

市場アップデート – 2019 年 6 月 14 日 –

これが現実：英保守党の『ラブ・アイランド』

ゴシップや悪口の応酬、不貞行為や薬物使用の過去などが話題となっている英保守党党首選では、ジョンソン氏が優位に立っているようです。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者（CIO）

5 月の大幅な金利低下を経て、先週は主要金利が概ねレンジ内の動きとなりました。

トランプ米大統領がメキシコに対する追加関税を見送るとの報道が投資家心理を押し上げた一方で、貿易政策に関連した不確実性が今後数カ月間の投資家心理の重石になるとの見方から、依然として米利下げ観測が燻っています。FF 金利先物市場では、足元で 2019 年末までに 65bps の利下げが織り込まれている状態です。

先週発表された米コア CPI は市場予想をやや下回りましたが、2.0% 近辺にあり、米連邦準備制度理事会（FRB）が目標とする水準と大きな乖離は見られません。ただし、FRB が政策金利を過度に高くしていると咎める大統領の介入も、無意識のうちに投資家の振る舞いに影響を及ぼし始めているとみられ、今週予定されている米連邦公開市場委員会（FOMC）で FRB がどのような対応を取るかは興味深いところです。

ブルーベイでは、FRB が辛抱強いアプローチを強調するとともに、経済指標が活動の大幅な減速を示した場合には行動するとの緩やかな緩和バイアスを示すとの予想を維持しています。

しかしながら現段階では、活気のある米消費者が引き続き米国内経済の下支えになるとみており、FOMC は方向性のより明確な転換を示唆する前に、モメンタムが失われたとのより確たる証拠を得たいであろうと予想しています。

そのような見方を踏まえ、市場は成長見通しに対して過度に悲観的であるとみており、利下げ見通しは後退していく可能性があるとみています。

過度に織り込まれているとみられるイタリアのリスク

欧州では、先週は多くの新規発行が見られたことから、周辺国国債の上昇に一服感が見られました。ただしブルーベイでは、欧州中央銀行（ECB）が当面に亘ってハト派スタンスを維持するとみられ、ユーロのコア金利が記録的な低水準にあるなか、上乗せ利回りを提供する投資対象には今後も力強い需要が見込まれると予想しています。

欧州議会選ののち、イタリアの政策担当者は EU の財政規律順守に関してより前向きな発言をしているものの、投資家は引き続き懐疑的な目を向けており、海外投資家の参加率も低水準に留まっています。

これとは対照的に、ブルーベイではバリュエーションの観点からイタリア国債には投資妙味があると考えています。イタリア 10 年国債のドイツ国債に対するスプレッドは 265bps とな

っており、これはクロアチアの 155bps やインドネシアの 130bps、さらにポルトガルのわずか 88bps と比較してワイドな水準にあります。

実際に、イタリア国債のスプレッド水準は、欧州ハイ・イールド社債市場の BB 格指数のスプレッドと概ね同水準です。一方で、イタリアのリスク・ウェイトはゼロであり、EU 内の組織的サポートを受けているなか、イタリア資産に織り込まれているとみられる信用リスク及び EU 崩壊リスクは行き過ぎであると考えています。

したがって足元では、イタリアと比較可能な資産の大半がやや割高に映りますが、その主な例外はギリシャ及び金融劣後債であり、これらの資産の現状のスプレッド水準は、実際に投資家が取る信用リスクを十分に担保し、依然として割安な水準にあるとみています。

関税回避が EM 資産を押し上げ

その他の地域に目を向けると、先週はメキシコに対する米国の追加関税が回避されたことが中南米資産の支援材料となりました。ただしそれより広範に見ると、エマージング市場における差別化の傾向が、引き続き足元の取引環境を特徴付けていると言えそうです。

南アフリカは、経済成長が低迷に財政状況の悪化が相まって、圧力下に置かれています。一方で、現状では特段目立った悪材料が見られないことが投資家にある種の安心感をもたらし、トルコやアルゼンチンなどの高利回り国は反発基調にあります。

