

## 市場アップデート – 2019年7月16日 –

### 中央銀行を当てにするには時期尚早？

FRB 及び ECB の次なる一手に関する憶測が広がるなか、投資家は主要中銀の緩和度合いに思いを巡らせています。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

先週は、ここ最近の主要金利の低下基調に一服感が見られ、堅調な経済指標や多少の割高感を踏まえ、主要金利が上昇する展開となりました。

ただし米国では、パウエル米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長が下院議会証言の場で利下げの可能性を示唆し、その後発表された直近の米連邦公開市場委員会 (FOMC) 議事録においても、貿易面での不確実性が米国経済にもたらす下方リスクの高まりへの言及がみられました。

このような FRB のハト派トーンを背景に、ここ最近の債券価格及び株価の上昇基調が維持される格好となり、S&P500 種指数は史上初となる 3,000 の大台を一時突破し、年初来での上昇幅を 20% 近くに伸ばしています。ただし、先週後半に発表された CPI が市場予想を上回る内容であったことは、米国債利回りの上昇を招きました。

#### 憶測を始める

中央銀行の政策に関しては、今月末に控えた次回会合において FRB 及び欧州中央銀行 (ECB) がどの程度の緩和を発表するかという点に焦点が集まるなか、次なる政策の一手を予想しながら投資家がやきもきする状態が続いています。

米国では、一方では安定的な成長及び力強い労働市場、他方ではインフレ率の低迷と政治的圧力の高まりという、対立的な要因が残っています。ただしブルーベイでは、米経済が依然として堅調であるとの見方を維持しています。

来年に掛けて 100bps 近い利下げが織り込まれている足元の金利市場は、ブルーベイが予想していない差し迫った米経済のリセッションを示唆している状態に近いとみています。したがって、中期的にみて、ショート・ポジションという形での米国金利のポジションにはリターンの非対称性が存在するとの考えを維持しています。

欧州では、経済指標の弱含みが続き、月末の ECB による金融緩和に対する期待感を高める要因となりました。欧州委員会は直近の経済見通しを発表し、今年初めの時点と比較してやや悲観的な成長見通しを示しました。リスク要因が重なるなか、ECB メンバーの発言は今後の会合における金融刺激策パッケージ発表を示唆しており、利下げに加え、中銀預金金利の階層化、新たな量的緩和 (QE) などがその候補として挙がっているとみられます。

## 選挙報道まとめ

政治的話題としては、ギリシャにおいて過去 10 年間で 5 度目となる総選挙が行われ、最大野党で中道右派の新民主主義党（ND）が圧勝しました。

新たな首相に就任する ND のミツォタキス党首は経験豊富なやり手で、減税及び有権者への投資拡大を掲げており、彼の信用力がギリシャ経済の継続的なリハビリを更に強化することになるとみえています。これを踏まえ、ブルーベイでは引き続きギリシャ国債を選好しています。EU の組織的なサポートや改善傾向にある経済ファンダメンタルズ、さらに将来的には ECB の国債買入れ（PSPP）の対象となる可能性があることもギリシャ国債の支援材料になるとみえています。

実際、マイナス利回り債券の残高が拡大基調にあり、世界中の債券投資家が苦境に立たされているなか、欧州周辺国国債には依然として広範に投資妙味があると考えています。またその中でも、イタリア及びギリシャが突出して魅力的な投資対象であるとみえています。

英国では、10 月 31 日の新たな期限は数ヶ月先であるにも関わらず、ブレグジットに関する話題が引き続き報道を賑わせています。先週は、最大野党・労働党のジェレミー・コービン党首が、ブレグジットに関するより明確な姿勢を打ち出し、与党・保守党では次期首相を巡る党首選が最終章に突入するという二つの大きな進展が見られました。

一つ目に関しては、仮に国民投票が再実施された場合、労働党が EU 残留を呼びかける姿勢を表明したほか、もしくは総選挙を経て機会が生じれば、自らの合意案を交渉し、承認する構えを示しました。

