

市場アップデート – 2019年8月30日 –

ボリスはサルビーニ同様の計算ミスを犯すか

ジョンソン英首相は、政治的な荒波に飲み込まれようとしているようです。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

先週も、投資家がデフレーションを追求する動きに減速の兆しは見られず、国債利回りはグローバルに低下基調となりました。足元では明らかにマイナス利回りの債券が世界的に最も成長著しい資産クラスとなっており、先週は、ドイツの Ifo 企業景況感指数が 2012 年以來の低水準となったことなどから、ドイツ 10 年国債利回りが -0.73% を付け、過去最低水準を更新しました。

米国経済

米国では、特段目立ったニュースはありませんでしたが、アトランタ地区連銀の経済予測モデル「GDP ナウ」で 7-9 月期の GDP 成長率予想が継続的に 2.3% 近辺にあるように、経済指標は好調さを維持しています。また先週は、昨年まで米連邦公開市場委員会 (FOMC) の副議長を務めたビル・ダドリー氏も、ホワイトハウスが金融緩和を求めているという理由のみから、FOMC が利下げに応じるべきではないとの意見に同調しました。米連邦準備制度理事会 (FRB) が実質的にトランプ大統領が貿易戦争を続行できる状況を作り出しているかもしれないとの認識は、パウエル FRB 議長らを政治的に難しい立ち位置に追いやっていますが、現段階では、9 月の 25bps の利下げはそれほど物議を醸す決断にはならないとみています。

ブルーベイでは、米国経済が中期的に問題なく堅調さを維持するとみています。ワシントン (米政府) と北京 (中国政府) とが合意に至る可能性は現段階では低いとみられ、利下げ及び緩和的な財政政策が米国経済にもたらす恩恵は、中国との貿易摩擦による悪影響を十分に埋め合わせることができるとみています。

企業の投資は鈍化する可能性があるものの、企業及び消費者心理に影響を与えかねない 20% 近くの株価下落などといった更なる外的ショックが発生しない限り、投資資金は米国に流入し、結果として米国経済のリセッション・リスクは引き続き低位に留まるとみています。

イタリアにおける進展

欧州では、イタリアの政治情勢が投資家の注目を集めました。投資家は、とりわけ五つ星運動と民主党による新たな連立政権の樹立に向けた動きを好感しました。これにより、欧州連合 (EU) 崩壊のリスクが低下し、同盟が政策を主導していた頃と比べ、ブリュッセル (EU) に対する姿勢が緩和するとの見方が背景にあります。

このような市場友好的な見方に加え、2020 年の予算案において財政赤字目標が対 GDP 比 3% 以下に抑えられるとの観測も投資家心理を押し上げました。イタリア 10 年国債利回りが

1.0%を下回る水準まで低下したことにより、借り入れコストの低下がもたらす正の連鎖が、イタリアの債務持続性の更なる下支えになるとの見方も広がりました。

イタリア 10 年国債の利回りは昨年 10 月以来で 2%以上低下していることから、皮肉なことに、新政権は旧政権を上回る財政支出をしても、財政赤字削減及び対 GDP 比債務の減少を達成することが出来る状況です。

ここ数年間に亘って多くの海外投資家がイタリア国債への投資を手控えてきましたが、これらの進展を踏まえ、イタリア国債に改めて投資家の注目が集まったとしても不思議ではありません。（昨年 10-12 月期に見られたように）価格が最も割安な水準にある時には誰も見向きもしない一方で、価格が上昇した時に始めて需要が戻るといった状況はよく見られ、不可解ではありますが、真実でもあります。

一步引いたところから俯瞰すると、政治は今後もボラティリティの要因（イタリアにとっては投資機会）になる可能性があると言えるでしょう。

今のところ言えることは、同盟のサルビーニ氏は連立政権を解消し、早期の総選挙を実現させようとしたことで、痛いオウンゴールを計上してしまったと言えるでしょう。同盟への支持率は低下し、サルビーニ氏は厳しく非難されています。ただし、2020 年に総選挙が実施される可能性も残っているなか、同氏があまりにも長い間、沈黙を守り続けるとは考えづらいでしょう。

ボリスのブレグジット状況

また先週は、英国の政治的話題にも注目が集まりました。ボリス・ジョンソン首相がブレグジットの期限である 10 月末の直前まで英議会を休会し、10 月 14 日に女王の演説をもって再開する方針を示したためです。

英議員は今週、休会から議会に戻るようになっていますが、その一週間後に再び休会に入ることとなります。つまり、ジョンソン氏の離脱案に反対する議員が、その阻止を目指して団結するための調整、おそらく不信任決議案の採決のための調整時間をほとんど持つことが出来ないということです。

仮に不信任決議案が通過した場合、新政権は最大野党のリーダーであるジェレミー・コービン氏に委ねられることとなりますが、同氏は足元で広範な政治的支持に欠ける状況にあるとみており、挙国一致内閣を組閣するには、コービン氏がプライドを捨て、暫定的な首相として他の人物に地位を明け渡すことを認める必要があるとみられます。そして暫定首相は、解散総選挙を実施する前に、まずブレグジットの期限の更なる延長を申請するという命題を与えられることになるでしょう。

