

市場アップデート – 2018年10月11日 –

シュレッターにかけられる

年初来でほぼ全ての市場指数のリターンがマイナス圏入りしており、投資家のリターンが切り刻まれています。まだ前に踏み出す勇気を持つ時であると考えています。



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チームヘッド

先週は、金利上昇や貿易摩擦懸念を背景に市場の価格評価が上昇モメンタムを失い、グローバル株式が5%近く下落する展開となり、あらゆるテクニカル指標が売り圏内に突入しました。

市場ボラティリティはVIX指数で見ると20を突破しました。広範に言えば、直近の株価の動きは今年2月初めに見られたパニック的な下落ほどではなかったものの、欧州やアジアの株価指数が軒並み年初来で2桁のマイナス・リターンとなっていることは特筆すべきでしょう。

ポピュリズムの影響

結果として投資家の質への逃避傾向が金利を押し下げましたが、米国債利回りは前週の雇用統計発表前の水準に戻したのみに留まっています。過去三ヶ月間の統計に基づくと、平均賃金は前年比3%を上回るペースで上昇を続けており、力強いモメンタムが維持されていることが示されました。

最終的に、今後数四半期において、ポピュリズムという政治トレンドが、資本よりも労働に軸を置く政策と結びつくことを危惧しています。実際に、GDPに占める労働分配の割合には低下の兆しが見られており、中間所得層の低迷がそもそもこのような政治的トレンドを動かす要因となっています。このことは、堅調な経済成長の環境下においても、企業収益が今後もこれまでのペースで拡大を続けることは困難になる可能性を示唆しており、ブルーベイの中長期的な見通しに沿って長期債利回りが上昇した場合、株価の評価に使用する割引率が上昇することとなり、株式市場にとってはさらなる逆風要因となる可能性があります。

このような見方を踏まえ、今のところは金利が上昇したとしても緩やかなペースを保つと予想しています。政策は依然として緩和的で、インフレ率は、徐々に上昇するとみているものの、足元では依然として落ち着いています。したがって、米経済がとりわけ堅調な成長を見せ、グローバル経済も概ね健全な状態にある現時点において、株式市場に対して過度に悲観的になることは適切ではないかもしれません。今後、株式投資家は株価がもみ合う展開に順応しなければならないかもしれず、債券市場においては質への逃避によって短期的に金利がさらに低下した場合、既に保有する金利のショート・ポジションを積みます好機であると考えています。

ブレグジットと予算案

欧州では先週、特段目新しい材料は見られませんでした。英国では、欧州連合（EU）離脱（ブレグジット）に向けて、メイ首相を支持する野党・労働党の議員が増えているとの噂が流れましたが、このような報道をやや懐疑的にみており、この報道を受けて上昇していた英ポンドの動きは行き過ぎであると考えています。

イタリアの政治家は依然としてブリュッセル（EU）への予算案提出に向けて泥仕合を続けており、神経質な状況が続いています。ただし、念頭に置く必要があるのは、事実上の選挙キャンペーンが続いている場合においては特に政治家は常に自らの支持者を意識することから、発言内容にはばらつきがみられ、自らの信念と現実的に達成可能なことにも乖離があるということです。

足元の市場にはユーロ崩壊のリスクが過度に織り込まれているとのブルーベイの見方を踏まえ、イタリアの状況を精査する中で、最近よく、欧州をより適切な道へと導くためにどのようなことが出来るか、という質問を受けることがあります。週次コメントとしては非常に長くなってしまふことを認識しながらも、個人的な見解を以下の段落で述べたいと思います。

ユーロ圏の改革案

EUのルール（安定成長協定）では、各国政府が財政赤字を対GDP3%以下に抑えることが求められています。また公的債務の対GDP比率が60%を上回る国については、中長期的に公的債務比率が60%を下回るような政策を実行することが求められます。これらのルール、及び過剰財政赤字手続き（EDP: Excessive Deficit Procedure）という形での実質的な制裁は、ユーロ圏の規律や品位を維持するための「鞭」としての役割を果たしています。しかしながら、この「鞭」は、各国が規律に従うためのインセンティブとなる「飴」を伴った場合に、より効力を発揮するとの見方も存在します。特に、公的債務の水準が継続的に規律を上回っているイタリアなどの国に対しては「飴」が効果的であるとの意見があります。

一つの案としては、欧州安定メカニズム（ESM）のような存在が、ある国の3年の財政計画が財政パフォーマンスを測るテストに合格することを条件に、満期まで3年未満の既存債務に関して債務保証を提供することです。そのようなステップを踏めば、借入コストは大幅に低下し、最も必要とする国が大きな財政的恩恵を受けることとなるでしょう。例えば、そのような状況下ではイタリアの借入コストが概ねスワップ金利と同等（つまり2018年10月時点の金利よりも100bps近く低い水準）になります。イタリアが抱える資金需要はGDP比で15%程度に相当し、借入コストの低下は同国の財政状況に大きな恩恵をもたらすとともに、財政緩和策を実行し、成長を促進させながら対GDP負債比率を削減することが可能となるでしょう。

