

## 市場アップデート – 2019年3月14日 –

### 女王陛下万歳！

スペインは、ブレグジットの混乱を選挙戦において活用できるかもしれませんが、ブレグジットに関しては依然として全てのシナリオが可能性を残しており、英ポンドの見通しは複雑化しています。



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、米国で発表された消費及び投資に関連した指標は堅固であったものの、CPI で見たインフレ率が概ね穏やかな水準であったことなどを背景に、主要国金利は小幅な動きに留まりました。

今月初めに発表された米雇用統計では、平均時給の小幅な伸びが確認され、堅調な成長及び企業収益が維持されているなか、現時点では、賃金の緩やかな伸びが広範な価格圧力へとつながっている兆しはほとんど見られていません。ただし、昨年10-12月期の商品相場下落に伴うマイナスのベース効果が剥落していくなか、今後数ヶ月間においてインフレ率がじわじわと上昇を始める可能性もあります。

また先週は、成長に対する懸念の後退や、緩和的な政策に対する期待感から、リスク資産の堅調なパフォーマンスが続きました。

### ドット・チャートは引き下げられる予想

今週予定されている米連邦公開市場委員会（FOMC）では、メンバーの政策金利見通しであるドット・チャートが引き下げられ、政策金利のより穏やかな道筋が示唆されるとともに、バランスシート縮小を今年後半に止めるとして、量的引き締め（QT）終了が事前告知されると予想されています。

このような動きが予想されるものの、ブルーベイでは引き続き米政策金利が今年後半に引き上げられると予想しています。米国内成長は依然として堅調で、グローバルのリスク要因も後退するなか、労働市場の逼迫が継続的に賃金を押し上げていくと予想しています。

これに関して、次のFRBの政策変更が利上げではなく利下げであると市場が織り込んでいることは誤りであると考えています。さらに2020年まで先を見据えても、経済が大幅に鈍化する可能性は低いと考えているとともに、選挙イヤーを迎えるなかで、政策担当者が成長を鈍化させかねない財政政策の大幅な引き締めを行なう可能性も低いとみています。

## 欧州政治：Vox を注視

欧州では、新規発行に伴う弱含みから反発したギリシャが堅調なパフォーマンスとなり、欧州周辺国国債の спреッドは週を通して概ね安定的な動きとなりました。

一方スペインでは、4月に控えた総選挙を前にした世論調査において、極右政党「Vox（ボックス）」の支持率が更なる伸びを見せたことから、スペイン国債のパフォーマンスが相対的に出遅れました。

Vox の支持率は 14%近くまで上昇しており、右派系の連立政権となった場合に第 2 の勢力となるリスクが高まっており、これは投資家にとっては不安材料となるでしょう。

現段階では、依然として中道左派のスペイン社会労働党（PSOE）が支持率でトップに立っていますが、スペインの政治状況が以前と比較してかなり分裂していることを踏まえ、連立政権の樹立は避けられないとみられています。PSOE の支持率の伸びは、主に左派のポピュリスト政党であるポデモスの支持率低下によって説明されます。

しかしながらより視線を右に目を向けると、国民党やシウダダノスといった政党が、Vox の台頭に影響されよりナショナリスト的な方向へと振れている状況が見取れます。このような動きは、仮にこれらの政党が政権を握った場合、カタルーニャとの和解が早期には実現しないであろうことを示唆しています。

ただし、総選挙でどの政党が勝利したとしても、カタルーニャ州の債務に対しては責任を持つと確信しており、今後何年にも亘り、カタルーニャを巡る問題はあつれきを生むスペイン政治問題であり続けると予想しながらも、現時点でスペイン国債と比較して 200bps 以上の спреッドで取引されているカタルーニャ州債には投資妙味があるとの見方を維持しています。

## ブレグジットを選挙に活用？

スペインの総選挙は、EU 離脱の延期を申請するとみられる英国にとっても悩ましい問題となりかねません。ブレグジットの交渉期限延長のためには、EU 加盟国全ての同意が必要であり、このことからブルーベイでは、期限延期が必ずしも規定路線であるとは考えていません。

より具体的には、現時点で主導権を握っており、英国にとって「合意なき離脱」は許容しがたいことを認識している EU は、延期申請を承認することと引き換えに一定の条件を要求するとみられています。

ブリュッセルの政策担当者とのやり取りを踏まえると、メイ首相が自らの離脱案の改善を試みるためにより多くの時間を費やすことができるよう 3 ヶ月の延長を認めることには、理屈がほとんど伴わないと考えます。

結果として、英国側はより確たる結果を達成することに執着する可能性があり、英政府は議会での更なる採決や、結果を承認するための国民投票などを約束する可能性があるとも見てい

ます。またその代替案として、以前に当コメントで述べたように、EU 側はさらに長い 21 ヶ月の延期を提案する可能性があるともっています。

いずれにせよ、EU 側が要求する条件を踏まえ、メイ首相の離脱案が 3 月 29 日を迎えるまでに最もましな案であるという認識が広がり始めることで、3 度目の「重要な投票 (meaningful vote)」において与党・保守党がメイ首相の案の支持に回る可能性も依然として残されているともっています。

