

# 市場アップデート – 2019年8月9日 –

## 債券を発行することで債務水準を削減できる？

2019年の不思議な世界へようこそ。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

先週の金融市場では、貿易摩擦が先鋭化するなか、リセッション・リスクの高まりへの警戒感から主要金利が過去最低水準まで低下しました。

週の初めには、中国が米国産の農作物輸入を停止すると発表し、中国政府が節目となる1米ドル=7.0元を下回って人民元安を容認しているとの見方が広がるなか、米政権は中国を「為替操作国」と認定しました。

このような展開は実際に象徴的な出来事でしたが、短期的には、ワシントン（米政府）及び北京（中国政府）がともに態度を覆すことが困難な位置に自らを置いてしまったようにも見えます。

米国株式は先週月曜日に大幅に下落し、その後も比較的ボラティリティが高い状態が続きました。また金利市場では、わずか一週間前のパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長のややタカ派的とも取れる発言にも関わらず、エコノミストが相次いで金利見通しの引き下げを急ぐ姿が見られました。

米国では、既に9月末までに35bpsの利下げ、年末までに75bpsの利下げが織り込まれている状況であり、2020年末までにはさらに複数回の利下げが織り込まれている状態です。このような状況は経済状況に対する非常に弱気な見方を反映したものであるとみており、これ以上の利下げをFRBが実施することは困難であるとみています。

しかしながら、短期的には不確実性を伴うとみており、投資家の信頼感が一気に損なわれた結果としてグローバル株式市場が大幅に下落した場合には、金融当局が市場に落ち着きを取り戻すための策を講じる可能性はあるとみています。

### リセッションのリスク

ブルーベイでは、引き続き米国経済がリセッションに陥るリスクは非常に低いとみています。ただしユーロ圏では、リセッションの脅威がより現実味を帯びています。とりわけ製造業に関しては既にリセッション入りしているとみられ、サービスセクターの環境はより健全であるとみられるものの、ドイツの購買担当者景気指数（PMI）や受注関連指標はこのような見方に拍車を掛けています。

したがって、欧州中央銀行（ECB）の追加金融緩和に対する市場の期待は十分に理解出来るものであり、市場では9月の会合での20bpsの利下げや中銀預金金利の階層化、さらに量的緩和（QE）プログラム再開に関する発表なども予想されています。

今回の会合でドラギ ECB 総裁は有終の美を飾りたいこと、またクリスティーヌ・ラガルド氏が就任する前とあって、論議を呼びそうな政策変更の方が発表しやすい可能性があることを踏まえ、打開策として「ありとあらゆる物」を提示したいという願望は理解出来るでしょう。

ただし、欧州（及びその近隣地域）の政策担当者の間では、既にマイナス圏にある政策金利を引き下げることや更なる QE が経済見通しの改善につながるかどうかに関して、懐疑的な見方が存在します。つまり財政緩和が必要であるとみられますが、これに関してはドイツが、大規模な刺激策を講じることに非常に頑なになっていることが伺えます。

## 黒いゼロへの固執

赤字国債を発行しない予算 (Schwarze null ; 黒いゼロ) へのドイツの固執は、やや的外れであると考えます。ベルリン (ドイツ政府) はドイツ国債の利回りが全ての年限でゼロを下回っている、この「不思議の国のアリス」のような環境下において、政府は国債を発行することによって実質的に債務残高を削減できるという事実を把握しかねているようです。

望むのであれば、ドイツは今後数年間に亘り全ての税金の徴収を停止することすらでき、それによって政府の財政状況はより堅固になるのです。このような発言は一見理にかなっているようには見えませんが、ドイツ 10 年国債利回りがマイナス 0.6%を下回っている今日の現実であると言えるでしょう。

一方で、ドイツ国債の利回り低下は、ユーロ圏において (以前にも述べた) 「暗黒星の引力」効果をもたらしているとみられます。利回りがプラスであるあらゆる資産への需要は、利回り曲線のフラット化及びスプレッドの縮小を招いており、結果として、質への逃避がリスク資産に影響を及ぼす環境下であっても、クレジット債、とりわけユーロ圏のソブリン債のスプレッドは非常に堅調に推移しています。このような現象は今後も継続するとみています。

イタリアでは、政権崩壊の可能性を報じるニュースを背景に、先週金曜日にスプレッドが大幅に拡大する局面が見られました。サルビーニ副首相率いる「同盟」のみによる政権 (もしくはさらに極右の政党「イタリアの同胞」との連立政権) が誕生する可能性について、当初の市場の受け止めは否定的となっています。しかしながら、仮にそのような結果になったとしても EU 崩壊リスクを高める可能性は低いと予想しています。

サルビーニ副首相は、EU 離脱を目的としているのではなく、移民を取り締まり、EU 内での改革を目指すポピュリストであると判断しているためです。実際に、より緩和的な財政スタンスを目指す彼の姿勢は、現状欧州が向かっている方向と一致しているとみられ、財政政策に関する彼のスタンスと他の EU 諸国との対立は、一年前と比較すれば和らいでいるとみられます。

したがって、今後数ヶ月間は選挙キャンペーンが展開されるとの仮定に基づき、政治絡みの報道で落ち着いた状況も予想されますが、イタリア国債のスプレッド拡大は買いの好機となる可能性があるかとみています。

