

市場アップデート – 2019年10月18日 – カモン・アーリーン

英国民が終わりなきブレグジットのドラマに飽き飽きするなか、先週は合意観測が市場に安心感をもたらしました。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

先週の市場では、米中通商協議における「ミニ合意 (skinny deal)」の見込みや、ブレグジット関連で合意なき離脱の可能性が低下したことなどが投資家心理の下支えとなりました。10-12月期を迎えるにあたり、これまでの利益を早めに確定させておきたい意向がある投資家が、ややディフェンシブなポジションを取り始めていた最中、このような安心感による上昇から、米国株式は過去最高値に再び近づき、最低水準にあった国債利回りは上昇に転じました。

とはいえながらも、米中貿易関連の動向はいまだ不安定で、ブレグジットも解決に至ったわけではありません。したがって、依然として比較的不透明な環境下において、慎重さを保つことも大事かもしれません。

先週発表された中国の貿易統計で輸出入が減少したことは、経済環境が依然としてやや弱いものであることを示しているとみられ、今後数ヶ月間において、新たな悪材料がなければ、経済指標が安定もしくは改善基調となるのか、あるいは基調的な鈍化傾向が続くのかどうかは注目すべき点でしょう。

米国の経済指標はより良好な内容で、先週確認された米消費者信頼感の上昇は、内需の継続的な底堅さを物語るもので、GDP成長トラッカーも引き続き2%近辺の成長を示唆しています。

ブルーベイでは、米経済のリセッション懸念は行き過ぎであるとの見方を長く維持していません。それでもなお、米連邦準備制度理事会 (FRB) が今月末に25bpsの利下げを実施するとの見方に傾いていますが、これでサイクル中盤における政策金利の調整に終止符を打つのではないかと期待しています。

中長期的には、利回りが上昇する可能性の方が高いとみているものの、そのような見方をより強めるためには、米国以外のグローバル経済で回復の証拠が確認される必要があると考えています。

「合意なき離脱」による打撃をようやく理解し始めた英国

足元では、最も確信度の高いマクロ見通しを英国のポジションに反映させています。

過去長きに亘って述べてきた通り、10月末の期限が近づくにつれて、「合意なき離脱」懸念は高まるものの、そのような懸念はいずれ払拭されていくであろうとみていました。何故ならば、「合意なき離脱」はあり得ない結果と常に考えていたからです。

混乱をもたらす「合意なき離脱」による経済的悪影響のみならず、同じくらい安全保障の観点からも捉える必要があると考えてきました。「合意なき離脱」はアイルランドとの間に物理的な国境を設けることとなり、大きな社会不安や紛争に発展しかねないためです。北アイルランドの帰属を巡る反体制派の過去の活動のようなことが再発すれば、ベルファストだけでなくロンドンの路上でもその影響が及びかねないと言えるでしょう。

そのような角度から考えれば、シン・フェイン党が英議会への登院を拒否し、北アイルランドの声を日常的に代弁する政党が、同地域における少数の有権者の声のみしか反映しない民主統一党（DUP）のみであるということは何とも悲しいことです。

しかしながら過去数週間において、保守党自身も「合意なき離脱」が与える影響が大きいということをこれまで以上に実感し始めたとみられます。

さらに、ボリス・ジョンソン首相の合意に向けた強い意思と、同氏が（保守党内の離脱強硬派）「ユーロピアン・リサーチ・グループ（ERG）」層からの支持獲得に成功したことが、保守党の再団結につながっているとみられ、直近の世論調査によれば有権者の支持も集め始めているようです。

これらを踏まえ、最終的に直前で合意案が承認されるか、さもなければ即座に総選挙が行われ、保守党がこの合意案を掲げて選挙戦を展開する可能性が高いと考えています。

ブレグジット党への支持は低下しているとみられます。

総選挙において保守党がブレグジット離脱合意案を掲げ、自民党がブレグジット阻止を掲げることになれば、保守党の軸足は「合意なき離脱」から大きく離れることになり、労働党は大きな影響を受け、労働党を率いるコービン氏の選挙戦は非常に厳しいものとなるでしょう。

（10月末時点での、もしくはその後の）「合意なき離脱」の可能性が大幅に低下しているとすれば、直近の英ポンドの上昇は続く可能性があるともみられ、他の欧州債券市場に対する英国債のアンダーパフォーム（英国金利の上昇）がさらに進む可能性があるともみています。非常にネガティブな影響をもたらすシナリオが排除され、暗雲が消え去ることで、経済センチメントが改善に向かう可能性が高いためです。

