

## 市場アップデート – 2016年11月25日

マクロを再び偉大にしよう ; Make macro great again



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

年末が近づくにつれ、投資家の目は政策及び政治が市場心理を左右する欧州にシフトしてきています

お祭り騒ぎとなった二週間を経て、米国が感謝祭(サンクスギビング)の休暇に入ったことから、ここ数日間の市場は比較的落ち着いた様子を見せました。しかし、良好な経済指標とトランプ政権が幅広い、実務的なメンバーで構成されるとの期待感から、米国債金利、米ドル、米国株は上昇を続けました。こうしたトレンドはさらに続く可能性があると考えており、市場は2017年に一度の利上げしかまだ織り込んでいない状況ですが、ブルーベイでは4回の利上げが実施される可能性もあると考えています。

一方、欧州ではフランス大統領選挙の共和党候補者選出の結果はサプライズとなり、世論調査では三番目に位置していたフィヨン氏が第1回投票を制しました。単純にみれば、信用できないのは世論調査の質であると考えられ、ともすると世論調査の結果がどうであろうと、市場にとってマリーヌ・ル・ペン氏が大統領の決選投票で勝利する可能性を完全に排除することは難しくなってきます。現段階ではこの可能性は三分の一程度と考えていますが、投票までにはまだ時間があります。フランス国民戦線が5月の選挙で勝利することとなれば、EUによっては激震となり、ユーロ存続の可能性も脅威に晒されることになるかもしれません。安定した通貨統合が永続するには、各国がより財政及び政治の面で協調する必要があると考えます。しかし、ル・ペン氏の下ではフランスはこれと逆行した方向に向かう可能性があり、政治的な多様性はEUを分離することにつながると考えられます。

フランス及びイタリアでの政治懸念により、欧州国債のспレッドは拡大しており、2年ぶりの水準まで拡大しています。イタリアの国民投票については、“No”となる可能性が高いとみられていますが、状況は拮抗しているようです。しかし、“No”となった場合でも完全に悪いニュースであるとは言えず、選挙制度改革を推し進めることに失敗した場合、世論調査で一番の支持を集めている五つ星運動の力が強まることを逆に抑制する働きを持つと考えられます。しかし心理的な面から、イタリア国債を買いたいと思う投資家は選挙が終わるのを待つ一方で、売りたい投資家はこのイベントの前に売りたいと思っていることから、短期的な需給の不均衡が起きています。先週の欧州当局とのミーティングでは、この状況が当局の不安を増長していると感じました。

欧州中央銀行(ECB)は理想的には、3月以降に資産の買い入れ額を減額(テーパリング)を出来るようにしたいと考えていると思います。インフレ率は1-3月期に上昇し、経済成長は比較的堅調に改善してきています。ドイツはずっと嫌ってきた政策を解消したい気持ちが強く、ECBが買入れた債券の残高に注目することを求めていることから、2017年3月以降の買入れは更なる金融緩和として彼らの目には映ると考えています。しかし、市場は量的緩和(QE)について、資金供給という面に着目していることから、買い入れ額の減額は金融引き締めとして捉えられ、欧州周辺国債のспレッドは大きく拡大する可能性があるともみています。このことから、最近のспレッド拡大を考えると、テーパリングが発表される可能性はかなり低下してきていると思えます。そのため、ECBは当面の間3月以降のQEに関する発表を先延ばしにすると予想しています。買い入れプログラムの微調整は行われるかもしれませんが、ECBは板ばさみ状態に陥っているかもしれません。

## ドイツは、ずっと嫌ってきた政策を解消したい気持ちが強いとみられます

こうした背景に対して、ドイツ短期国債金利は過去最低水準まで低下しており、2年債がマイナス0.74%まで低下したことは注目に値します。この背景の一端は債券の不足で説明が付きまゝ(ECBはドイツ連邦銀行にECBが買入れた債券のレポを増やすように要求したものの、そう簡単に改善がみられるものではありませんでした)が、これはQEが銀行に対してどういった意味を持つかを示していると考えており、バランス・シート上におけるユーロ(キャッシュ)の経済的コストはマイナス0.95%の金利になると見えています。レバレッジを考慮後でバランスシート上のキャッシュに対して国債を担保として持つ必要があり、このことから、短期債金利はこの水準に引っ張られていくと考えてきました。これが、米国債、英国債、日本国債が30年間におよぶ金利低下から反転し、この数ヶ月間で長期的な弱気相場に突入したと考えるなかでも、ドイツ国債に対してはネガティブな見通しを持っていないからです。

アジアでは、人民元が下落したことには注目しており、中国の資産家からの資金流出が人民元への圧力となって、この動きは今後も続く可能性があると考えています。社債のスプレッドはほぼ変わらず、エマージング市場はトランプ氏の当選以降の大幅な下落からやや安定を見せました。

今後の見通しについては、投資家は米国債と米ドルの動きが急で行き過ぎではないかという点に思い悩んでいます。しかし、来年の利上げについて十分には価格に織り込まれていないとみていることから、ブルーベイではこのトレンドはさらに続く可能性があると考えています。米国株式が上昇を続け、10-12月期の経済成長率は4%近くになる可能性があることを経済指標が示す中で、経済指標は今よりも軟調で、財政刺激への話題もなかった2016年のスタート時と同水準の金利水準を高いと見るのは時期尚早であるとみえています。10年債金利は2.5%を次のターゲットとして考えており、短期債については来月末までに2017年に3回の利上げを織り込む水準まで上昇すると予想しています。

12月に入っても話題は尽きず、英国では最高裁がブレグジットに関する判決を出し、イタリアでは国民投票が実施され、FRB及びECBの会合も控えています。しかし、今週最も面白かった話題は、トランプ氏が勝利を収めた直後に本人と話したという人物との話です。空想に満ちているかもしれませんが、元々トランプ氏が大統領選に立候補したのは、ブランド構築のためだった可能性があり、本当に勝利すると思ったのはかなり遅い段階になってからだという話でした。トランプ氏は、世界のリーダーとの会話や任命しないといけな最終候補者のリスト作成を楽しんでいるようですが、テレサ・メイ英首相は話した直後に名前を忘れられてしまうなど、大きな印象を残すことは出来なかったようです。

メイ首相の在任期間はさほど長いものにならないかもしれませんが、2017年の選挙において勝利する確率は50:50であるとみており、労働党、スコットランド国民党、自民党の連立代表でジェレミー・コービン氏が勝利するかもしれません。意外なことかもしれませんが、コービン氏の政策はトランプ氏の政策と重なる部分が多くあります。インフラ投資の強化、トップ1%の富裕層からの所得の再分配、シリアからの撤退、ロシアとの友好関係強化、などがそうした政策として挙げられます。実に奇妙な世界となっていますが、政策及び政治が市場のボラティリティを高めていることから、マクロ要因による投資機会が多くみられることを期待しています。

---

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  
関東財務局長(金商)第1029号  
加入協会:一般社団法人日本投資顧問業協会

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(2016年11月28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