

市場アップデート – 2019年9月20日 –

ハルクは物事をめちゃくちゃにすることで有名

ジョンソン英首相が無秩序な欧州主要都市訪問をスタートさせるなか、英議会は同氏が決めた1ヶ月以上もの議会閉会が適法かどうか、頭を悩ませています。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

先週開催された米連邦公開市場委員会 (FOMC) では、市場の予想通り 25bps の利下げが実施されました。しかしパウエル議長は、1990年代中頃に行われた景気サイクル半ばでの政策調整のための緩和と同様だという姿勢を維持したように見え、利下げに対するより確固たるコミットメントを期待していた投資家の落胆を誘いました。

短期債の利回りはいくらか上昇する一方、株式市場もわずかに下落しました。しかし、物事が落ち着く中で、米連邦準備理事会 (FRB) の現在の姿勢は現時点で特段のサプライズではないと考えています。結局、FRB は市場に「経済指標次第」というメッセージを伝えていると思われ、グローバルな経済状況と貿易政策における不透明感の高まりを踏まえれば、FRB がより明確なフォワード・ガイダンスを打ち出すことが出来ないことは驚きではないでしょう。

米国の経済指標は底堅い状況が続いており、先頃発表された小売売上高に続いて、先週の住宅関連指標も堅調な内容となり、国内経済における強い需要が示されました。

社会的影響

投資家は、トランプ大統領のツイートと介入には警戒を続けるでしょうが、金融政策に対する大統領の介入は市場に以前ほどの影響を及ぼしていないようです。さらに、貿易面に関して言えば、関税の取り消しという合意に至るまでは遠そうではあるものの、来年の大統領選挙が近づくとつれ、敵対関係は一時休戦の可能性が高まっていると見られます。

そのため、先週の利下げ以降しばらくは、金融政策の変更がない可能性があると考えています。地政学面と貿易面での見通しが大幅に悪化しない限りは、FRB は金利スタンスについては様子見姿勢を取りたいと考えていると見ています。

一方で、米経済成長は上昇基調が続くという見方を続けており、そのため 2020 年にかけて市場は利下げを織り込み過ぎていると考えています。しかし、不透明感は強いことから、米金利に対して強い確信を持つ材料がない中で、ディレクショナルなリスクを取ることは難しくなっています。

欧州金利は、月初からの上昇にやや落ち着きが見られたことで、いくらか低下しました。サウジアラビアの石油施設がドローンによる攻撃を受けたことによる地政学的リスクへの懸念

によって、短期的に質への逃避が見られましたが、欧州資産に対する需要は先日発表された ECB による緩和策が下支えとなっています。

欧州周辺国の動向

欧州周辺国債のなかでは、レンツイ・イタリア元首相が新たに結成した中道政党の Italia Viva に民主黨員 40 名が参加したことで、民主党内での分裂が起きたことから、イタリア国債はやや弱含みました。しかし、この政党は現政権への支持を続けるとみており、少なくともしばらくの間は政治的なボラティリティの上昇は抑制されていると考えています。

スペインでは、ボデモスとスペイン社会労働党 (PSOE) が連立合意に至らなかったことで、サンチェス首相は 11 月 10 日の総選挙の実施を発表しました。表面上、スペインの政治問題は懸念材料となるかもしれませんが、政治的な不安定さによってスペインの全体的な風景が変わるとは考えていません。サンチェス首相への支持率は高まっており、総選挙で PSOE はますます足場を固めることが出来るのではないかと予想しています。

その他、ギリシャでは銀行の不良債権の水準を低下させるために、政府保証債を発行する計画を発表しました。

現状では、銀行セクターが抱える不良債権は 800 億ユーロ近くに達しており、100 億ユーロの政府保証銀行債が発行されることになれば、銀行は来年中に不良債権を 200 億ユーロ程度減らすことが出来ると試算しています。これは昨年、イタリアの銀行が不良債権を処理するために使った手法と似ており、信用面でポジティブ材料になると考えており、ギリシャ 10 年債のドイツ国債に対するスプレッドは 200bps 以下まで縮小しました。

