

## 市場アップデートー2019年2月28日ー

### ブリュッセルが切り札を握るなか、ブレグジットは2021年まで延期？

交渉期限の延期をせがむためにブリュッセルに戻ることはメイ首相の名誉挽回にはつながらないと見られますが、同首相が「英国悲劇の主演女優賞」候補になっていることは国民の士気を高めることにつながるかもしれません。



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

先週の金融市場では、特段目新しい材料が見られず、資産価格は概ねレンジ内の動きに留まりました。

パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の米議会での証言内容は、直近のFRBの言動と完全に足並みを揃える内容で、堅調な国内経済成長に言及しながらもグローバル経済に対する懸念を示しました。

#### 株価上昇は中国の安定を示唆

ここ数ヶ月間では、とりわけ中国における需要減速が主要な下方リスクとして挙げられていますが、米国との通商合意に向け着実に進展しているとみられるほか、年初来での中国株式市場の上昇は目を瞠るものがあり、米ドルベースで25%以上上昇し、2018年後半の下落分を取り戻しています。

中国経済の成長見通しにおいては引き続き安定化の兆しが見られており、年初の債券発行の急増に続き、今後インフラ投資が伸びていくことを予想しています。

直近、中国の経済省を率いる李克強首相が、中国人民銀行（中央銀行）による緩和策が過剰であり、それにより消費の加速に伴う新たなリスクが生じているとの苦言を呈したことや、先週も証券監視委員会が株式市場の強気なセンチメントを抑制しようと試みていたことは興味深いと考えています。

#### 米経済の力強さを踏まえ、金利は上昇へ

その意味で、全体のリスクバランスがやや変化している可能性があり、このことは米国に関して言えば、経済状況が堅調さを維持しているなか、ブルーベイが今年後半に利上げを考える根拠となっています。

米国の金融環境は、昨年起きた純引き締め50%が年初来で既になくなっており、米株式市場は再び過去最高値近辺まで上昇するとともに、社債スプレッドも縮小しています。米国債の利回りは低下し、FRBはハト派寄りの姿勢へと転換しており、次回の3月の会合に

において、量的引き締め（QT）の年内での終了を発表するとみられています。

商品相場もここ数週間で回復基調にあり、このことは、今後数ヶ月間の経済指標に表れる可能性のある、グローバル需要の転換点と整合的であるとみられます。

中国では、概ね穏やかな状況を踏まえ、北京（中国政府）が今後数四半期で地方政府のデフォルト率上昇を容認する可能性が懸念視されています。しかしながら、より全般的に見れば、金融政策面でのより穏やかな見通しが下支えとなるなか、**2019**年もデフォルト率は世界的に低位に留まるとみられています。

とは言いながらも、社債市場では3月に巨額の新規発行が予想されていることから、スプレッドが縮小基調を維持する可能性は低いとみています。

通常新規発行が嵩む際には、ディーラーの多くが、リスクを大幅に削減する傾向があり、四半期末には通常銀行がリスクを軽くすることもスプレッドの圧力になると見ています。

したがって、社債市場に対しては引き続きやや慎重な見方をしていますが、トップダウン・レベルで見ると相対的に前向きなマクロ見通しを維持しています。

## 欧州では引き続き選挙が注目材料に

欧州では、イタリアのサルデーニャ州で行われた地方選挙の結果が、「五つ星運動」にさらなる圧力を加えました。昨年総選挙の際に**42%**であった同党の支持率は、先週の選挙でわずか**9%**まで低下しました。

ブルーベイでは、引き続きイタリアにおいて解散総選挙が行なわれる可能性があるかとみており、サルビーニ氏率いる中道右派の連立政権が今年後半に誕生すると予想しています。仮にこれが実現した場合は、投資家にとって政治面でのポジティブ・サプライズとなるでしょう。

ここ最近、成長見通しの引き下げがイタリアの信用格付けの下押し圧力になるとの見方が広がっていますが、ブルーベイではその可能性は低いとみています。

イタリアは、投資適格級の格付けが全くと言っていいほど懸念視されなかった**2011**年から**2012**年に掛けての期間と比較して、格段に良好な状態にあるとみています。債務負担が大きいことは事実ですが、基礎的財政収支（プライマリーバランス）及び経常収支は黒字であり、低成長は取り組むべき喫緊の課題ではあるものの、現状の対**GDP**債務比率は概ね安定的であるとみています。

その意味で、信用格付けにとっての主な脅威は政治的にネガティブなシナリオ下、つまりイタリアのユーロ及び**EU**離脱への道筋が見え始めた段階において生じるものであるとみています。

しかしながら、そのような展開を支持する国民の声が少ないほか、実際にいずれの政党も支持を表明していないことから、ブルーベイではそのようなシナリオが実現する可能性は非常に低いとの見方を維持しています。

したがって、5月の欧州議会選を前に、反**EU**を掲げるポピュリスト政党が支持を伸ばすことに対する憶測が扇情的な報道につながるかもしれませんが、そのような政党の多くは実際のところ全く反**EU**ではないということを念頭に置く必要があります。

