというオプションが今後数ヶ月間で最も抵抗の少ない道であると見えています。

このような環境において、イングランド銀行(中央銀行)は困難な立ち位置にいると見られます。多くの金融政策委員会(MPC)メンバーが利上げが適切であると判断しているとは言え、最終的には成長が鈍化するのであれば利上げは困難になる可能性があります。したがってブルーベイではハード・ブレグジットを予想するなかで英ポンドに対する弱気な見方を維持しています。また実質金利が大幅にマイナスとなっているなかで、英国債券は構造的に割高であると見ており、英国債に対しても非常に弱気に見ています。イングランド銀行が更なる量的緩和(QE)を行なう可能性は低く、財政赤字により英国債の発行も増えることから、今後英国債は希少プレミアムのある資産ではなくなる可能性があります。足元で10年国債金利が1%近辺であることから英国金利がさらに低下する余地は限定的であり、むしろ上昇する余地が多くあると見えています。政治的リスクも当面燻ると見られ、全ての英国資産に対して構造的な弱気見通しを持つ時期であると判断しています。そうは言いながらも、先週ロンドンの不動産市場は再びにわかに活気づいているとの噂もあります。とある女性は、ダウニング街10番地のテラスハウスに住むために、10億英ポンドを支払ったそうです。この資金で、メイ首相はアイルランド・プロテスタント系政党、民主統一党(DUP)から閣外協力を得ることが出来ることになりました。

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。

エマージング債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマージング債オポチュニティ戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、エマージング社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、イベント・ドリブン・クレジット戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（税抜き）、ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）

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。

その他、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（2017年7月3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