

市場アップデートー2019年2月7日ー

恐怖のハード・ブレグジットまであと50日……

英国は、このまま夢中歩行の状態で「合意なしの離脱」の崖から落ちてしまうのでしょうか。一方米国経済の見通しは明るく、中国経済が既に底打ちしたとの見方がリスク資産を押し上げる可能性があります。



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、ユーロ圏の軟調な経済指標を背景に、欧州委員会がユーロ圏の経済成長見通しを引き下げるなか、ドイツ国債利回りが3年ぶりの水準まで低下しました。

中でも今年の経済成長率見通しが0.2%に引き下げられたイタリアは、引き続き他のユーロ諸国と比較して苦戦しているほか、直近の企業の業績発表シーズンを通して確認されたように、足元のグローバル貿易減速が輸出セクターの足かせとなるなか、ドイツの成長も弱含んでいます。

これらの減速の大半は中国からの需要減退に起因するものです。ただし、中国に関しては消費が昨年11月に底打ちし、その後回復基調にある可能性を示唆する指標には勇気付けられています。

中国当局による相次ぐ緩和策の発表や、関税に関連した懸念が和らいでいることが、中国からの需要の安定化につながっていると見られます。ただし、実際に公の経済指標にこの兆候が現れるまでにはあと数ヶ月掛かるとみています。

欧州で政策支援の兆し

そんな中、政策当局がグローバルにハト派寄りへと姿勢転換している兆しが見られますが、ユーロ圏が他地域と比較して無防備であることを踏まえれば、今回の欧州委員会の見直し引き下げを受けて、欧州中央銀行（ECB）は降伏し、ドラギ総裁は次回3月の会合で、市場予想を大幅に上回る内容の貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）の再実施を迫られるとみています。

ECBにとって、金融政策が効力を失ってしまったとの印象を残すことは危険であり、最終的には各国で協調した形での財政緩和が必要でありながらも、その同意を形成するためには時間が掛かると考えています。

ここ最近の発言から、ドラギ総裁や他の高官が居眠り運転をしていると結論付ける市場参加者がいても不思議ではありませんが、より緩和的なスタンスを採る前に委員会の経済見通しの引き下げを待っており、いまやその段階に近づいているとの見方をしています。

海の先には明るい空

大西洋を渡った先の米国では、経済指標が引き続き上向き基調を維持しており、米国経済はモメンタムを失うどころか、むしろ勢いを増しているとみています。

金融環境を示す指数の改善が継続していることは、今後、消費者信頼感を示す指標が反発していくことを示唆しており、直近の大寒波による影響にも関わらず、米国経済は熱を帯びた状態を維持するとみています。

為替：エマージングが際立つ

米国及びユーロ圏経済の格差拡大を踏まえ、ブルーベイではユーロに対する米ドルのパフォーマンスを前向きにみており、今後数週間で1ユーロ=1.10ドルの水準を突き抜ける可能性があるかとみています。

ただし、グローバルにインフレが定位に留まり、FRBが今後半年間は利上げを停止する姿勢を示しているなか、より全般的にはエマージング市場の通貨に対する前向きな見方を維持しており、タイやロシア、コロンビア、ブラジル、チリなどで小幅なロング・ポジションを保有しています。

また日本経済が相対的にアウトパフォームする可能性があるほか、日本円が価格評価面で割安であるとの分析を踏まえ、日本円に対してもポジティブな見通しを持っています。

供給への懸念が社債市場の重石に

一方で、需要を上回るペースでの供給に対する懸念から、社債に対してはやや慎重にみています。企業の業績発表シーズンが終わり、今後数週間で新規発行額が増加するとみられる一方、一部関係者の話に基づく、資産配分全体において、現時点で社債のエクスポージャーを増やすことを計画している最終顧客は少ないとみられるためです。市場では先週もCDS指数のスプレッドが縮小基調を維持し、現物債の指数のパフォーマンスを上回る傾向が続きました。

その他では、償還期限の延長リスクに関連した懸念が和らいだことなどが、金融劣後債に対する投資家心理の下支えとなりました。具体的にはサンタンデール銀行が、パー価格から大幅なディスカウントで取引されている劣後債を、次回コール日にコール償還する可能性が高まったことなどが材料視されました。

金融機関の信用力は改善傾向を維持

ここ最近の社債全体のスプレッド拡大や、ユーロ圏の利回り曲線のフラット化、欧州周辺国を中心とした経済成長に対する懸念などを背景に、欧州金融劣後債に対する投資家心理は足元でやや弱含んでいました。

しかしながらブルーベイでは、不良債権の減少や自己資本比率の継続的な改善などを背景に、欧州金融機関の信用力は改善軌道に乗っていると考えていました。

さらに、ECBが3月に積極的なTLTRO導入の発表で市場にポジティブ・サプライズをもたらせば、一般的に金融セクターにとって非常に好材料になるとみていました。

荒涼とした英議会周辺

先週は中国の旧正月の祝日に伴うアジア市場の休場により、比較的静かな一週間でしたが、ブレグジットの期限が迫る中で引き続き英国の話題が紙面を賑わす展開となりました。

離脱案を巡って「重要な（無）意味を持つ」議会採決は2月末まで延期されることとなりそうですが（もはや驚くことでもありませんが）、ブリュッセル（EU）は離脱案修正に関して

メイ首相に譲歩することを拒むとみられます。

英国議会周辺の空気は非常にどんよりとしていると感じられ、ブルーベイでは、英国がこのまま夢中歩行の状態です。3月末に「合意なしの離脱」の崖から落ちてしまうことへの懸念を強めています。

その意味で、先週欧州理事会のドナルド・トゥスク常任議長が、「(何の具体策もなく有権者に離脱を勧めた)ブレグジット推進派には地獄に特等席が用意されている」と発言したことは、暗にEUの要求水準を引き上げ、政治熱を高める意図があったのではないかと考えられます。

ブルーベイがこれまで述べてきたように、危機的な状況であるとの認識がない限り、歩み寄りへと向かうための十分な意識は醸成されないという見方に、EU側も立ち返っているとみられます。

現段階では、「合意なしの離脱」リスクが市場に十分に織り込まれていないとみていますが、最終的にはブレグジットがキャンセルされる可能性も十分にあり得るとの見方を維持しています。いずれにしても3月末になるまでは、最終的にどのような結果をもたらされるかを正確に予想することは困難であるとみられます。

中国の底打ちがリスク資産の追い風に

今後の見通しとして、リスク資産にとって着実にポジティブな報道が増えていく可能性があると考えています。中国経済が既に底打ちしたとの見方はとりわけ重要であるとみられ、グローバルの政策当局が景気刺激策に注力し、緩和策を維持する姿勢を示していることから、比較的穏やかな投資環境が予想されます。

トランプ米大統領は今月末には中国との通商協議を終わらせるとみており、その結果4-6月期にはユーロ圏の関税に視線が向けられることが予想されるものの、今のところは比較的市場に友好的な報道が続くとみています。

欧州の成長に関連した悪材料を受けて、政策当局はより緩和的な姿勢を打ち出すとみており、経済活動を示す指標に底打ちの兆しが見られている中でも、引き続き支援材料になるとみています。

その意味で、悪い (bad) ニュースが実は良い (good) ニュースとなり、米国では良い (good) ニュースが素晴らしい (great) ニュースになると言えるかもしれません。

実際、ブレグジット推進派からの政策提案まがいのジョークが全く受けない状態が続くなか、現時点で悲惨な道を歩んでいると見られるのは英国のみです。

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

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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング債アンコンストレインド戦略：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（2019年2月7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