このような展開の障壁として立ちどころさらなる要因は、ブリュッセル（EU）がメイ前首相の離脱合意案の再交渉に応じる可能性をほのめかしていることとみられることです。仮に離脱合意案の再交渉が始まれば、ジョンソン氏を「不信任」とする考えを支持する保守党員の数を見極めることが困難となり、ましてやコービン氏率いる暫定政権の支持に回る人がいるかどうかもわかりません。

もしこのことが、ブレグジット再延期の可能性を低下させるのであれば、それと同等に、ジョンソン氏が10月末に合意案とともにEUを離脱する可能性を高めると言えるかもしれません。ジョンソン氏が本国及び他国において、他の唯一の選択肢は「合意なき離脱」である、と十分な数の有権者を脅すことに成功したとすれば尚更です。

いずれにせよ、英国政治及びブレグジットに関しては、今後数週間で依然として多くの展開が予想されます。ブルーベイでは引き続き、「合意なき離脱」はジョンソン氏自身が避けたい結末であろうと予想しています。現段階では、「合意なき離脱」、「ジョンソン氏の新離脱案」、「ブレグジットの延期・キャンセル」のそれぞれに3分の1の確率を付与しています。

アルゼンチンがエマージング市場を揺さぶる

その他では、エマージング市場において、政治及び経済危機の悪化に直面しているアルゼンチンが債務の償還延長を発表したことが話題となりました。昨年来、このようなイベントを予想する一定の声はあったものの、いかに多くの投資家が、マクリ大統領による改革成功の可能性を信じたいがために、同国がデフォルトの常習犯であるという事実、つまり債権者が民間投資家や国際通貨基金（IMF）などの公的セクターに弁済順位で劣後する存在となることに鈍感になってしまったかは、興味深いものであったと言えるでしょう。

エマージング市場におけるリスク削減の動きは、ポジションが集中した他の市場に圧力を与えており、経済成長が鈍化している中国が、より国内需要への依存を強めているという懸念とともに、複数の市場におけるリスク・プレミアムの再評価につながっています。ただし同時に、ブルーベイではアルゼンチンでの出来事がシステム的な影響をもたらすものではないとみており、他市場におけるミスプライスは投資機会を提供する可能性があるともみています。

秋の経済回復？

また8月は社債市場においてもスプレッドの縮小が見られ、特に信用格付けが低い発行体が苦戦するスプレッドの「ディコンプレッション」が見られました。このような動きは株式市場の動きにある程度連動しており、例年最も発行額が増える9月の直前のタイミングで起きました。スプレッド拡大の一部は、米国債やドイツ国債利回りの力強い低下に社債利回りが付いて行けなかった結果でもあるとみています。

ただし、米経済のリセッション・リスクは依然として低いというブルーベイの見方が正しいのであれば、可能性としては低いとみている来年のデフォルト率上昇を、市場は織り込み始めているものと思われます。ポートフォリオでは、先月欧州のクレジット債へのリスクを高めました。すぐに枯れることはないと思われる利回りへの需要が下支えになると考えています。

今後の見通し

我々は今、不確実な時代を生きているようです。8月は変動性の激しい一ヶ月となり、9月も同様の市場展開となることは容易に想像がつかます。ECB及びFRBの会合に注目が集まるとみられますが、ここ最近で見られた通り、トランプ氏によるツイッター発言が、結果として市場に最も大きな影響を与えることになる可能性も十分にあります。

POTUS (President of the United States の略=トランプ氏) が政策及び多くの金融資産の価格を支配しているなか、大統領の思いつきによる影響を受けにくいと思われる資産において最も大きなリスクを取ることが賢明であると判断しています。

その意味で、足元の上昇を踏まえても、欧州周辺国に対しては依然として前向きな見方を維持しています。また、英国債利回りは低すぎるとの見方を維持しており、ハード・ブレグジットというシナリオを除いては（その場合であっても、長期債利回りが低下基調を持続することは困難になるとみていますが）、想定されるいずれのシナリオ下においてもショート・ポジションに説得力があると判断しています。

政治及び政策に関する理解をしていたことで、イタリアにおける投資は奏功しましたが、今後数週間で英国でも同様の展開をなることを期待しています。現時点では、ボリス・ジョンソン首相が世論調査でも波に乗っており、同氏の選挙担当者はジョンソン陣営がライバルよりも抜け目のない状態であると楽観的な見方をしていることでしょうか。ただし、ジョンソン氏は過去にばかげたこともしてきており、将来的には間違いを犯すことでしょうか。

「驕れる者は久しからず」で、ジョンソン氏が近い将来、イタリアのサルビーニ氏と同様に政治的な荒波に飲み込まれることになったとしてもそれほど驚きはしないかもしれません。そして総選挙が実施された場合、ジョンソン氏自身が Uxbridge (同氏の選挙区) での議席を失えばよい、といった何らかの勧善懲悪を考えることが許される人もいることでしょうか。

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30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