

市場アップデート – 2018年9月27日 –

ピザのデリバリー待ち

英国では政権が依然としてハード・ブレグジットのシナリオで遊びたがっているようです。一方イタリアでは、やや想定外の予算案に関連した報道を背景に資産価格が下落しました。



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チームヘッド

先週はイタリアの予算案を巡るニュースが金融市場の話題をさらいました。木曜日の夕方（ロンドン時間）に、同盟と五つ星運動の連立政府は、2019年からその後数年間に亘る財政赤字（対GDP比）目標を2.4%に定めることを発表しました。これはトリア財務相が提案していた財政赤字水準を上回るものでした。これにより、ローマ（イタリア）とブリュッセル（EU）との間での新たな対立が生まれ、欧州委員会は更なる詳細が提出されたあとの10月後半にこの計画を差し戻すのではないかという懸念が高まり、イタリア資産は下落しました。

しかし、この計画においてもイタリアは健全なプライマリー・バランス黒字を維持し、GDPに対する債務比率はブリュッセルが望むほどには低下しないものの、上昇するわけでもなさそうです。とはいえものの、これに関しては財政面よりも経済成長面がより影響するでしょう。BBB格への格下げの可能性も確実ではないものの、それなりに高まっていますが、投資適格を維持していた2011年及び2012年の欧州債務危機時とは比べ物にはならないほど財政状況は改善していることから、近い将来このことが脅威となるようなシナリオは描いていません。

さらに、様々な場面でお伝えしてきたとおり、イタリア国債の評価にあたっては、単一通貨市場からのイタリアの離脱（イタレグジット）の可能性を精査してきました。この可能性は引き続き非常に低いと考えており、イタリア国民や政党からイタレグジットを積極的に支持する姿勢はみられません。当初はイタリアの予算案の発表を受けて、イタリア10年債のスプレッドが200bps以下に縮小することを期待していましたが、この可能性は低くなった一方で、スプレッドが拡大を続けることも考えにくいとみています。なぜなら、イールドカーブがスティープ化することで、ショート・ポジションを維持するコストが高まるからです。

予算案の変更

5月には、財政赤字（対GDP比）6%という涙がこぼれそうな予算案が噂されましたが、マーストリヒト条約の上限である3%を下回る2.4%にまで低下したことは、イタリアに対する弱気派はそう信じたくないかもしれませんが、災難からは程遠い水準に落ち着いたと言えるでしょう。多くの観点から0.2や0.3%といったGDPの数値は、債務の持続性に関する冷静な分析においてはほとんど意味を持ちません。しかし、より大きな不安を招くのは、ローマが最初にケンカを売り、イタリアを含むEU諸国が衝突することで、金融市場がその被害者となることでしょう。

“今後数週間はイタリアの予算案がらみの話題に注目が集まります。ローマが最初にケンカを売り、金融市場がその被害者となることでしょう。”

このことから、今後数週間のイタリアのニュースは非常に重要になるとともに、それに対して

市場がどのような反応を見せるかも見ものです。最終的には、イタリアのリスクを積み増したい意向を持っており、イタリア国債のスプレッドがポルトガル国債のおよそ三倍でブラジル国債と同じ水準にあることをみれば、相対価値の観点からは明確に投資妙味があると考えています。メディアで広がるかなりの悲観論と、それが金融市場に波及していることを考えると、投資家は「噂で買って、事実で売る」時がみられるかもしれません。しかし、発表後直後に安易な結論を出すことを急ぐべきではないと考えています。そのため、イタリアについてはロング・ポジションを維持していますが、今後数日間でこのポジションを積み増すか減らすか、について分析を行っていきたいと思います。

経済成長が米国の漸進的な利上げを促す

米国債金利は米連邦公開市場委員会（FOMC）後に低下しましたが、一週間を通してみると金利の動きはほぼ横ばいでした。米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げサイクルに入ってから8四半期目にあたる今回は、FF金利誘導目標のレンジを2.0%～2.25%に引き上げ、2015年以来の水準としました。

