



BlueBay  
Asset Management

## 市場アップデート – 2016年12月2日

### アドベント・カレンダーのような投資環境



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

#### イタリアでの国民投票、オーストリアでの選挙、ECB及びFRB会合が控え、多くの行動が求められる市場となっています

先週はイタリアの国民投票が投資家の注目を集めました。イタリア国債のスプレッドは2年ぶりに拡大した水準となり、有権者は憲法改正を拒否し、レンツィ首相は辞任に追い込まれるとの観測が広まりました。先週イタリアを訪れましたが、確かに国民投票の行方は非常に不透明であるものの、英国のEU離脱(ブレグジット)の時とは異なり、市場はワーストケース・シナリオを織り込んでみるとみられ、むしろ”Yes”の結果となった場合のほうが政治的に大きなサプライズになると見受けられます。投資家はイタリア国債への投資を控えており、国内投資家も不透明感が拭い去られるまで様子見の状況にあるようです。しかし、予想通り”No”となった場合、市場はこのことを悲観的に捉えすぎていると考えています。2017年の早期選挙は主流政党にとっては望ましくないことから、レンツィ首相が慰留される、もしくは暫定政権に変わった場合、この国民投票によって実質的な変化はほとんどないものと考えています。この点から、イタリア人にとってはこれまでの憲法が維持されることになり、景気悪化の懸念はあるものの、イタリアでの問題は緊急のものではなく慢性的なものであり続けると予想しています。このことから、イタリア国債のショート・ポジションを閉じ、わずかなロング・ポジションを取りました。欧州政治が全体的に悪い方向に進んでいるように見えることから、短期的な取引となる可能性はあるものの、国民投票以降にさらにロング・ポジションを積み増すかもしれません。

その他に欧州ではブリュッセルにリサーチに行きましたが、欧州の経済成長は改善しているという確信度が高まりました。これは最近の購買担当者指数(PMI)や7年ぶりの低水準となった失業率でも裏付けられています。またドイツを除いては、財政及びインフラ投資の拡大への関心が増していると感じましたし、トランプ氏の当選以降、北大西洋条約機構(NATO)の要件を満たすためにいくつかの政府で防衛費の拡大計画がみられることも興味深いと感じました。マイナス金利に対する熱狂も急速に冷え込む中で、ECBの買入れプログラムを背景としてドイツ国債は不足が続いていることから、米国、英国、日本よりは前向きであるものの、以前よりもドイツ国債に対する前向きな見通しを弱めました。

#### ブリュッセルにリサーチに行きましたが、欧州の経済成長は改善しているという確信度が高まりました

米国の経済指標は引き続き堅調で、7-9月期のGDPは3.2%に上方修正され、消費及び企業の景況感はかなり上向いています。しかし最も注目したのは共和党の税制改革案に再度注目が集まっていることで、かなり大胆な内容であることが想定されており、2017年の前半には推し進められる可能性が高まっているとみています。この中には大幅な法人税のカットと共に、通常の消費に課税される消費税(VAT)のように、キャッシュフローが発生する所での税金を導入といった「国境による調整」も含まれているようです。これに関連したものとして、輸出品に対する税金を免除する一方で、輸入品には税金を課すことで、国内製品の魅力が増すこととなることから、エマージング市場から労働力が再び米国に向かうことを狙いとするというような事が挙げられます。米国は完全雇用状態にあることから、賃金は上昇方向にあることは確実であると思われ、先物市場は2017年の利上げを一度しか織り込んでいないことから、米国金利については出来る限りのショート・ポジションを取ることにしました。現段階では2017年の利上げ回数は4回が妥当であると考えています。

クリスマスまで3週間となりましたが、年末まで忙しくなりそうです。イタリアの国民投票のあとは、米連邦準備制度理事会(FRB)と欧州中央銀行(ECB)の会合があり、季節的に流動性が低下している時期に、市場に大きなボラティリティの高まりを引き起こす可能性があります。連邦公開市場委員会(FOMC)については、利上げを確実視していますが、このことで2017年の利上げ観測が急に刺激されるきっかけになるかもしれないことを懸念しています。欧州では、量的緩和の引き締め(テーパリング)の発表があるのかは非常に拮抗しているとみていますが、イタリアの国民投票の結果が”Yes”となって国債のспレッドが大きく縮小することがあれば、この可能性は高まるとみています。

一方で、英国ではザック・ゴールドスミス氏がリッチモンドパーク選挙区の補欠選挙に敗れたことは驚きでした。保守党の支持者の大多数が、残留派が多い選挙区でブレグジットに反対を唱える自由党支持にまわりました。この結果、テレサ・メイ首相は2017年の総選挙で敗れるであろうという見方が強まり、ジェレミー・コーピン氏が来年のクリスマスを首相官邸で祝う可能性が高ったと言えるでしょう。ザック・ゴールドスミス氏はロンドン市長選にも敗れており、アラン・ジュペやヒラリー・クリントンと同様に2016年の敗者に加わることになりました。

あまりにも色々なことが起こっている中で、見落とされがちですが、オーストリアでも週末に選挙があります。オーストリアでも移民問題への懸念から、極右派であるオーストリア自由党のノルベルト・ホーファー氏が当選する可能性があるともみられています。これは欧州での政治的な困難を思い起こさせ、2017年のフランス、オランダ、ドイツに連なる選挙での政治的な分離の可能性を物語るものになるかもしれません。ホーファー氏が、EU離脱の脅威をもたらすことはしないと考えていますが、アドVENT・カレンダー(クリスマスまでの日数を数えるカレンダー)をひとつひとつ開けるように、2016年が終わるまでにまだまだサプライズは隠されています。

---

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12月5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