

市場アップデート – 2019年9月6日 –

ボリスの計算ミスで、10月のハード・ブレグジットは回避へ

ジョンソン英首相は議会で無責任に振る舞い、ギリシャ政府は責任ある財政運営の姿勢を維持しています。



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、欧州の政治的進展が投資家の主な注目の的となりました。

ブレグジットのアップデート

先週は、欧州の政治的進展が投資家の主な注目の的となりました。英国では、ジョンソン首相が強行しようとする10月31日での合意なき離脱を阻止するための動議に、与党・保守党から21人が造反しました。

また、同動議の採決前には保守党のフィリップ・リー議員が自由民主党にすら替えしたため、政権は議会における過半数を失い、解散総選挙はおそらく避けられない状態となりました。

しかしながら、野党・労働党のジェレミー・コービン党首が、解散総選挙の実施を10月末以降まで遅らせることが出来る状況にあり、過去数日間の動向を見ると、首相及び首相の顧問らは計算ミスを犯し、ブレグジットの期限延期申請を余儀なくされる状況にあるとみられます。ブリュッセル (EU) との合意に至った場合にはそのような状況は避けられますが、現状何の交渉も行われていないことを考慮すれば、その可能性は非常に低いでしょう。

状況は不確実かつ流動的ですが、ブレグジットの期限は2019年末まで延期される必要があるとの見方を強めています。

その場合、11月に総選挙が実施されることになり、保守党及びブレグジット党は「ハード・ブレグジット」を、その他政党による実質的な連合勢力（労働党、自由民主党、スコットランド国民党 (SNP) の連立勢力）は「第2回の国民投票及び（可能性としては）ブレグジット自体のキャンセル」を掲げて選挙戦を展開することになるとみられます。

現段階では、仮に総選挙となった場合には依然として保守党が優位に立つとの見方が大半です。ただしブルーベイでは、例えばスコットランドでは保守党がSNPに議席を明け渡し、ロンドンや南東、南西地域では自由民主党に議席を明け渡す可能性があるなどの地域間のばらつきにより、現段階では接戦も予想され、確たる見方を形成することは困難であると考えています。

実際、北部地域の労働党の地盤において、保守党がどの程度議席を獲得できるかに関しては懐疑的な見方をしており、野党連合が勝利する可能性もあるとみています。

また、ジェレミー・コービン氏が目先の労働党大会において自らが身を引くことに合意すれば、総選挙における労働党勝利の可能性はさらに高まるとみています。

いずれにせよ、ボリス・ジョンソン氏の Uxbridge（同氏の選挙区）における議席も危うくなってきているなか、ジョンソン氏は英議会で法案を何一つ可決出来なかった初めての首相となるリスクがあるとともに、2019 年内に新たな首相が誕生する可能性は十分にあるとみています。

英国の投資見通し

このような英国における進展を踏まえ、ブルーベイでは英国債に対する弱気な見方を強めています。他の国と比較して、英国は非常に速いペースで財政緩和政策に向かっており、金利の更なる低下余地は限定的であるとみています。

また、仮に労働党が政権を獲得すれば、インフラやグリーン・テクノロジーへの投資、国営化などを目的とした非常に進歩的な財政政策が予想され、金利は大幅に上昇するとみられます。

さらにブレグジットが破棄された場合も、2020 年を通して成長が加速し、中銀は利上げに向かうと予想されます。したがって、英国が「マイナス利回りクラブ」に加入する可能性は低いとみており、英 10 年債利回りが 0.4%を下回るかどうかを考えたとき、同水準よりも上昇する可能性の方が高いとの見方を強めています。

同様に、足元ではリスク・リターンの観点から、英ポンドに関してはロング・ポジションを選好しています。したがって過去数日間では、英国債のショート・ポジションを積み増すとともに、ユーロに対する英ポンドのロング・ポジションを構築しました。

その他の欧州地域

イタリアにおける政治的進展により、ユーロ崩壊リスク及び目先の予算案を巡る対立に対する懸念が後退し、イタリア国債のパフォーマンスにとっての追い風が続きました。ブルーベイでは、イタリア 10 年国債の спреッドが 150bps を下回る水準まで縮小する中で、spreッドが 300bps 以上あった昨年未以降に保有していた、イタリア国債のオーバーウェイトの利益を実現し始めました。イタリア国債には引き続き投資妙味があるとみており、spreッドは今後数週間で更に縮小すると予想していますが、ボラティリティが低下するなかで、今後spreッド縮小のペースはやや鈍化し、漸進的になるとみています。