緩和的な政策に関する文言は削除されたものの、パウエル議長は現行の金利水準は「中立」水準までは距離があり、金融環境は安定しており経済が力強いなかで、景気後退がみられない限りは、2020年も漸進的な利上げを進めて行く姿勢を示しました。

アトランタ連銀発表のGDP ナウが過去半年間に亘って4%を超え、財政緩和による弾みはまだピークを迎えていない（2019年後半がピークになるとみられる）なかで、米経済は潜在成長率を優に超える成長を遂げており、賃金とインフレ率も今後数ヶ月で上昇することが予想されます。

今後数四半期の利上げは織り込まれていると考えており、2019年にFRBは自動操縦モードから経済指標をより重視する姿勢に移行すると想定していますが、経済見通しを踏まえればFRBが一時停止のリスクを取る可能性は低いとみています。

ノルウェー型の合意がブレグジット反転への足がかりとなるか

英国では、労働党大会において、ブレグジットに関する「国民の投票」の可能性が残されました。これがどういった形で実施されるかは不透明で、労働党のリーダーはEU残留を推し進めたくないように見受けられます。これは早期選挙が実施された場合に、EU離脱派からの支持を失わないためであると思われる。

しかし、労働党メンバーの大半が、ブレグジットの決断を旋回することを支持していることから、航路はその方向に変わったとみています。

特に英国が単一通貨市場に残り、ノルウェー型の合意に至った場合、英国がEUとの間で失うものは、影響力、投票権、そして拒否権であることが明白になると、「Noブレグジット」への視界が開けてくるでしょう。そのため、ノルウェー型の合意は、ブレグジットの反転への足がかりとなるかもしれません。しかし、現段階ではこれはまだ遠く、短期的には多くの保守党メンバーが崖の端には何かあるのかと、ハード・ブレグジットのシナリオで遊びたがっているようです。

英国がそのスタンスを変えるには、2015年にギリシャでみられたような結集の時が必要かもしれないが、EUの政策当局もそのような見方を持っています。これはブリュッセルがウェストミンスター（英国政府）に対して譲歩をする意向がほぼないことを意味しており、秋が深まって気温が低下するのとは逆行して、10月に向けて政治の温度は高まって行く必要があるでしょう。

落ち着きを見せるエマージング市場の話題

エマージング市場にとっては静かな一週間でした。9月に、多くのエマージング諸国では反発がみられましたが、米国債金利が再び上昇した場合のファンダメンタルズ面には懸念を抱いており、今後数週間での逆風要因になりかねないと考えています。欧米の社債市場では、新発債への旺盛な需要が市場の下支えとなり、欧州周辺国の発行体を除いてはボラティリティも低い状態が続きました。社債の投資については機動的な投資を行っており、磐石なマクロ・ストーリー、魅力的な価格水準、信用力の改善が下支えとなっている金融劣後債を選好しています。その他では、既発債と比較して割安感が強い新発債に注力した投資を行いました。

今年最後の四半期の見通しですが、イタリアのボラティリティがおさまり、エマージング市場のニュースが落ち着きを見せれば、市場の目は経済活動に再び向けられると考えています。貿易に関するニュースや懸念を踏まえても、購買担当者景況指数（PMI）が景気拡大を示し、労働市場の指標も磐石な状況が続き、消費者物価指数や賃金が上昇しても不思議ではないと考えています。グローバルな状況がリスク資産にとってポジティブな状況が続けば、次四半期に主要金利は上昇するかもしれません。しかし、あまりにも急速にこの動きがみられた場合には、リスク・オフによる質への逃避がみられる可能性もあります。こうしたことから、慎重な歩みを続けることになるでしょう。

イタリアについては、政策当局が自分たちが何をしているのかを理解してくれることを願っています。金融市場が許す限りの財政面での支持者へのプレゼントを持っていたい、という姿勢を取っているようにみえますが、果たして正しく市場の反応を読むことが出来ていたのか、それともただ単に市場をおちよくっていたのかは、ピザのデリバリーを頼んでいる間に分かるでしょう。

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 1.05%（税抜） / エマージング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（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ござい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（2018年9月27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