



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2017年6月2日

安定と混沌

英国の総選挙で接戦が伝えられるなか、フランスドイツ間の関係が強化されています



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

先週の金融市場では金曜日に発表された米雇用統計に市場の注目が集まりましたが、ここ数日では欧州の政治的進展も多くの投資家の関心を集めました。イタリアでは選挙制度改革につき主要政党間で合意に至り、今年後半にも総選挙が行なわれる見通しとなりました。これに伴い、イタリア国債のリスクが見直される展開となりましたが、ブルーベイではリスクが過大に評価されていると見ています。最大議席獲得政党へのボーナス議席なしの純粋なドイツ式の比例代表制での合意は、今後予定されているいかなる選挙においても連立政権が誕生する可能性が極めて高いことを意味しています。これを踏まえて、(ポピュリスト政党である)五つ星運動が仮に最大議席を獲得したとしてもその影響は抑えられたものとなり、さらに五つ星運動の型破りなアプローチを踏まえれば、中道左派及び中道右派による大規模な連立政権の誕生がよりもっともらしい結末であると考えています。ただし同様に重要なこととして、従来欧州統合に懐疑的な姿勢をアピールしていた五つ星運動の立ち位置がここ数ヶ月で大きく進化しており、イタリアの欧州連合(EU)離脱の是非を問う国民投票の実施を押し進める可能性は低いと見ています。実際フランスにおいても、極右の国民戦線が直近のルペン氏の支持率低下を背景にフランスのEU離脱(フレクジット)を政策目標から排除していることは興味深いと言えます。欧州経済の成長見通しが改善するなか、ギリシャのシリザと同様に各国のポピュリスト政党が敵意を抑え、EU及び単一通貨に対する姿勢を軟化させ始めていると見られます。したがって、イタリアのEU離脱(イタレクグジット)につながる道筋は想定しておらず、イタリアにおける総選挙がEU域内の崩壊につながる可能性があるかと懸念するのはやや認識が甘いと考えます。

広範なユーロ圏の市場環境は穏やかです。政治的リスクが後退し、経済見通しも改善するなか、政策担当者は引き続き緩和的な姿勢を維持しています。次回の欧州中央銀行(ECB)会合では成長見通しが引き上げられると見ており、リスクが均衡化すると見ています。ただし量的緩和の縮小(テーパリング)の発表は9月以降になると見ており、現段階ではECBがハト派な姿勢を示し続けると見ています。先週のベルリンでの政策担当者との面会においても、今年後半にかけて欧州の統合が再び政策アジェンダに挙がる可能性が出てきたとの印象を抱きました。直近のG7サミットの後、メルケル首相が米英に背を向けEUに向き合ったことも印象的でした。直近のフランス大統領選でのマクロン氏の勝利を機にフランスドイツ間の軸が再活性化されると見られるなか、域内の財政上のより一層の協調に向けた道筋や、共通の債券ユーロボンド発行のための集権化に向けたプロセスが再び議論されることになると予想しています。またドイツ経済が堅調であり、メルケル首相は国内での政策目標のほとんどを達成したと見られることから、再任が有力視されるメルケル首相が次の任期中にEUにより重きを置くことが予想されます。

ユーロ圏の堅調で安定した政治状況を、ボラティルで混沌とした英国の政治情勢と比較することは興味深いと言えます。英国では総選挙まで残り1週間を切っていますが、直近の世論調査では支持率が拮抗しており、テレサ・メイ首相が過半数を大きく拡大するとの観測には疑問符がついています。伝統的なメディアは引き続き労働党の社会主義的なスタンスをあからさまに批判しているものの、野党労働党のジェレミー・コービン党首は若年層からの支持をより多く集めており、旧来のメディアでは労働党の社会主義スタンスに対して批判的な姿勢が続けられているものの、ソーシャルメディア上での争いを制していると見られます。メイ首相がここ最近で政策を転換したことや、テレビ討論への出演を見送ったことは、強さと安定性をアピールするメイ首相のような政治家にとっては逆効果であったと言えます。来週の選挙の結果が絶対多数政党のない議会、ハング・パーラメントという展開は、基本シナリオというよりもリスクシナリオですが、政治的な忠誠が国中で揺らいでいる現状を踏まえれば、結果についてはあらゆる展開があり得るとすることも認識する必要があるでしょう。金融市場が選挙結果に関して慢心していることを踏まえれば、予想外の結果となった場合に英国債及び英ポンドが下落する可能性があると考えています。