## 英国案件には引き続き議論の余地

英国では先週、多くの政治家が夏季休暇に入っていることもあり、比較的静かな状況が続きました。足元では、10月31日の「合意なき離脱」を回避することが出来るかについて議論が交わされています。

ブルーベイでは、それが可能であり、実際にそのような展開になると予想していますが、これはジョンソン氏及び周辺の多くの人物が望んでいる結果とは異なるであろうと予想しています。彼らはおそらく、更なる期日延長についてブリュッセル（EU）の関係者や英議会を非難することを望み、「民衆」対「政治家」という構図で選挙戦を戦うことを目指しているとみています。

まずは休会明け早々の内閣不信任案が解散総選挙のきっかけになるとみており、今後の政治的リスクの高まりを踏まえると、ここ最近の英国債利回りの低下は持続不可能であるとみています。

労働党及び保守党の両党が政府支出拡大に前向きであるとみられ（特に労働党は非常に前向きです）、労働党主導の連立政権が誕生すれば、国民投票の再実施やブレグジットそのものの撤回などもあり得るとみています。

したがって、他の中央銀行と比較して、イングランド銀行は利下げに消極的であるとみており、英ポンドに関しては今年10-12月期を迎えるまでにはロング側でポジションを取ることが魅力的になっている可能性もあるとみています。

## ポジションについての考察

目先は不確実な状況が続くとみており、トランプ米大統領の次なるツイートが、中国との関係回復を狙ったものになるのか、もしくは更なる脅威や警告を与えるものになるのかが非常に予測しづらい状況です。

それに関しては米国株式市場の行方が重要な鍵を握っているとみていますが、先週初めの急落後、金利見通しの引き下げという支援材料もあって、足元では安定化し始めています。

株価が上昇するのであれば、トランプ氏の強硬な姿勢をあおる要因となり、逆に下落すれば、より融和的なトーンを引き出す要因となるかもしれません。2020年の大統領選が同氏最大の関心事であることを踏まえると、トランプ氏は景気悪化だけは避けたいと考えていることでしょう。

強い米国経済がトランプ氏の強みとなってきたため、彼のアドバイザーたちは彼の直接的な行動が成長見通しを危うくしているという考えを十分に認識しているとみています。

もちろん、貿易面でよりタカ派的なスタンスを取ることで、トランプ氏は単に自らが望む更なる金融緩和をFRBに迫っていると受け止めることも出来るかもしれません。ただしこれは、マキャベリ的な基本計画の一部としては、非常にリスクな戦術であると言えるでしょう。

## 今後の見通し

足元では複数の資産クラスについて確度を持って投資をすることが困難であるように見えますが、より長期的な見方に基づけば、発掘できる投資機会は存在するとみています。

まず、市場に織り込まれている来年末までの米利下げ回数は多すぎると考えています。FF金利が1%を下回るのはリセッション下においてのみであると考えており、これまでの財政及び金融緩和に加え、米国経済の力強い見通しを踏まえると、リセッション入りの可能性は低いとみています。したがって、リターン非対称性を踏まえると、米国金利のショート・バイアスを維持することは適切であると判断しています。

また、欧州の景気は米国よりも弱含んでおり、追加緩和の必要性はより明確になっているとみられます。政策緩和は、リセッションのリスクと結びつきやすいデフォルト・リスクにさらされていない投資適格債市場における投資家の利回り追求姿勢につながり、利回り曲線のフラット化及びスプレッドの縮小を招くとみています。

その意味で、イタリアやギリシャなどのソブリン債や、年限が長いソブリン債、さらに金融セクターなどの債券に対する選好を維持しています。銀行は、今サイクルにおいてバランスシート上のリスクを削減し、景気悪化に対する耐性を備えた非常に堅固なポジションにあるとみています。

また年末に掛けては、英国資産のボラティリティの高まりも予想され、投資機会をもたらす可能性があると考えています。今年欧州周辺国のロングに対して英国債のショート・ポジションを選好してきましたが、このようなポジションは今後、良好なリターンが期待できると考えています。

多くの観点から、現状は不確実かつ分かりにくい環境下にあると感じられます。利回りが-0.8%のドイツ5年債を誰が買いたいと思うのでしょうか？債券を発行することが、どうして債務水準の引き下げにつながるのでしょうか？実に14兆米ドルもの債券資産の利回りがマイナス圏にあり、年限がかつてないほど長期化しているなか、ユーロ圏（及び日本）国債市場の将来はどうなってしまうのでしょうか？

これらはいずれも熟考に値する興味深い疑問であると言えるでしょう。多くの投資家が資産クラスとして債券に資金を配分する理由は、低いボラティリティや元本の保全、中期的にインフレやキャッシュを上回るリターンであると考えます。

その意味で2019年は、これまでのところ債券指数のベータ・リターンにとって素晴らしい年となっていますが、今後いずれかの時点で、債券ベンチマークは残念なリターンをもたらすことになるでしょう。それが債券の論理であるためです。

ただしボラティリティが存在する場面では、スキルを活用することでアクティブ・リターンを獲得する機会が生まれます。

したがって我々は今、ウサギ穴を通過して、全てが逆さまになってしまう、「不思議の国のアリス」の世界にいるのかもしれない。ただし既に不安定な均衡に達しており、このような状況は長期的には続かないとみています。

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のようになります。

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8月9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