これらの政党の間では、EU を、より成長促進型で、財政を拡大し、ドイツ寄りではない組織へと改革したいとの希望はあるものの、離脱したいとの希望はほとんどないとみられます。

## ブレグジット：一旦停止？

一方、英国における政治的進展はブレグジットの延期という方向へと向かい始めたようです。メイ首相は、自身の離脱案が3月12日の議会採決で否決された場合、リスボン条約第50条が定める交渉期限の延期を申請する用意があることを認めました。労働党のクーパー議員と保守党のボウルズ議員が共同提案した修正動議（「メイ首相の離脱案が否決された場合、リスボン条約第50条に定める離脱期限を6ヶ月延長する」）には多くの賛同が集まるとみられており、現政権の弱みが再び露呈することになると見られていることから、メイ首相による譲歩は避けられないものであったと言えるでしょう。

このような進展により、EU が延期に同意し、そのためにEU が提示する条件に英国が喜んで同意する限りは、3月末の「合意なし離脱」のリスクは大幅に低下したとみています。

その点に関して、現状ブリュッセル（EU）は、過去3ヶ月間で交渉してこなかった多くの点が今後3ヶ月間で協議される可能性は低いとの見方から、交渉期限を90日間延長して6月末とすることで得られる可能性のあるものは少ないということを認識しているとみています。

その場合、英国は既にEUからのいずれの提案も拒否する立場にはないと認めていることから、EUは、自らが采配を振るう立場にあると認識し、交渉期限を2020年12月まで延長する決定をするかもしれません。

## EUの曖昧な妥協案

これまでは、英国が5月の欧州議会選挙に候補者を立てる必要性が生じることが、この解決の最大の課題とされてきましたが、当然、そのようにしてあいまいな妥協案を見出すことが出来るかもしれないことも事実です（過去にEUが物事をごまかしてきた前例がないわけではないのですから）。

仮に大幅な延長が認められた場合、ブレグジットのプロセス全体及び英国政府が疑問視されることになるでしょう。

保守党の強硬離脱派・欧州調査グループ（ERG）が感情をあらわにした反応を示すことは目に見えており、もちろん「ハード・ブレグジット」という最終的な結末の可能性も排除した訳ではありません。

しかしながら、ハード・ブレグジットが3月末に起こる可能性は大幅に低下したとみており、現段階では来年末までブレグジットのプロセス全体が延期される可能性が50%程度あるとみています。

足元ではリスク資産に対する投資家心理の改善と同時に、政策担当者はよりハト派寄りの方向へと動いており、春を迎えるにあたり、良好な内容の経済指標となって表れ始めるとみています。

仮にそうなった場合、数ヶ月間に亘ってゴルディロックスな市場環境が金融市場の支援材料になると考えています。

## 株式パフォーマンスの根深い傷

しかしながら、株式市場のパフォーマンスは非常に底堅く、2018年の損失による痛手を引きずりながら、投資家は神経質な姿勢を維持し、折を見つけては利益を実現するとともに、市場の後退が一時的なものであると判断した場合のみ再び投資を行っていく可能性があるとみています。

3月には、欧州中央銀行（ECB）が新たな的を絞った長期資金供給オペ（TLTRO）を発表し、FRBはQTの終了を発表するとみています。また米中間でも通商協議が合意に至るとみています。これら全てが、リスク資産が上昇を続けるためのポジティブ材料となるかもしれませんが、同時に政策担当者が期待にそえなかった場合は市場の落胆を誘い、市場の反落を誘ってもおかしくないイベントでもあります。

欧州では、他のグローバル経済と比較して経済成長のアンダーパフォームが続くなか、ECBがTLTROの発表を行なわなかった場合には政策ミスとなる可能性があるかとみています。

ドラギ ECB 総裁は市場をがっかりさせないと期待していますが、ここ最近の高官の発言を踏まえると、これに関しては委員会内でも全会一致の判断はなさそうです。

## アカデミー賞の悲劇女優賞

さらに視野を広げると、先週はインド亜大陸で地政学リスクの高まりが見られました。近々総選挙が予定されていることからインドのモディ首相は弱みを見せることは避けたいと見られますが、インドとパキスタンの両者が失うものしかない、対立の更なる激化が起こらないことを願っています。

ブルーベイでは、和解及び対話を予想しており、元クリケット選手であったパキスタンのイムラン・カーン大統領には、両国間の敵対行為を再びあるべき場所であるクリケット場へと導くことを期待しています。

一方で、2019年のアカデミー賞授賞式は、自身のパフォーマンスが受賞に値する、世界を舞台にした政治的役者は誰かどう考えてみるきっかけとなりました。トランプ米大統領は良いコメディアンであり、イタリアのサルビーニ副首相は愛すべき悪党を描く堅実な演出家だと言えるでしょうか。しかし、ブレグジットという悲劇におけるメイ首相の名演技こそ主演女優賞に値するでしょう。21ヶ月の期限延長を勝ち取ったときの演技もリハーサルしているのでしょうか。

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