一方で、イタリア国債のspreッド縮小を受けて、足元ではギリシャがユーロ圏において最も魅力的な投資対象であるとみています。新政権が責任ある財政運営の姿勢を維持していることから、ギリシャには今後も格上げの余地があるとみています。

また足元では、一部のエマージング資産にも投資妙味を見出し始めています。例えば、ルーマニア国債の利回りは数ヶ月前にはイタリアを下回っていましたが、直近では長期債で見て 100bps 以上の上乘せ利回りを提供しています。したがって、イタリア国債のポジションを減らす一方で、ここ最近のエマージング資産のアンダーパフォーマンスを投資機会として活用しています。

米 ISM 非製造業総合景況指数が示したこと

米国では、ISM 製造業景況指数が 50 を下回る水準に低下し、成長減速がリセッションにつながるの見方を後押しする内容として受け止められました。トランプ米大統領の貿易政策がグローバル貿易に甚大な影響を及ぼしていることに疑いの余地はなく、これに最も晒されているのがグローバルな製造業であると言えるでしょう。

ただし、その後発表された予想を上回る米 ISM 非製造業総合景況指数に見られる通り、米国では引き続き製造業の落ち込みをその他のセクターが埋め合わせている状況が確認されています。

結果として、株価急落がないことを前提とすれば、米経済は 2.5% 近くの成長ペースを維持すると予想しています。またトランプ氏が貿易関連の発言のトーンを緩めれば（たとえそれが、妥結という形ではなく、大統領選を前にした一時休戦という形であったとしても）、成長見通しはより明るくなると予想しています。

米連邦準備制度理事会（FRB）は今月 25bps の追加利下げを発表するとみられますが、多くの観点から、現時点でより影響力が大きいのは米連邦公開市場委員会（FOMC）ではなくホワイトハウスの動向であると言えるでしょう。

今後の見通し

先週金曜日に発表された米雇用統計が、米国経済における製造業活動の鈍化がもたらすスラックを他のセクターが補うことが出来ているかどうかを見極める上で重要な試金石になるとみていました。

ただし今週以降は、欧州中央銀行（ECB）会合が市場のリスクを左右する最も重要なドライバーになる可能性があるかとみています。過去数日間において、タカ派寄りの政策担当者による多くの発言が、追加金融緩和に対する市場の期待値を下げようとしているように見受けられます。しかしながらブルーベイでは、ドラギ ECB 総裁が総裁としての最後の会合で有終の美を飾り、緩和パッケージを発表するとみています。

これには、10bps の利下げ及び中銀預金金利の階層化が含まれると予想しており、金利階層化に関しては、中銀に預ける余剰資金の 90% をマイナス金利適用から除外することなどが考えられ、これにより欧州の銀行は年間で 100 億ユーロの恩恵を受けるとみています。また同時に、中銀預金金利での長期リファイナンスオペ（LTRO）となれば、銀行セクターが恩恵を受けるキャリー取引が加速するとみられます。銀行セクターの株式評価は、株価純資産倍率（PBR）で見て 0.4 倍、もしくはそれを下回るなど低迷しています。

さらに、ユーロ圏のインフレ率が 1.5% を上回るまでの、月額 300 億ユーロの債券購入を伴う量的緩和（QE）も発表されるとみています。このような一歩により、新たな政策理事会は実質的に緩和策の継続を余儀なくされることになり、クリスティーヌ・ラガルド次期総裁にとって当初の教訓は、新たな政策イニシアチブを発表する必要のない比較的負担の少ないものとなる可能性があるかとみています。

その他では、引き続き英議会の動向に注目が集まることになるでしょう。英国政治は、前代未聞かつ非現実的な進展をみせています。多くの点から、世界最古の議会制民主主義が崩壊し、国民に選出された議員に対する国民の信頼も過去最低レベルにあるように感じられます。解散総選挙が状況改善につながる一手となる可能性はありますが、その保証もありません。

ジョンソン氏が議会へのアプローチにおける自らの無責任な振る舞いに満足しているとみられるなか、来る総選挙が「政治家 (Politicians) 」対「国民 (People) 」としてジョンソン氏に喧伝されていることは何とも皮肉な状況です。労働者階級の民衆に軽蔑の目を向けがちなイートン校出身の上流階級が「国民」を代表しているわけですから。

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9月6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