明らかに、英議会及び市場では、期限延長に関しての慢心が幾らか存在するとみえています。

## 政治的な慢心

面談した英国の政治家の多くは、ブレグジットの手続きやブリュッセル (EU) 内の政治となると驚くほど情報不足であり、英国が EU を必要としている以上に、欧州が英国を必要としていると考えている政治家からは、ここ数ヶ月に亘って残念な無邪気さを感じています。

一方で、加盟国の離脱手続きを定めたリスボン条約 50 条の発動撤回の可能性は極めて低いとみており、その場合はほぼ間違いなく総選挙になるとみえています。実際、足元で総選挙の可能性は高まっており、与党・保守党及び野党・労働党がそれぞれ内部で混乱を抱えた状態のまま選挙を迎えることは避けたいとの思惑があると思われるものの、こう着状態を打破するためには必要なことであるかもしれず、現段階では明らかに他の国民投票と比べると比較的容易に実施することが可能な選択肢であると言えるかもしれませんが。

## 全てのシナリオが想定可能

したがって、ブレグジットへの最後のカウントダウンが始まっていますが、依然としてほぼ全ての選択肢に可能性が残されている状況です。来年末までの最終的な結果として、「合意なし (No deal)」もしくは「ブレグジットなし (No Brexit)」となる可能性は 30%程度あるともっていますが、3 月 29 日の時点での「合意なき離脱」の可能性は複数のシナリオの中でも最も低いとみえています。

さらに、ほぼ何も変わることなく移行期間に突入するという、現状交渉している合意案は、実際のところブレグジットを巡る一連の失態において、最もわかりやすい選択肢の一つとなった点にも触れておくべきでしょう。仮に英国が合意して EU を離脱したとしても、その後将来の通商関係を巡る交渉という意味で本当に大変な仕事が控えています。

英国資産に目を向けると、ほぼ全てのシナリオ下において、英国金利は上昇に向かう可能性が高いとの確信を維持しています。

「合意なき離脱」という結果が投資家の質への逃避を招いたとしても、下落する可能性が高い英ポンド及び国内の混乱を踏まえ、英国債が長きに亘って安全資産となる可能性は低いとみえています。

さらに、仮に「合意なき離脱」となった場合には、大幅な財政緩和が必要となる可能性が高いと考えます。実際、どのようなシナリオ下においても財政政策は緩和に向かう可能性が高い

いとみており、さらに総選挙の結果として労働党が政権を握った場合、緩和の規模はさらに大きくなり、英国債の大幅な価格下落につながるかとみています。

一方で、英ポンドの見通しはより複雑です。最も上昇が見込めるのは「ブレグジットなし」となった場合ですが、それに至るまでに選挙を経た場合、短期的に英ポンドの追い風となるかどうかは明確ではありません。

英国経済はブレグジット後に他地域を下回るパフォーマンスとなる可能性が高く、合意が通ったとしても英ポンドが大幅に上昇しない可能性もあり、結果として「合意なし」のシナリオが実現した場合にはリスクが下方に傾いた状態が続くとみています。

## 今後の見通し

今後の見通しとして、今週の EU 首脳会議ではブレグジットに焦点が当たるとみられており、全ての人何かまたは誰かの行動を待っている状態で容赦なく離脱期限が迫るなか、市場のボラティリティは高まる可能性があるかとみています。

英国以外の地域では、投資家の注目はFRB 会合に集まるとみられます。パウエル FRB 議長はハト派寄りの発言をする可能性があり、このことが引き続きリスク資産の支援材料になるとみています。

しかしながら、リスク資産の下落が見られない限り、米国債利回りが現状の水準から一段と低下する可能性は低いとみており、金融状況が緩和されているなか、予測可能な将来において、FRB が利下げを行なう見通しは極めて先の話であると考えています。

S&P500 種指数が年初来高値を更新しているなか、堅調な米経済成長やグローバルの下方リスクの低下、緩和的な政策は継続するとみており、四半期末を迎えるにあたり利益を実現したい衝動に駆られる投資家がいたとしても、今のところはリスク資産の上昇のさらなる支援材料になるとみています。

その意味で、グローバル市場において鍵となるのは米国で起きていることであると言えるでしょう。これとは対照的に、英国で起きていることは、非常に局所的な余興のように感じられます。ここ最近のウェストミンスター（英議会）からのニュースは、まるで「カーダシアン家のお騒がせセレブライフ」のエピソードのように中身に富んでいると言えるでしょう。

もし英国が依然としてブレグジットの手続きの終盤に差し掛かっていないとすれば、少なくとも始まりの終わりに近づいていることは事実でしょう。事態はひどく間違った方向へと向かいかねませんが、その点に関しては、少なくともエリザベス女王は頼りになるという事実は、常に安心感をもたらしてくれます。

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

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。最終的な利率・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、その利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3月14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