先週のベルリンでの政策担当者との面会においても、今年後半にかけて欧州の統合が再び政策アジェンダに挙がる可能性が出てきたとの印象を抱きました

その他の話題として米経済指標は引き続き米経済の健全さを示す内容でしたが、先週はインフレは落ち着いている兆候が見られました。ブルーベイでは米連邦準備理事会(FRB)が今月末に利上げを行い、ドットチャートの軌道を維持すると予想しています。これは市場予想よりもタカ派であるかもしれませんが、緩和的な財政及び金融政策は低ボラティリティ環境下でリスク資産が引き続き上昇するための下支えになると見えています。先週の為替市場では、中国当局が人民元の売買の基準値を引き上げるなか、中国元が最も良好なパフォーマンスとなりました。おそらく前週のMoody'sによる格下げを否定したかったためと思われる。ただしこれは短期的な動きに止まると見ており、中国人民銀行(中央銀行)は政策引き締めが徐々に経済活動の足かせとなり始めるなかで、経済成長を後押しするためにバスケット通貨に対する人民元の下落を容認すると見えています。

今後の見通しとして、グローバルに非常に落ち着いた環境下において、投資家にとっての最も有力な投資テーマは低インフレであると見られます。結果としてキャリー取引が引き続き効果的であると見えています。ただし、インフレが上昇しないことがFRBの利上げの妨げになるとの意見には賛同しません。金融政策が効果を発揮するまでには時間が掛かり、FRBはここ最近のインフレ指標を押し下げている複数の一時的な要因を認識していると考えられます。ただし、平均時給が緩やかな上昇を続け、将来の価格上昇がFRBの使命に沿ったものであるということをインフレ調査が示し続けるのであれば、FRBが金利正常化を継続し、前回のFOMCで示された利上げ軌道を維持すると考えることは妥当であると考えます。最終的には市場予想よりも積極的であるFRBが今後のキャリー取引の最大の壁となる可能性はありますが、それを除けば市場の低ボラティリティ環境は継続すると見えています。

安定したグローバルの見通しとは対照的に、英国における進展は予測不可能です。6ヶ月前のレポートで、ジェレミー・コービン氏が2017年にダウニング街10番地(英国の首相官邸)の住人になることはあり得るかどうかに言及していたことは興味深く、さらに言えば保守党と労働党の支持率が20ポイント以上離れていたにも関わらず、足元では接戦となっていることは目を見張るべきことです。メイ首相率いる保守党が議席を増やし過半数を獲得する可能性は十分にあるものの、市場がその結果にどのような反応を示し、その後どのような展開を

見せるのかに疑問を抱かずにはいられません。労働党とスコットランド国民党(SNP)が連立し、ジェレミー・コービン氏が首相、アレックス・サモンド氏がBrexitを監督する外務大臣になるのでしょうか。Netflixで『ハウス・オブ・カード』が再度視聴可能になり、同番組の予断を許さないストーリー展開が私たちを魅了するなか、今の英国では何が起こってもおかしくない状況です。

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。

エマーゼン債戦略：年率 0.95% (税抜き)、エマーゼン債オポチュニティ戦略：年率 1.65% (税抜き) 成功報酬 20% (税抜き)、エマーゼン社債アルファ戦略：年率 2.00% (税抜き) 成功報酬 20% (税抜き) /ハイ・イールド債戦略：年率 0.85% (税抜き)、ローン戦略：年率 1.1% (税抜き) /投資適格債戦略：年率 0.40% (税抜き)、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90% (税抜き) /転換社債戦略：年率 0.85% (税抜き) /オルタナティブ戦略：年率 2.2% (税抜き) 成功報酬 20% (税抜き)、イベント・ドリブン・クレジット戦略：年率 1.65% (税抜き) 成功報酬 20% (税抜き) /ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90% (税抜き)、ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7% (税抜き) 成功報酬 20% (税抜き)

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(2017年6月5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