相対的に見て、ギリシャ国債については一層のスプレッド縮小が期待できると考えています。新政権は正しい道筋を辿っており、近いうちに格上げも予想されることから、今後数ヶ月でさらに 50bps のスプレッド縮小を見込んでいます。仮に投資適格に格上げされ、主要債券インデックスの構成国にも復活し、ECB の資産買入対象となった場合には、もう一段のスプレッドの縮小も期待出来ます。

Bojo の外交

英国では議会在野が休会しており、法的な問題にも進捗が見られないなか、あまり動きはありませんでした。インクレディブル・ハルク (ジョンソン首相自身が喜んで自分をそう例えています) は、欧州の主要都市に出向き、アイルランドのバックストップ条項を解決するとの自身のアイディアに、誰も聞く耳を持たないことによりやく気づき始めたかもしれません。

EU は、先端技術を用いて行うチェック体制は機能しないとして、以前から拒絶しています。さらに、EU 高官は SPS 協定 (衛生植物検疫措置) として知られる、食品や家畜に関する EU 共通ルールに北アイルランドが従うという結論にも懐疑的な見方をしています。

この方法では「塩素チキン」という問題は解決されず、英国が安価な鶏を米国より輸入し、それを北アイルランドにも輸送することで、「塩素チキン」がアイルランドとの国境を越えてしまうことを防げない、というのが EU の見解です。

さらに、北アイルランドの民主統一党 (DUP) 及び保守党の超強硬離脱派の ERG (ブレグジット欧州調査グループ) が北アイルランドのみに適用されるバックストップ条項を拒絶して

いることで、ジョンソン首相は国内での十分な支持を得ることも出来ておらず、EU との合意にこぎ着ける可能性は後退したと思われます。

ジョンソン首相は北アイルランドに資金を提供することで、DUP のアーリーン・フォスター党首を「買収する」ことが出来るかもしれませんが、EU が求めるようなアイルランド海に明確な国境を設ける動きには、まだかなり遠いだろうと見ています。

英国では総選挙が実施される可能性が高いと見ており、10 月 31 日の合意なき離脱の可能性は低いと考えています。

今後の見通し

今後については、投資家の注意は貿易問題に再び払われるでしょう。前回は FOMC 直後のトランプ大統領のツイートが、市場でリスク・オフの動きをもたらしました。トランプ大統領が SNS での介入をいつ行うかを予測することは難しいですが、中国と合意に至る可能性はかなり低いという評価をしています。

政治的側面から考えると、さらなる貿易摩擦の激化を防ぐ一時休戦の可能性が最も高そうですが、大火災の可能性を完全に拭い去ることもできません。一方、中国の経済活動は鈍化していると見られます。

欧州は安定してきており、ECB による緩和策や健全な内需が下支えとなって、少なくとも EU 全域で見れば GDP はプラス圏を保っています。実際に、アイルランドで数日を過ごしましたが、欧州のなかでも好景気となっている所があります。アイルランドの失業率はほぼゼロ%で、賃金は上昇しており、2006 年から 2007 年にかけての Celtic Tiger と呼ばれた好景気時代に見られたクレーンよりも遙かに高いクレーンが数多く見られました。

欧州での多岐に亘る文化が超低金利環境にどれほど違う反応を見せているのかということを表しており、この点は興味深いことです。ドイツ人は、低金利によって貯蓄を増やさなければいけないと考える一方で、アイルランド人は借り入れをして支出を増やす好機であると捉えているようです。こうしたことは、ユーロ圏内の新たな構造的不均衡を生み出す可能性があることから注視していくべきであると考えています。

一方、英国については多くを語らない方が良さそうです。

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 9 月 20 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