今後数週間（もしくは今後数ヶ月）の間に、合意案が承認されれば、英ポンドは1ポンド=1.35米ドル、1ポンド=0.81ユーロまで上昇し、英10年国債利回りは0.9%まで上昇する可能性があるともみています。

したがって、引き続きイタリア及びギリシャのロング・ポジションに対して英国債のショート・ポジションを選好するほか、英ポンドのロング・ポジションを維持します。ただし、今後数日間では相次ぐヘッドライン及び市場の価格変動を慎重に見守ることが重要であり、慢心は禁物であるということも付け加えておきます。

ユーロ圏では、債券市場のボラティリティが低下基調にあるとみています。金融政策において目先新たなイニシアチブが予想されていないなか、ドイツ国債はレンジ内の動きに収まり、ユーロ圏での政治的リスクの継続的な低下を背景に、周辺国のスプレッドは縮小基調を維持

するとみています。直近イタリア政府が EU に提出した予算案への大きな反応は予想されず、投資家の利回りへの需要による恩恵を受け、スプレッドは縮小すると予想しています。

またこのような市場環境は欧州社債にとっても追い風となりますが、経済見通しに対する懸念がくすぶっていることは低格付け銘柄の下押し圧力となる可能性があり、実際に、他の市場においてスプレッドが縮小しているなかでも、バンクローン市場のスプレッドが拡大していることは興味深いと言えるでしょう。バンクローン市場では CCC 格銘柄への一般的な需要がないため、このような傾向はとりわけ低格付けの B-格のローンに顕著に現れています。

さらにその影響は、組成が活発な CLO 市場においても確認されており、低格付けの CLO トランシェはやや軟調なスプレッド・パフォーマンスになっています。

これらの進展は注意深く見守っていますが、このような動きは、広範な信用力の悪化というよりは、需給面での消化不良によって概ね説明できるものであると考えています。

今後の見通し

足元では、マクロ面での多くの不確実性が残っています。貿易関連や米政治リスクに加え、トルコ、より広範には中東における地政学的混乱に投資家は神経を尖らせるとみられ、投資家のリスク選好がより強気に転じるためには、これらの側面が解決に至る必要があるかもしれません。

一方現段階で未知の要因は、新たな悪材料がないなか、年末に掛けて果たしてグローバルな経済指標のトレンドが安定及び改善に向かうのか、それとも中国及び製造業セクターの減速がさらに加速するのか、であると言えるでしょう。

したがって、明確な方向性を持った見方を取ることは困難であると考えており、結果としてより個別の投資機会、例えば英国のブレグジットなどに着目したポジションが、リスク・リターンの観点からはより期待が持てると考えています。

スーパー・サタデーに備えて

離脱協定案が合意に至ったことで、土曜日に開かれる議会（「スーパー・サタデー」）の結果は非常に興味深いものとなるでしょう。

議会の承認を得ることは非常に困難であるとみられ、それ故に、EU が議会で離脱案の承認を余儀なくさせるために、ブレグジットの延期を拒否する大胆さがあるのかという点にも注目が集まります。

多くの関係者が終わりが見えないブレグジットのドラマに飽き飽きしていることは明らかであると見られ、仮に第二回の国民投票が実施されたとしても、前回とほぼ同様の結果になるとの世論調査もあるなか、このまま不確実でとげとげした状況のまま、ブレグジットの出發ラウンジに数年に亘って閉じ込められ続けるというリスクも現実味を帯びています。

しかしながら、EU がそのような行動は取らないと考えれば、いまや専らの注目が DUP の動向に集まることになるでしょう。総選挙後に DUP が議会でこのような中心的役割を果たすことになる可能性は低いことから、多くの点から、DUP はこのような有利な政治的立ち位置にあることは二度とないと言えるでしょう。

こうした状況から、もともと EU 残留を支持し、ブレグジットが撤回されることを望んできた人たちであっても、ブレグジティーズ・ミッドナイト・ランナーズが歌う（DUP 党首であるアーリーン・フォスター氏を使った替え歌である）『カモン・アーリーン』が頭に浮かぶかもしれません。「カモン・アーリーン・・・EU は僕らの気持ちを分かっている・・・ディールが欲しいんだ・・・今回は現実だ・・・おお、カモン、アーリーン！！」（補注：原曲は「デキシーズ・ミッドナイト・ランナーズ」の歌。今年3月末にメイ首相に代わって保守党党首を目指す政治家たちを、ある大衆紙が「ブレグジティーズ（Brexy's）・ミッドナイト・ランナーズ」と呼びました。）

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10月18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