

市場アップデート－2018年12月13日－

黄色いベストのトラブルメーカー

フランスでは黄色いベスト運動を受け、マクロン大統領が抗議者らに対する譲歩案を発表しました。その結果によるフランスの財政状況の悪化は、イタリアの予算状況が相対的に良いということを引き彫りにする可能性があります。



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

ここ数日間で投資家のリスク選好にはやや落ち着きが見られています。中国の貿易関連の話題が、一時的な米中間の緊張緩和を示唆するなか、S&P500種指数には2,600を上回る水準でテクニカル面からの下支えが存在しているとみられます。ただしより一般的に見ると、先週は欧州でのイベントが多く市場参加者の注目を集める傾向が見られました。

リスクの高い手段

英国ではメイ首相が、大差で敗北する可能性が高いとの判断のもと自身の欧州連合（EU）離脱合意案を巡る下院での採決を延期した後、与党・保守党の党首信任投票を受け信任を獲得することに成功しました。しかしながらEU側は、離脱協定の修正を求めるメイ首相の試みには応じない可能性が高く、その時点であらゆる計画が袋小路に陥り、英国及びEUは望まない「合意なき離脱」を避けるための計画を加速させなければいけなくなるでしょう。

以前にも述べたとおり、この「ハード・ブレグジット」を避けるためには、議会を通過することが出来る合意案、もしくは（EU加盟国の離脱手続きを定める）リスボン条約第50条の破棄が必要となります。ただし、先週の党首信任投票で、117の不信任票があったことからわかる通り、メイ氏の首相としての権限は弱体化しており、EUが離脱協定の再交渉を行わない姿勢を示しているなかで、協定に大幅な変更が加えられない限りは、現状の離脱協定が議会を通過するとは想定しづらい状況です。懸念しているのは、多くの保守党議員が、EUは交渉の最後に必ず譲歩するという物語を信じ、来年3月の時間切れ寸前まで待つことが最善であろうとの考えを持っているとみられることです。ただしそれまでの期間で、双方からの意見が硬化する可能性があるため、それはリスクの高い手段であるといえるでしょう。

このような状況を踏まえ、ブルーベイでは引き続き「合意なし」のシナリオに関して過度に楽観的な見方が引き続き存在しているとみており、方向転換のときを迎える前に、英国には底知れぬ絶望を味わう危機的な状況が必要であると考えています。詰まるところ、先週の出来事は、ブレグジットの決断が最終的に覆されるとのブルーベイの見方に沿ったものでしたが、総選挙や第二回の国民投票へ向けた動きは今後数月のうちには具体化しない可能性があるかとみています。

マクロンが抱える問題

イギリス海峡を渡った先のフランスでも、マクロン大統領が試練のときを迎えました。

「黄色いベスト」の抗議活動が激化するなか、マクロン大統領の支持率は 20%前半に低下しました。市民が混乱し、一部が暴徒化したことなどから周辺の商店は休業を余儀なくされ、連日デモを伝える見苦しい映像が TV で流されました。

元々は燃料への増税措置に反対した抗議活動であったものが、経済成長見通しが改善したにも関わらず、実質的な可処分所得が停滞する労働者及び中間所得者層の間に溜まっていた不満を噴出させる、より広範な事態へと発展しました。圧力の高まりを受け、フランス政府はデモ収束に向け、抗議者らに対する多くの譲歩案を発表しました。ただし、これらの案はいずれも財政面にはネガティブな影響を及ぼす可能性があります。

2019 年のフランスの財政赤字計画は GDP 比 2.8%ですが、現状では 3.5%を上回る可能性すらあります。これによりフランスは、過去 11 年で 10 度繰り返してきたことと同様、再びマーストリヒト条約で定める財政赤字の上限 3.0%を超過することとなりそうです。これらの進展はフランス国債のスプレッドの重石となり、ドイツ国債に対するフランス国債のスプレッドは先週、年初来で最も高い水準を更新しました。ただしここから更に拡大していく可能性は低いとみています。

