

市場アップデートー2019年3月22日ー

ノー・ディールかノー・ブレグジットか



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

今後数日間は間違いなくブレグジットの現実に注目が集まるでしょう。次は何が起きるでしょうか？

先週の金融市場では、米連邦公開市場委員会（FOMC）がハト派な結果をもたらしたことにより、米国債利回りが大幅に低下しました。パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長は量的引き締め（QT）の今年9月での終了を発表し、成長見通しの引き下げとともに、参加者の政策金利見通しを示すドット・チャートでは年内の想定利上げ回数をゼロに、2020年までの想定利上げ回数をわずか1回へと引き下げました。

これらのメッセージは市場が望むべく最もハト派な内容であったことを踏まえると、リスク資産の当初の反応が上昇ではなかったことはやや驚きでしたが、4月以降に突入するにあたり、政策よりも成長がより重視されるであろうことを物語る出来事であったとみられます。

春の陽気が心理を押し上げる可能性

その意味で、ブルーベイでは多くの市場参加者と比べるとより前向きな見方を維持しており、春分の日を過ぎ、一日の中で夜よりも昼間が長い季節を迎えるなか、経済指標の弱含みが見られた暗い冬の時期から、今後は経済活動の改善の兆しが確認できる明るい時期へと突入する可能性があるかと期待しています。

米国に関する見通しで重要な鍵を握るのは消費者の動向であるとみており、雇用及び賃金の伸びや減税による効果で可処分所得が力強く伸びているなか、米消費者は非常に健全な状態にあるとみられます。

さらに、過去10週間で、昨年起きた金融引き締めの半分以上が既に失われているとともに、米国以外のグローバル経済からの逆風もおさまりに始めているなか、前向きな姿勢を維持する十分な理由が存在すると考えています。

また、過去5年間における米GDP成長の平均を見ると、1-3月期は年率1.5%増となっている一方で、4-6月期は年率3.6%増となっていることも特筆すべきでしょう。2019年も同様の軌道を進む可能性があるかとみており、結果として、ここ最近の継続的な成長鈍化に基づいて見通しを策定している参加者は、最終的に過度に弱気であったと結論付けることになる可能性があるかと考えています。

米インフレ率は上昇へ向かう可能性

ユーロドル金利先物市場では足元で2020年末までに1.5回の利下げが織り込まれていることを踏まえ、ブルーベイでは米国金利に対する弱気な姿勢を維持しています。FRBによる政策金利見通しの引き下げ及びQT終了は、直近の経済拡大が今年及び来年に亘って継続する

ことを確実にするとみており、賃金上昇が続くなか、インフレ率も徐々に上昇していくと考えています。

したがって、FRBは2020年末までに2回から3回の利上げを行なうと予想しており、ここ最近の成長鈍化がどちらかと言えば一時的な現象であったということが明確になるにつれ、FOMCは今年後半に再び利上げ路線に戻ると予想しています。その意味で、わずか5ヶ月前にはタカ派過ぎるとして冷ややかに見られていたFRBは、5ヵ月後にはハト派過ぎるとして非難の対象になる可能性は十分にあるとみています。

ユーロ圏でも指標が上向く

ユーロ圏でも同様に、今後数ヶ月間で成長関連指標が改善に向かうことを期待しています。ナウキャスト調査には既に回復の兆しが見られており、今後この兆しが購買担当者景気指数（PMI）などのその他指標においても確認されていくとみています。

先週フランクフルトで行なった複数の政策担当者とのミーティングにおいても、同様の明るい見通しが感じられました。ただし、米国の場合と比較すると、欧州の経済活動は大幅に低い水準からの回復となることは明らかです。

直近欧州中央銀行（ECB）が発表した新たな貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）も更なる支援材料となり、ECBはユーロ圏の銀行セクターを下支えするための次の政策手段として、当座預金に適用する金利の階層方式採用に動く可能性もあるとみています。

ユーロ圏の銀行は、中銀に預ける超過準備金に適用される-0.40%のマイナス金利によって、実質的に年間80億ユーロを支払っていることとなります。

これとは対照的に、米国の銀行は、FRBに預ける超過準備金に対して年間400億米ドルを受け取っています。ユーロ圏で当面は利上げが予想されていないなか、銀行セクターに対する実質的な課税を止めるため、ECBも日銀同様に階層方式の検討を進める可能性があるとみています。

このような行動は投資家の信頼感を下支えするとともに、現段階でECBが行動を起こすにあたっては無力であると考えている一部市場参加者の見方とは裏腹に、ECBは依然として政策ツール及びイニシアチブを残しているという印象を与えることで、市場に好感される可能性が高いとみています。

