

市場アップデート – 2019年3月29日 –

ヒステリックなリセッション懸念の根拠はない

先週は、ブレグジットの茶番劇が続いたほか、トルコをきっかけにエマージング懸念が再燃するなか、金融市場では根拠のない価格変動が見られる一週間となりました。



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

先週の金融市場では、投資家が主要中央銀行の政策に対してハト派な見通しを織り込み続けるなか、主要国金利が大幅に低下しました。グローバル経済の成長に対する警戒感によって、投資家は債券への逃避姿勢を強め、米10年国債利回りは米ドルのキャッシュ利回りを下回る水準まで低下しました。また金利先物市場では、今年後半の利下げが織り込まれる展開となりました。

米国債の利回り曲線における長短金利の逆転は、米国経済が高い確率でリセッション入りすることを示している、と受け止めたモデル主導の投資家による債券への投資をさらに加速させる要因になったとみられます。

不合理のその先を見る

しかしながらブルーベイでは、このような考え方はあまり根拠がないと考えています。ブルーベイでは、2019年の米GDP成長率が2.5%増になるとの見方を維持しており、1-3月期は経済活動がやや落ち込む時期であったとみられるものの、過去5年間の傾向を見ると、1-3月期の平均的な成長率が1.5%に留まる一方で、4-6月期は平均して3.6%程度の成長になっていることは特筆すべきでしょう。

ブルーベイでは、（ドイツや中国のような輸出と製造業主導の経済とは異なり）米国経済は消費者主導であると考えています。米国では雇用増が続き、賃金が上昇基調にあるなか、税負担も減り、消費者のバランスシートは過去12年間で最も良好な状態にあると言えます。可処分所得の大きな増加は、消費の堅調な伸びを主導し、さらにGDP成長率が今後数四半期に亘って潜在成長率を上回る状態が続く要因になるとみています。

経済指標が示す健全性

一方で、米国の金融環境は緩和傾向にあり、昨年起きた金融引き締めは3分の2以上が今年に入って既に失われています。ブルーベイでは、景気サイクルは拡大期間によってではなく、過度な金融引き締めによって終焉を迎えるものであると考えていますが、現状、そのような金融引き締めは見られていません。今後数週間で発表される小売りや労働市場に関する米経済指標が米国経済の健全な姿を映し出すと予想しており、米景気サイクルの終わりを予想することは見当違いであると考えています。

ユーロ圏では、直近の軟調な購買担当者景気指数（PMI）を踏まえれば、ドイツ10年国債利回りがゼロを下回る水準まで低下したことは、少なくとも多少は理解しやすいとは言えるか

かもしれません。ドイツ国債の利回り曲線は比較的スティーブ化した状態が続いており、超低水準のキャッシュ利回りがドイツ国債の利回りも低位に留める要因となっています。また先週訪問した日本では、通貨をヘッジして海外資産に投資する投資家が、少なくともブレグジットや欧州議会選挙、さらに 10 日間の大型連休が終われば、ユーロ圏のポジションを積み増していく姿勢が感じられました。

ECB は日銀の例にならうか

そんななか、適用金利の階層方式に関する議論は欧州中央銀行（ECB）内部で活発化している模様です。ブルーベイがこれまで予想してきた通り、ECB は日銀の例にならい、超過準備金に適用されるマイナス金利によって銀行セクターにかかる年間 80 億ユーロの負担を食い止める策を打ち出す方針であるとみられます。この策は、新たな貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）の延長に続き、欧州の銀行にとっては追い風になるとみており、市場がユーロ圏の金融引き締め時期の予想を後退させるなか、適用金利の階層化は急務になってきていると考えています。

ブレグジット：延期・・・選挙？

一方、ブレグジットの迷走はまだ余興のままでした。ウェストミンスター（英議会）は機能不全の茶番劇の様相を呈し、相次ぐ策略への興味も失い始めているかのようです。

このコメントを執筆している時点では（ブレグジット関連の報道は目まぐるしくやってきます）、英国が長期、おそらく 2019 年末までのブレグジット延期へと向かう可能性が高いとみています。その場合、与党・保守党から新たな首相が選出される可能性が高く、誰がメイ首相の後任になるのか予測は難しいものの、メイ首相よりも熱烈な EU 離脱派となる確率は高そうです。

その点から、新たな首相が EU との間で、既に審議中の離脱協定よりも良好な条件での合意にこぎつけることは困難であるとみられ、「ハード・ブレグジット」のリスクは先送りにされたとしても、完全に払拭されることはないでしょう。またそれと同時に、政治的な混乱により総選挙の可能性は非常に高まるでしょう（現段階では第二回の国民投票よりも可能性が高いとみられます）。仮にそうなった場合には労働党が勝利する可能性が高く、英国資産は現状このような政治的リスクをほとんど織り込んでいないと考えています。とりわけ 10 年債利回りが 1%を下回り、長期の実質金利が-2.3%となっている英国債市場ではその傾向が顕著であると考えています。

先週は投資家の質への逃避傾向が強まるなか、エマージング市場にとっても苦しい一週間となりました。さらに、銀行セクターへの圧力が強まっていることで、トルコ市場が特に苦戦する展開となりました。

また社債のスプレッドも拡大基調となり、株式市場も弱含みしました。欧州周辺国債のスプレッドも拡大しましたが、ここではむしろ、これらの資産がドイツ国債及び米国債の利回りの急低下について行けなかったことが主因であるとみています。

日本では政策思案

その他の話題として、先週日本において複数の政策担当者とミーティングをしましたが、足元では日本が他の国のお手本になっているとの考えに少し「はまって」います。ユーロ圏の

「Japanification（日本化）」が叫ばれ始めているなかで、東京で議論されている新たな政策イニシアチブに興味を抱いています。具体的には、政策金利を再び 0%に引き上げることは、金融引き締めよりもむしろ金融緩和になるかもしれない、との考えが存在したことです（適用金利の階層構造によって、実質的にこれを実現していますが）。また、政策手段に尽きたように見えてしまえば信頼の危機に陥りかねないため、政策担当者は常に様々な選択肢を持っている必要があるとの認識からでしょうが、財政ファイナンスや財政緩和に関する考えも議論しました。

今後の見通し

遠くから市場を振り返ってみると、過去にも市場の価格動向が非合理的であったことが何度かありました。最も直近の例はイタリア国債の спреッドで、イタリアの EU 離脱（イタレグジット）のリスクが意識された昨年末に掛けて、350bps まで拡大した局面がありました。足元で同様な無根拠の過剰反応が見られており、市場は米国経済のリセッションリスクを過度に悲観的なまでに織り込んでいるとみています。

トランプ米大統領が FRB 理事に自らの思想に近い人物を指名する意向を示したことを理由に、FRB による利下げを予想する声もあるようですが、FOMC は運営上の独立性を主張する意味でも、そのような考えを押し返すと考えています。同様に、FRB は市場の織り込みを追認するための政策を導入するために存在している訳ではありません。最終的には経済指標が FRB の行動を導き、FRB が市場を誘導すると予想しており、逆方向には行かないと考えています。市場のミスプライスが非常に深刻となれば、FRB の経済成長に対する使命や金融の安定性が損なわれる可能性があるためです。

念のためにお伝えしておきますが、地球は平面であると信じている人ですらあちらこちらに存在し、その数はここ最近増加傾向にあるようです。北極への旅を計画している人が、崖から落ちてしまわないことを祈りましょう。

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29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