イタリア国債はやや落ち着く

フランスにおける財政状況の悪化は、イタリアの予算状況が相対的に良いということも浮き彫りにする可能性があります。実際に先週は、ブリュッセル (EU) からの圧力を受け、ローマ (イタリア政府) が 2019 年の財政赤字目標を 2.0%台に引き下げるとの発表があり、イタリア国債は上昇基調となりました。依然としてイタリアが欧州委員会の過剰財政赤字是正手続き (EDP) の対象となる可能性はありますが、ここ最近の両者の対話における前向きなトーンは、市場の緊張及びイタリアの EU 離脱 (イタレグジット) に対する警戒感が更に緩和している状況と足並みを揃えています。実際のところ、イタリアの見通しにとってより脅威であるのは政治よりも経済成長であるとみており、その意味で、直近発表された銀行の融資額が年比 7.0%の伸びとなったことには勇気付けられます。

政治的な観点からも、直近の世論調査で、「同盟」(33%)が「五つ星運動」(26%)を政党支持率で上回り、その差が拡大していることは興味深いと言えるでしょう。「同盟」のサルビーニ党首が、「フォルツァ・イタリア」や「イタリアの同胞」などと連立を組み、「右派」政権を樹立することを目指し、来年 3 月にも解散総選挙を呼びかけるとの見方があります。また仮にそのような状況となった場合、投資家は比較的ポジティブに受け止めるかとみています。したがって、イタリア 10 年国債のドイツ国債に対するスプレッドが足元で 270bps を下回る水準まで縮小してきていますが、イタリア国債のロング・ポジションには維持する方向で考えています。

再びドラギが注目を集める

一方で先週、欧州中央銀行 (ECB) はユーロ圏の経済成長及びインフレに関して、相対的に前向きな見方を示しました。1.9%という強気な 2018 年の成長見通しはやや無理があるとも言えるかもしれませんが、ECB が量的緩和 (QE) に伴うバランスシート拡大を終了し、実質的に金融引き締めに向かっていこうとするタイミングで、これらの見通しを大きく下方修正したくなかったという意味の表れともとれるかもしれません。

ただし、7-9 月期 GDP 統計の内訳を見ると、輸出が不釣り合いにその足かせとなっていたことがわかるため、ECB の前向きな見方は概ね上向きの国内経済に根ざしているとも言えそうです。

その意味で、ドラギ ECB 総裁が先週の会合において、長期流動性供給オペ（LTRO）やオペレーション・ツイストなどの追加緩和策に明確に言及しなかったことは、ハト派寄りの発言を期待していた市場参加者の落胆を誘ったかもしれません。ただし、2019年1-3月期に下方リスクが実体化した場合には、ECB がこれらの選択肢を自由に活用できる余地は残されています。

まだ終わりではない

今年も終わりを迎えようとしています。しかしながら市場はクリスマスに向けて、ほとんど減速していないかのようです。今週の注目は米連邦準備制度理事会（FRB）の会合に集まりそうですが、ブルーベイでは、米国の利上げサイクル終焉を宣言しようとする市場は時期尚早であるとみています。米国内の経済指標は引き続き堅調で、ブルーベイの分析では財政刺激策の純効果は2019年10月までの1年間でGDPに0.8%プラスとなり、これは2018年10月までの1年間の+0.5%を上回る水準です。雇用及び賃金の伸びも、所得に恩恵をもたらしており、新年を迎えるにあたり、頼もしい米国の消費者の見通しは良好であると考えています。

その他では、年末までに欧州において更なる政治的進展が予想されますが、例年市場の流動性が低下し始めるときでもあるため、ボラティリティは引き続き高止まりする可能性があり、興味深い投資機会を提供するでしょう。英国の与党・保守党内の強硬離脱派「ユーロピアン・リサーチ・グループ（ERG）」は先週、メイ首相を党首から引きずり下ろすことに失敗しましたが、引き続きトラブルを起こすことは間違いなさそうです。今後12ヶ月間は党首信任投票を行なうことができなくなりましたが、静かに引き下がるとは思えません。もしかしたら私たちは皆、トラブルを起こしたくて必死になっている「黄色いベストを着た男性」に対して、常に一定の警戒心を維持しておく必要があるかもしれません。

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。最終的な利率・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、その利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（2018年12月13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