そのような猶予は新規発行の債券では満期まで3年未満の債券のみに適用されることとなりますが、それらの新発債が全ての年限の債券利回りの低下を促すことになるでしょう。なぜならばこれらは、

- ・ ユーロ圏諸国の団結を示し、磐石な規定に基づく枠組み内における相互支援を意味することになるため
- ・ 責任ある政策決定のインセンティブとして機能するため（今日の問題点は、イタリアのような相対的に大きな国においてはゲーム理論の状況が存在する、つまりその国は、自らが単一通貨から脱退すれば、ユーロ圏全体が崩壊する力を持っていることを認識しており、責任を持って行動するインセンティブに欠けてしまっていることであるため）
- ・ 優先及び劣後という2つの異なる債券市場を生み出すことなく（かつてブリューゲルが提唱したブルー・ボンドとレッド・ボンドのアイディアのような）、カントリー・リスクの低下を促すことで、他の債券発行においても借り入れコスト低下につながるため

- ・ いずれ全ての短期債が政府保証付きになることを意味するため（債券市場におけるフォワード金利の機能を踏まえると、満期まで3年以内の債券利回りがスワップ金利を決して上回ることがないとすれば、5年や7年、10年などさらに長期の年限の上乗せ利回りも抑制されることになる）

ただし、各国の公的債務管理機構がシステムを逆手に取り、大量の短期債を発行してしまう可能性があるため、このような新たなタイプの債券を利用した資金調達の上限を、既存債務に対する比率として設ける必要があるでしょう。目的意識を持って管理される必要があり、これらの猶予が与えられるために通過しなければいけない財政テストを統括するための機関としてESMの権限を拡大することも検討すべきでしょう。さらに、「飴」だけをもらおうという国々が現れた場合、自発的にこのような猶予を手放すことが難しいようにすることも求められるでしょう。このようなシステムにより、各国が財政の枠組みを遵守するよう徹底されることが望ましく、時とともに、このような仕組みの適用範囲を長期債へと拡大していくことで、必然的に債務相互化がさらに進むことになるでしょう。

北ヨーロッパの国々からは、債務相互化に反対する声が挙がるかもしれませんが、最終的にはユーロ圏諸国が寄り添って成長を成し遂げるか、もしくは崩壊の危機にさらすかのいずれかであると言えます。高い借り入れコストは、中核国が負担をしなければならない周辺国に課された税金であると言え、周辺国の成長を低下させることでドイツなどの国とこれらの国との差が次第に拡大していくことにつながります。欧州の経済通貨同盟国において、ドイツは突出した成長を見せました。成長を続けることは可能かもしれませんが、その過程で他国を支援するための準備をする必要があり、その意味で、上述の案はベルリン（ドイツ政府）が重視する、ルールに基づく規律を各国に組み込むためのスマートなやり方であるかもしれません。

ボラティリティと上手く付き合う

今後の見通しとして、年末に掛けてボラティリティが高止まりする可能性があるかとみています。米金利の上昇は投資機会となる一方で、リスク要因にもなります。エマージング市場ではさらなるボラティリティの高まりも予想され、相対価値に基づいた見方を選好しながら、慎重なスタンスを維持しています。

直近のイタリア及びギリシャの下落により、市場では非常に興味深い価格評価が見られています。例えば、CDSで見るとイタリアのスプレッドはブラジルを50bps上回る水準となっており、ハイ・イールド社債のCDS指数であるItraxx Crossoverのスプレッドと同水準となっています。英国では、ブレグジットが最終局面に突入しており、株式市場のボラティリティ上昇と相まって、今後数か月間で多くの展開が予想されます。

“このような期間を上手く乗り切れることは、年初から今年9月までの期間よりも多くのリターン獲得機会を提供するとみられます”

ただし同時に、綿密な分析に基づく洞察力や、コントラリアン的なポジションを取る能力、さらに時として、市場がポジションに逆らって動いたとしてもリスクを維持する能力が求められることになるでしょう。

年初来でほぼ全ての市場指数のリターンがマイナス圏入りしており、投資家のリターンが切り刻まれています。また前に踏み出す勇気を持つ時であると考えています。バンクシーの絵が落札直後にシュレッターで切り刻まれた瞬間のように口を開けてただぼう然と成り行きを見守る時ではないでしょう。

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のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債絶対リターン戦略：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、契約資産を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（2018年10月11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