社債市場におけるここ最近のスプレッドの動きは、他のリスク資産の値動きと概ね連動しており、直近の原油価格の下落を背景に、相対的に利回りの高いエネルギー関連銘柄のボラティリティが最も高まっています。

全体としてはデフォルト率が低位に留まり、欧州ではマイナス利回りの債券残高が記録的な額に達していることから、投資家の利回り追求姿勢が再び高まっているとみられます。ただし現段階では、サイクルの「後期」に差し掛かっているという認識に加え、成長減速懸念による恐怖感があらゆる欲を打ち消す形となっており、投資家は信用リスクを積み増すことにもやや慎重になっているとみられます。

FOMC が今週の話題の中心に

今回の会合では、ドット・チャートから更なる利上げが削除されると予想しているものの、FRB が現段階で将来の緩和をほのめかすと考えることには抵抗感があります（仮に将来の利下げの必要性に言及した場合、その決断を遅らせることに対する批判の対象として自らをさらす可能性があるでしょう）。

結果としてパウエル FRB 議長は、仮に経済悪化の兆候が具現化した場合には行動を起こす準備があることを再度強調にとどめると予想しています。中央銀行高官は、行動を起こす前には必ずその根拠を探すであろうとみており、9月よりも前に利下げを実施する可能性は非常に低いと予想しているほか、ブルーベイの想定通り米経済状況が想定よりも底堅さを維持していれば、今後利下げ自体が必要であるのかどうかについてはかなりの議論の余地が残るとしています。

株価の動きは、FRBが利下げをするかどうかにかかっているとも捉えることができ、市場の落胆を誘うリスクもありますが、最終的には経済及び収益の成長ペースが、今年末に掛けての株価の水準を決定づける要因になると予想しています。

ジョンソンが優勢

その一方で、英国においては先週、次なる首相の座を争う与党・保守党の党首選が正式に幕を開けました。10人の立候補者がすでに7人に絞られた状態ですが、現段階ではボリス・ジョンソン氏が保守党の一般党员による決選投票に進む候補者のうちの一人となる可能性が高いです。

これに関して言えば、実際に彼が当選する可能性が高いとみていますが、議会での十分なサポートが得られないことにより、彼の強硬離脱案を実行に移すことは非常に困難であるとの見方を維持しています。

その後ジョンソン氏は、ナイジェル・ファラージ氏を囲い込むとともに、ブレグジット党を閉め出し、結果として支持率が伸びることで、彼のブレグジット計画を実行に移すために国政においてより強固な支持基盤を確保することを模索するとみています。ただし「残留派」に傾いている選挙区において、彼自身も議席を失う可能性があるという点は興味深いでしょう。

仮にそうなった場合、彼の在任期間は非常に短期に留まる可能性があります（これを詩的正義と捉える人もいるかもしれません）。

結果として、来年初め頃に「合意なき離脱」となる確率が優勢であるとみていますが、総選挙の可能性が50%程度あり、労働党主導の連立政権誕生や第二回国民投票、その結果としてのEU残留など、依然としてあらゆるシナリオが想定されます。

保守党の党首選自体に目を向けると、ややお粗末な状態と見えることは事実です。ゴシップや悪口の応酬、不貞行為や薬物使用の過去など、テレビのリアリティ番組とさほど変わらないと言っても過言ではないでしょう。

その意味で、党首選はもはや（恋愛リアリティ番組の）『ラブ・アイランド』を彷彿とさせる展開となっていました。違いと言えば、こちらにはそれほど愛がなく、本物と比べるとやや目にも優しくない、ということくらいでしょうか。

したがって、現状に英国の政治システムはかなり崩壊していると結論づけざるを得ない状況です。ただし、『ラブ・アイランド』で頻繁に使われるフレーズを借りて言えば、おそらく「これが現実です（It is what it is）」なのでしょう。

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になりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

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き、契約締結前交付書面をご覧下さい。

■ 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下さい。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 6 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