ブレグジット：始まりの終わり

そんななか英国では、期限が一週間後に迫ったブレグジットに関する見通しが引き続き市場概況を覆い隠す展開となりました。

長きに亘ってブレグジットに関する議論を続けながらも、ほとんど何もおきていません。サッカーで言えば、0-0の泥仕合のようですが、最後のホイッスルがなる瞬間が近づくにつれて、決定的な結果が必要となることは分かっています。さらに、将来の通商関係に関する交渉は今行われているよりもさらに問題を抱えるものになるとみており、移行期間に突入することはただのブレグジット物語の「始まりの終わり」であり、「終わりの始まり」ではないことも認識しています。直近のニュースをみると、EUは4月12日までの離脱期間の延期を

提示し、試合は延長戦にもつれこむことになりました。これにより、「合意なき離脱」という差し迫った危機がない限りは、可決が難しいと思われたメイ首相が提案する離脱案が承認される期待は消え失せたとみられます。

最も可能性が高いと思われるのは、長期間に亘る交渉期間の延長ですが、メイ首相の在任期間はカウントダウンが始まっており、保守党の代表にはより EU 離脱推進派の人物が就く可能性が高いと思われます。

このことから、何らかの形での合意の可能性は低下しており、英国は最終的にハード・ブレグジットかノー・ブレグジットを選択しなければならなくなりそうです。同時に、総選挙の可能性も高まっています。

英国債利回り上昇を投資機会に

このような英国におけるリスク要因がグローバル資産に与える影響を精査するなか、英国で起きていることはグローバルに影響を及ぼすというよりはやや局所的なものであるとの見方を維持しています。

今後数日間で、市場の慢心が試されるなか、英ポンドにやや下押し圧力が掛かる可能性もありますが、より大きな投資機会は英国債の価格評価に存在していると考えています。

足元で 1.1%程度となっている英 10 年国債の利回りが今後も低水準に留まるとは考えづらく、さらに長期債に関しては、実質金利がマイナス 2.2%となっており、満期まで保有した場合に投資家は実質的な価値の 3 分の 2 を失ってしまうことになります。

仮にメイ首相の離脱合意案が可決された場合、金利は足元の低水準から 10-20bps 程度上昇するとみています。また長期の延期や、総選挙もしくは第二回の国民投票の可能性が高まった場合、金利はより大幅に上昇するとみています。

これとは対照的に、金利が低下するのは、「合意なき離脱」となり、投資家の質への逃避による影響を受けた場合のみであるとみています。ただしこのシナリオ下においても、英ポンドの急落が予想されるため、市場では「英国売り」の取引が加速し、英国債が投資家にとっての安全資産に留まるのは一時的であると予想しています。

さらに、「合意なき離脱」となった場合に大幅な財政刺激策の必要性が生じるのは明らかであるとみられ、このことも英国債利回りの上昇圧力となるでしょう。

その意味で、英国債利回りは興味深い投資機会を提供しているとみており、現状の水準から 2 倍近くの水準まで金利が上昇しても不思議ではないリスクに対して、市場には過度な慢心が存在しているとみています。

今後の見通し

今後を見据えるにあたり、グローバル経済成長に対する概ね前向きな見通しを維持しています。現状では、トップ・ダウン及びボトム・アップ双方の材料が比較的強弱入り混じった概観をかもし出していることは事実ですが、ブルーベイでは数ヶ月前に潮目の変化があったと考えており、今後その事実が次第に経済指標に現れていくと予想しています。

株式市場は年初来で明らかに楽観的な見方 (glass half-full) を採用しており、政策担当者にも相場上昇を促す姿勢が見て取れるなか、経済指標及び企業業績が支援材料となる限り、強気相場がさらに続く下地は明らかに整っているとみています。

需給の観点からは、多くの投資家が価格上昇に十分にさらされていないと見られるなか、市場は不安の壁を登り続けているように感じられます。経済指標は重要となるものの、企業収益の伸びが相対的に小幅に留まるなかでも、株価収益率の拡大 (マルチプル・エクспанション) の可能性も十分にあるとみています。

その他では、ブレグジットの現実が間違いなく今後数日間の注目材料となるでしょう。メイ首相が今週採決に失敗した場合、「次は何が起ころのでしょうか？」という質問を多く受けることになりそうです。

まず、議会で採決されるのは英国の大臣 (Minister of the Crown) によって提出された法案のみであることを念頭に置く必要があります。つまり、メイ政権の大臣の一人が反乱を起こし、自らの動議を提出しない限り、他の議員に出来ることはほとんどないと言えます。

次に、英議会下院のバーコウ議長は異常なほど重要なポジションにあります。何の採決をいつ行なうかは、彼が決定するためです。バーコウ議長は彼自身の聴覚的判断に基づき、「Yes」と叫んでいる数が、「No」と叫んでいる数を上回ると判断すれば、正式な賛否や議員数に関わらず、採決を見送ることすら可能です。

議会は崩壊しており、誰かが修復してくれることを祈るしかありません。しかし、現段階で楽観的な見通しを持つことは難しくなっています。

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

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 1.00% (税抜) / エマージング総合債券戦略：年率 0.80% (税抜) / エマージング債アンコンストレイント戦略：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

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あり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22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