



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2017年2月24日

フレグジットとFRB



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チーム共同ヘッド

世論調査での勢いはやや増しているものの、ルペン氏の勝利は未だテイル・リスクであると考える一方、FOMC議事録によって考えを変えるには至りませんでした

フランス大統領選挙の世論調査で、マリーヌ・ルペン氏がやや勢いを増していることが示されると、欧州では質への逃避の流れが強まり、ドイツ国債金利は低下しました。短期債では、ドイツ2年国債利回りは史上最低水準となるマイナス0.91%まで低下しました。欧州中央銀行がドイツ連邦政府が発行するよりもかなり多い金額の国債の買入れを行い、ドイツ国債が不足している中で、ユーロ崩壊の可能性への懸念が再び高まったことから、こうした動きが進みました。2012年以降、ユーロ崩壊の考えは遠のいていましたが、ポピュリストのルペン政権がユーロを瀬戸際に追いやる可能性からこの考えが再燃しました。イタリアの2年物のCDSをみると、通貨の変更リスクが契約に織り込まれていない2003年定義のCDS契約と、通貨の変更リスクが包含される2014年定義の契約に基づくCDSとでは40bpsのスプレッド差があります。イタリアがユーロを離脱した場合に起きるイタリア・リラでの通貨切り下げについて考えると、切り下げは幅を30%程度と仮定すると、今後五年間でユーロが崩壊する可能性は約7%の確率であるとみていることとなります。これは低い数字であるものの、この2週間で織り込まれたもので、政治的な進捗がみられるにつれて、さらに注意深く見ていかないとはいけません。

最終的にルペン氏が勝利した場合、実際の行動（「噛み付くこと」）よりも言動（「吠えること」）のほうが良くないものになる可能性があります。多くが実行されるような支持を議会で得られることには疑問があり、フランスのユーロ離脱（フレグジット）を問う国民投票を行えるかは疑問が残ります。しかし、ルペン氏の勝利による恐怖感によって、ユーロ圏の結束が脆弱であることを露呈させるには十分で、よりポピュリズムが強まったフランスは、他国への更なる救済策を支援する姿勢を示さず、資産買入れプログラム（OMT）の実施に消極姿勢を見せることになるかもしれません。さらに、ECBが物価の安定を追及し、信用創造メカニズムが適切に働くことを確実にするという任務を負う中、こうしたことは元々政治的なことであることから、ECBが問題を解決することは権限の範囲外です。バイル氏が大統領選挙から離脱してマクロン氏の支援に回ったことから、ルペン氏の勝利はテイル・リスクであると引き続き考えています。しかし、今後数週間で政治的な不透明感が落ち着く可能性は低いことから、欧州国債のスプレッドは短期的には縮小するよりも拡大する可能性のほうが高いと考えています。

3月利上げの可能性は今のところ50%以下であると考えていますが、FRBに対しては市場よりもタカ派な見方を続けます

欧州のその他の国では、ギリシャは債権者との間で妥協案の合意に近づいているとみられ、これによりギリシャ国債の利回りは大きく低下しました。ギリシャに対しては比較的楽観的な見方をしており、イタリアおよびオランダの政治的な進展に関しても前向きにみえています。オランダでは、ヘルト・ウィルダース氏が選挙で多くの票を獲得することが予想されますが、政府内での役割はほぼないことが確実視されています。また、イタリアでは、レンツィ元首相が党首を辞任したことは戦術的なギャンブルであるとみえています。イタリアでは2017年の終わりから2018年の初めにかけて選挙が予定されており、これに向けて自身の政党へのより強固な支持を目指したと考えられますが、イタリアでは今後数年間にわたって弱体化した政府が続くだろうという見通しを変えるものではありません。ドイツの政情も興味深いものになってきています。しかし、キリスト教民主党と社会党の差が縮まり、極右のAFDの支持率が直近の世論調査で10%を下回っていることは不安を和らげます。

米国では、米連邦準備制度理事会（FRB）の議事録に債券市場の注目は集まりました。FRBは堅固な経済指標を背景に、2017年に複数回の利上げを想定しているものの、3月利上げの可能性を強めるような新たな情報はほとんどありませんでした。3月利上げの裏付けとなる指標はインフレ率と雇用関連の指標であると考えており、これらは予想を上回るものとなっているため、3月1日には発表される個人消費支出と、3月10日に発表される雇用統計に注目しています。3月利上げの可能性は今のところ50%以下であると考えていますが、FRBに対しては市場よりもタカ派な見方を続けています。2017年は4回の利上げが実施されるという見方を続けています。FRBはすでに3回の利上げを想定していると思われ、グローバル経済の回復が堅調で、今年後半には財政緩和が出てくることを考えると、FRBは経済見通しを引き下げるよりも引き上げる可能性のほうが高く、金利見通しも引き上げる可能性のほうが高いと考えています。

今後の見通しについては、今年は政治および政策が市場を左右すると引き続きみています。欧州では、政治リスクを市場がいくらか織り込んでいることを受けて、フランス大統領選挙の第一回投票まで2ヶ月以上あることを考えると、中だるみがみられるかもしれません。有権者の意思が大きく揺らいだり、新たな政治的な進展がみられない限りは、現段階で特定の結果を市場が織り込んだり排除したりするのは難しく、これは第二回目の投票が行われる5月7日のオプションのインプライド・ボラティリティを見ても明らかです。

短期的には、火曜日に行われるトランプ氏の一般教書演説と議会演説が注目を集めるでしょう。税制および財政支出計画に関する詳細を待っており、3月末から4月になるまでは明らかにならないと考えているものの、ショーン・スパイサー報道官が計画の90%は90%合意に至っているようだとするものについて、来週はそのヒントを得られるかもしれないと考えています。入国禁止令に続く、新たな移民法に関する議論も出てきています。再び権限を行使し、計画通りに進んでいると示すことができるか、説得力のない結果によってトランプ政権は苦戦し始めているのではないかと、どういった印象を残すかに注目が集まります。しかしこうした状況にも係わらず、米国株式市場は上昇を続けており、直近9日間のうち8日間は史上最高値を更新しています。S&P500インデックスは、10月11日に1%以上下落して以降、1%以内の値動きで90日以上が経過しています。株式市場に金正男氏殺害のような激震が走らないことを願うばかりです。

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
関東財務局長（金商）第 1029 号
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

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（2017年2月27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