二つ目に関しては、党員からの圧倒的な支持を背景に、ボリス・ジョンソン氏が次期首相に選出されることはほぼ間違いないでしょう。ただしジョンソン氏が、10 月 31 日の期限に向けて「やるかやられるか」の姿勢を見せていることは結果として彼自身の破滅につながる可能性もあるとみえています。

ブルーベイではブレグジットの袋小路は結果として今年秋頃の総選挙へとつながり、年末までに労働党主導の連立政権が誕生する可能性が高いとみえています。

そうなった場合には英国債利回りが大幅に上昇する可能性があると思われていますが、それまでは不確実性が英ポンドの打撃となる状況がつづくと思われています。足元で英ポンドは米ドルに対して 2 年ぶりの安値圏にあります。

## ドイツ銀行では愛のむち

また先週は、ドイツ銀行が遂に経営再建計画を発表したことで、欧州銀行セクターも注目の的となりました。これまでの策とは異なり、今回は 740 億ユーロのリスク資産を新たな部門に移すほか、60 億ユーロに及ぶコスト削減、同行の強みであるコーポレート・バンキング業務に再び注力するための組織再編などが含まれる腰を据えたものとなりました。市場はドイツ銀行を嫌うことを好んでおり、複数の計画が提示されては消えていくなか、経営陣は明らかに執行能力を市場に示す必要があることは事実でしょう。

ただしブルーベイは、ドイツ銀行が深刻な信用リスクを抱えていると捉える側に回ったことは未だかつてありません。流動性は非常に堅固で、自己資本も十分にあり、バランスシート上のリスクは誇張されていると考えています。

今回発表された再建計画は、ドイツ銀行のリスクを更に低減させるとみており、巨大なコストベースと注力すべき明確な戦略の欠如という、ドイツ銀行が取り組むべき課題への過程の第一歩になると捉えています。

したがって、経営陣が計画を実行に移す間、株価及びAT1債のボラティリティは当面高止まりするとみられるものの、投資家が資本構造間の違いを明確にしていなかったり、同行の資本構造においてより上位に位置する部分は魅力的なプレミアムを提供していると判断していません。

より広範に言えば、欧州の金融劣後債に対する前向きな姿勢を維持しています。バリュエーション面での説得力に加え、不良債権が減少し、自己資本比率が継続的に高まっているなど信用力が改善傾向にあることも好感しています。

さらに先週は、世界最大の化学メーカーBASFによる利益見通しの大幅な下方修正も話題となり、シクリカル企業に対する投資家心理の下押し圧力となりました。同社は、グローバルの鉱工業生産が予想を大幅に下回る伸びとなっていること、特に自動車セクターの弱含み及び中国の減速の兆しに言及しました。

ここ最近、欧州の工業セクターにおいては、電子機器からプロセス・オートメーション、自動車、化学、プラスチックに至る広範なセクターで利益や見通しの下方修正が相次いでおり、投資家の間では、このような動向がどの程度構造的な要因によるもので、どの程度景気循環的な要因によるものなのかを見極めようとする動きが強まっています。

その上で、今後控える4-6月期の決算発表及び経営陣によるフォワード・ガイダンスは投資家の注目の的になるとみられ、よりミクロレベルでのファンダメンタルズ状況を把握する上でも重要になるとみられます。

## 今後の見通し

G20やパウエルFRB議長の議会証言といった潜在的なハードルを越え、市場はいわゆる「不安の壁」を登り続けることが可能であるとみています。投資家はグローバルのマクロ経済に対して明らかに過度に悲観的であるとともに、投資を過剰に手控えているとの見方を維持しています。

したがって、静かな夏休みシーズンを控え、ボラティリティが低下に向かうと見られるなか、グローバルに緩和的な中央銀行が下支えとなり、リスク資産は上昇基調を維持するとの予想は妥当であると考えています。

もちろん、市場が早まってハト派な中央銀行を織り込んでいることはリスク要因であるとみており、実際には、次なる一手に関する中央銀行の政策担当者の見方は割れているとみています。英国の国民保健制度「国民保健サービス（NHS）」はアレクサを介した医療情報サービスを始めることを明らかにしましたが、政策見通しについてもいっそのこと、アレクサに聞いてみるのもいいかもしれません。

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7月16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