

市場アップデートー2019年8月23日ー

いじめっ子に立ち向かうには、強い女性が必要

デンマークのフレデリクセン首相は、グリーンランド買収というトランプ氏の奇抜な発想に明確な「No」を突きつけました。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

波乱の市場展開となった8月の前半を終え、過去数日間の特段目立ったニュースやツイートがなく、VIX指数などの市場ボラティリティ指標も過去12ヶ月平均の水準まで戻すなど、比較的静かな投資環境となっています。

予想通り、トランプ米大統領はツイッター上で米連邦準備制度理事会 (FRB) 批判を続け、より積極的な利下げを求めた「いじめ」をしようとしているようです。

先週公表された米連邦公開市場委員会 (FOMC) 議事録では、先月の利下げの決定が「グローバルな要因」及び「リスク管理」に基づいた措置であったことが浮き彫りとなりました。米国経済が引き続き問題のない底堅さを見せている中で、FRBが緩和バイアスで動いていると捉える向きは明らかに奇妙であると考えています。過去数ヶ月間では、インフレ率がやや上昇している兆しが見られているほか、力強い消費者、底堅い労働市場、住宅ローン金利の低下に関連した住宅市場回復の兆しなどが確認されています。

通常であれば、このようなタイミングで中央銀行が利下げを実施することは想定しないものですが、パウエルFRB議長は最高司令官 (大統領) に服従し、縮こまってしまっているとみられ、FRBは日増しに、政治的意思や自らの見方に対する自信に欠けた、POTUS (President of the United States の略=トランプ氏) の無気力なフォロワーのようになってきているかのようです。確かに、インフレ率が低位に留まるなか、政策金利を引き下げ過ぎるという政策ミスへの代償はそれほど大きくないと言えるかもしれません。

しかし、足元ではトランプ氏が、2020年の大統領選を前に自らの当選確率を高めるために米国経済を最大限に活性化させるよう、貿易政策に加えて金融政策、為替政策、財政政策の全てをコントロールするポジションに自らを置いており、徐々に危険性は増しているとみられます。

グローバル市場

主要金利は週を通して小幅な値動きに留まりましたが、米国株式市場が8月初旬の安値圏から回復したことがリスク資産に対する投資家心理の追い風となりました。

金利市場では、ドイツ30年国債の国債入札において、平均落札利回りが史上初のマイナス圏に突入したことが注目を集めました。ただし実際のところ、投資家はここしばらくの間で既に2年債や5年債、10年債に関してマイナス利回りでの発行に慣れてきてしまっています。

一方で、支払った金額よりも受け取る金額の方が少ないことが保証されている資産の購入を求められることに対する違和感が残ることは事実です。債券市場においても、デフォルト（債務不履行）が発生した場合には目減りした元本しか受け取ることが出来ない時があります。

おそらく利回りが更に低下した場合、全ての証券に関してより平準化された予想損失を算出するために、リスクの枠組みを再考する必要があるでしょう。つまり、もはや安全資産が元本保全を保証しないというマイナス金利環境下において、信用リスクを金利リスクと切り離して考えるのではなく、むしろ「安全」という特権のために投資家にコストを要求するということを検討する必要があるということです。

イタリアの政治情勢を巡る誤解

ユーロ圏では、イタリアの政治情勢が引き続き注目の的となりました。大方の予想通り、「同盟」が連立政権への支持を撤回したのち、コンテ首相は辞任しました。しかしながら、足元で「五つ星運動」が中道左派の「民主党（PD）」との連立形成を目指そうとする動きが見られるなか、マッタレッラ大統領は総選挙に関するいかなる決定も今週以降に持ち越す姿勢を示しました。

仮に五つ星運動と PD との連立が合意に至れば、政治リスクプレミアムが低下するとの見方からイタリア資産が大幅に上昇する可能性があるかとみています。大半の投資家はサルビーニ氏及び同氏率いる同盟に関して、EU 懐疑派であり、EU と対立し、最終的には EU を離脱する意向を秘めている存在であるとの構図を描きたがっているとみられます。そしてその警戒感こそが、過去 1 年間でのイタリア国債のスプレッド拡大につながる要因となっていたとみられます。

ただし究極的には、同盟に関するこのような投資家の理解は大きな誤りであると考えています。なぜならば同盟は、EU を離脱することに熱心な政治的地盤（イタリア北部）もアイデンティティも持ち合わせていないと見られるからです。

サルビーニ氏は、むしろ EU 内の改革に対する意欲があるとみており、さらに中期的な目線でイタリア経済の競争力を高めるために必要とされる、より市場重視の改革を実行することが、右派の政権であっても可能であると考えてもよいかもしれません。

ただし現段階では、ブルーベイのこのような見方は少数派であるとみられ、結果として、同盟を除いた新連立政権に向けた動きであればいかなるものでも市場に歓迎される可能性があるかとみられます。さらに欧州中央銀行（ECB）による量的緩和（QE）再開が間近に予想されるなか、前向きな政治的展開がイタリア国債スプレッドの更なる大幅な縮小の要因となる可能性はあるとみています。

