

市場アップデート – 2019年6月21日 –

中央銀行という名のスーパーヒーロー

ドラギ ECB 総裁とパウエル FRB 議長という強力なデュオが再び政策面で異次元の力を利用するなか、リスク資産は不安の壁を登り続ける可能性があるかとみています。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

先週も、あらゆる債券資産の利回りが大幅に低下（スプレッドは縮小）する動きが加速しました。シントラでの演説におけるドラギ欧州中央銀行（ECB）総裁のハト派発言は、更なる利下げや中央銀行による資産購入の可能性を示唆するものとして受け止められ、ドイツ国債利回りは過去最低水準を更新しました。

一方、米連邦準備制度理事会（FRB）も緩和バイアスを強め、インフレ圧力が引き続き見られないなか、貿易面での下方リスクを見越して、7月の会合での利下げに向けて準備を整えているようにも見られました。

ドット・チャートでは、多くの参加者が年末までの50bpsの利下げを予想していることが明らかとなり、市場のハト派期待は留まることなく加速しました。米連邦公開市場委員会（FOMC）が市場に従うことも厭わないとみられるなか、目先の金利見通しは急低下する展開となりました。

トランプ米大統領によるFRB及びパウエルFRB議長批判も、金融政策スタンスが必要以上に引き締められているとの見方が広がる要因となりました。

これに関して言えば、今月初めに発表された消費関連の指標は、今四半期も堅調な成長が見込めることを示していたにも関わらず、主要金利がマイナス圏で取引されることに象徴される現在の投資環境において、むしろゼロ%を上回る金利が異常値として捉えられるとの見方から、政策に関する正統性が一旦は脇に追いやられているよう見受けられます。

リスクは上方に傾いているとみられる

ブルーベイでは、経済活動が堅調で、リスク資産も最高値圏にあるなか、FRBが行動を起こすためにはその根拠が必要であるとの見方を維持しています。

しかしながら、この1ヶ月間で得られる情報が予想を上回るサプライズをもたらさなければ、今となっては利下げはもはや当然の流れとも取れそうです。

別の言い方をすれば、FRBが世界中のあらゆる地域でディスインフレ圧力を背景に金利が低下している様子を眺め、米CPIも引き続きFRBの目標を下回っているなか、政策ミスへのリスクは限定的であると見られ、FOMCが慎重すぎるほど慎重になり、政策を緩和しても差し支えないと言えるかもしれません。

現状の市場を精査する上で、まずブルーベイでは、悲観的な経済成長見通しには引き続き同意しかねています。リセッションリスクは低位に留まっているとみており、仮に市場参加者の期待通りFRBが金融刺激策を講じた場合、リスクは下方よりもむしろ上方に傾くとみています。

周辺国の投資妙味

その意味で、金利低下の勢いが衰えるであろうとの見方は、中期的に理にかなっていると考えています。さらに、主要国債利回りの低下は、より利回りの高い資産の相対的な魅力を高めています。

先週は、投資家の利回りへの需要を背景に、イタリア及びギリシャの спреッドが大幅に縮小し、ともに堅調なパフォーマンスとなりました。

ブルーベイでは、域内の政治的リスクが過度に織り込まれているとともに、EU崩壊の可能性は非常に低いとの見方を踏まえ、これまで長きに亘って欧州周辺国国債の спреッドについて前向きな姿勢を維持してきました。ECBによるハト派スタンスは、ECBが政策手段に尽きていないこと、さらにそれ自体が投資家のリスク選好の重要な支援材料であることを改めて投資家に思い起こさせるきっかけとなりました。

先週は、投資家の利回り追求姿勢がエマージング債及び社債の спреッド縮小にもつながりました。

現状、ユーロ圏におけるマイナス利回りの債券残高は記録的な額にのぼっており、成長及びインフレは比較的低位に安定しています。結果として、マイナス圏にある長期のキャッシュ利回りという暗黒星の引力によって、利回り曲線がフラット化し、spreッドが縮小することで、「日本化 (Japanification)」がクレジット債の投資家のリターンの下支えとなっています。

継続、ただし慎重さとともに

ただし同時に、一定の慎重さを維持することが賢明であるとも考えています。市場にはバリュエーションに割高感が見られる部分もあるほか、新発債の価格もより割高に再設定されているなか、過度に楽観的になることは困難です。

引き続き、欧州周辺国には最もパフォーマンスの余地があるとみており、イタリア及びギリシャのポジションを維持しています。これらの国債の spreッドは足元で縮小しましたが、とりわけイタリアに関しては多くの投資家がアンダーウェイトする傾向にあることから需給面での下支えも十分に期待でき、spreッドはさらに縮小する余地があると考えています。

為替市場では、FOMCの報道を受けて米ドルが軟調となりましたが、依然としてここ最近のレンジ内の動きに留まっています。先週はノルウェー中銀が利上げを行ったことを受け、ノルウェー・クローネが大幅に上昇しました。

今後、スカンジナビア諸国の金融政策がいかに関他の地域と異なる方向へ向かうかどうかを見守ることは興味深いと言えそうです。

今後を見据えて

徐々に夏休み期間を迎えていくにあたり、市場が強気派の姿勢を維持することができるかどうかは興味深い点であると考えています。市場では2019年末までの3回の米利下げが織り込まれており、成長が大幅に減速しない限り、主要金利が今後更に低下する余地は限定的であると考えています。

ただし、足元の米景気拡大が、価格圧力につながる何の作用ももたらしていないみられることにFRBが当惑するなか、金融政策のルール本は上書きされているかのようにも感じられます。

また別の点として、自らもそのきっかけを作った市場の上昇をさらに後追いつくクオンツ及びアルゴリズム戦略の台頭が見られており、いくつかの資産の価格評価には、根拠のない熱狂によりバブルが形成されるリスクが出始める可能性もあるとみています。

また、ここ最近、株式のロング・ポジションを債券のロング・ポジションでヘッジするリスク・パリティ戦略が台頭していることも興味深いと感じています。

利回りの低下が政策金利見通しを押し下げ、さらに株価の上昇を促しているという循環が生まれ、この種の戦略はさらに多くの債券を購入する必要性に迫られています。

同時に、中央銀行に逆方向へと舵を切る意図がなければ、価格動向が早期に反転するきっかけを探すことも難しくなっています。

今週末に予定されているG20において、より建設的な結果を期待する声が強まっている今となつては、同会合がリスク・イベントとなる可能性もあるでしょう。またペルシャ湾岸における地政学的緊張もリスク要因になり得ると考えています。

それ以外では、複数の投資信託が抱える流動性懸念は、次の市場急落時に待ち受けている展開の予兆となっているかもしれません。ただし結局のところ、（少なくとも金利市場以外では）投資家のポジションが現段階でそれほど過剰になっているとは考えていません。

ドラギ ECB 総裁とパウエル FRB 議長の二人からなる強力なデュオが、再び政策面で異次元の力を行使するなか、リスク資産が今後も不安の壁を登り続ける可能性が高いと予想しています。

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6月21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