奔放なボリスが墓穴を掘る？

その他、先週は EU 離脱案の再交渉及びアイルランドのバックストップ条項の撤回を目指して、ボリス・ジョンソン英首相が欧州各国を訪問しました。ブルーベイでは、必要とされるいかなる合意や変更に関しても、EU 加盟国の全会一致が必要とされることから、ジョンソン氏のこのような努力が報われることはないかと予想しています。

さらにブリュッセル（EU）内には、ジョンソン氏の脅しを幾らか空虚なものとするために、「合意なき離脱」を回避することを目指す意向がある十分な数の英議員がいるとの認識があるとみられます。

目先は、英議会が再開される 9 月の第一週は興味深いものになると予想しています。10 月 31 日の「合意なき離脱」の可能性は排除できませんが、これはブルーベイのメインシナリオではありません。合意がない状態で離脱することに、英国がいかに準備不足であるかは強調してもしきれません。

仮に「合意なき離脱」がブレグジットの戦略であるのならば、より長期の通知期間及びその後の調整期間があれば可能と言えるかもしれません（合意案における移行期間がまさにそれを目的としていたように）。

しかしながら、現時点で唯一言えることは、仮に「合意なき離脱」というイベントが起きるのであれば、その現実が英国を襲うであろう 11 月中旬頃までに、メイ前首相の合意案を受け入れる準備が整ったジョンソン氏が援助を求めて再びブリュッセル入りする可能性が高いということでしょう。

今後の見通し

金融政策に関するジャクソンホール会議は、投資家が今後の金融政策の手掛かりを探すなか、週末に掛けて市場の注目を集めました。現状では、FRB が 9 月に 25bps の利下げを行い、「サイクル中盤の政策調整」という彼らの発言に基づき、その後更なる行動は取らないと予想しています。

ユーロ圏では、現時点での政策金利の水準を踏まえると、ECB による利下げのメリットに関してはやや懐疑的な目を向けています。したがって、（あるとすれば）10bps の利下げが ECB としては最後の利下げとなり、QE の拡大や延長などの政策により重きが置かれると予想しています。

QE への制約のないコミットメントは可能性として十分にあり、政策目標と連動させることで、ECB はユーロ圏においてより緩和的な財政政策の余地を生み出していることを可能な限り明確にすることになるかもしれません。

ECB は、現状単一国の債務の 33%とする国債買入上限を 50%まで引き上げ、中銀預金金利の階層化を導入する可能性が高いとみています。これらは、最終的には域内のスプレッド資産の追い風となり、利回り曲線のフラット化につながるとみています。また、財政政策の拡大に向けた取り組みも進展しているとみられますが、そのペースは依然として緩やかです。トランプ氏が自動車関税でユーロ圏にショックをもたらさない限り、また新たなダウンサイド・リスクが生じない限り、財政拡大に向けた進展はゆっくりとしたペースになるとみています。

8 月はイベントフルな月となりましたが、まだ終わってはいません。エマージング市場では、アルゼンチン市場の混乱が続いており、より広範な投資家心理に影響を及ぼしていることは興味深いと言えるでしょう。先週は、バリュエーション上の魅力が増したと判断し、複数のエマージング国のユーロ建て長期債への投資を開始しました。

今のところ、価値が最も明らかであるとみている欧州周辺国にリスクをやや集中させていますが、今後数週間においてスプレッドの更なる縮小が見られればエクスポージャーを削減

し、特に足元でトランプ氏のツイートが市場のボラティリティに与える影響が明確となり始めているなか、他の地域で生じる可能性のある投資機会を活用することも検討していく方針です。

過去数年間に亘って、トランプ氏は自らを批判する者を黙らせ、障害となる存在を弱体化させることを器用にこなしてきたかのように見えました。したがって、グリーンランド買収というトランプ氏の奇抜な発想を断固拒絶し、デンマークのフレデリクセン首相が遂にトランプ氏に明確な「No」を突きつけたことは、おそらく多くの人にとって勇気づけられる出来事であったことでしょう。すねたトランプ氏は、デンマークを訪問する計画を取り止めました。トランプ氏が「グリーンな（環境にやさしい）」経歴に欠けることを踏まえると、一連の流れは非常に皮肉とも言えるでしょう。また、グリーンランドの首相の名前が「Kim（キム）」であることも踏まえると、なおさらです。トランプ氏は「キム」さんに特に魅了されてしまうのでしょうか。

より適切に言えば、トランプ氏が本来関知すべきでない事柄から本来の位置に戻るためには、力強い女性の存在が必要であるとみられることは興味深いと言えるでしょう。パウエルFRB議長はこのことから教訓を得られるのでしょうか。結局のところ、いつかはいじめに抵抗することが正しいのでしょうか。

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8月23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