

市場アップデート – 2019年2月14日 –

暗い見通しの地域からのコメント

軟調な経済指標や失望感が、欧州経済の見通しを悲観的なものとしています。一方、米中通商協議の行方は市場に幾らかの期待感をもたらしています。



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、週の前半には堅調な米経済指標によって米国債利回りが上昇し、経済成長に関連した懸念が後退するなか、リスク資産は反発基調を維持しました。

過去最高に達した米求人件数や、賃金上昇がインフレ率を押し上げている兆しが見られることは、いずれも、米経済の成長は底堅く、2019年後半には金利が上昇していくとのブルーベイの見方を後押しする材料でした。ブルーベイの見方とは対照的に、市場では2020年に向かう中で、次の米連邦準備制度理事会（FRB）の動きは利下げになるとの見方が織り込まれています。

ドイツの指標が示唆するユーロ圏の状態

一方で、米国とは対照的に、ユーロ圏の見通しは大きく異なり、先週発表されたドイツの2018年10-12月期GDPは、2四半期連続での下落による事実上のリセッション（景気後退）入りは辛うじて回避したものの、前期比+0.0%となりました。

ドイツ経済の前年比の成長率はわずかに+0.6%に留まり、一部の要因はドイツ特有ではあるものの、足元ではユーロ圏全域で景気低迷の雰囲気は漂っており、実際先週ブリュッセルにて行なった複数の政策担当者とのミーティングでも同テーマが繰り返し話題にのぼりました。

欧州全域に悲観的な見通しが漂っているかのようで、2018年末に掛けて弱含んだ経済活動が2019年前半に反発すると望みはありながらも、この見方に対してはリスクが下方に振れているとの明らかな認識が存在します。

政策面では、欧州中央銀行（ECB）が今後数ヶ月以内に貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）の代替策を発表するとみています。しかしながら、複数の公の発言を踏まえると、多くの投資家が現状期待している3月のタイミングではその発表が行なわれない可能性があるようです。

2020年半ばに8,000億ユーロ相当のTLTROが償還を迎えることに加え、前回TLTROが実施されて

以降に、銀行の収益性にネガティブな影響をもたらしかねない政策が複数発表されていることを踏まえると、現状を維持するのみでも1兆ユーロ程度の規模が必要になるとみられています。

現状、政策担当者間でこの事実が十分に理解されているかどうかは定かではありません。さらに、このようなテクニカルな政策は経済活動のある程度下支えする要因にはなるとみられるものの、今後数ヶ月間で更なる下方リスクがユーロ圏を打ちのめすことがあれば、必ずしも万能薬とはならないでしょう。

ブリュッセルの苛立ち

さらに、EU 全体でより大規模な財政緩和策を取り入れることに対する期待もありますが、ドイツはこれに耳をまったく傾けていません。昨年と比較して欧州圏ではやや財政緩和のスタンスが取られるとみられます。

しかし、最近の欧州委員会による欧州の経済成長予想の下方修正によって、ドイツ財務省に影響力を持つ法律家たちは、景気の現状に対して財政支出は増やすよりも減らすべきであるという主張に至ったようです。

ブリュッセル (EU) はこのドイツの立ち位置に苛立っており、過度な財政黒字を抱える国については罰金を課すという財政ルールの変更が今後あるかもしれないという議論もみられました。ちなみにいまは財政赤字国のみが罰則対象となっています。

ただしこれには長い時間がかかり、6 月には欧州議会の議員が変更となり、10 月には欧州委員会のメンバーが交代となるなかで、いまの EU はレームダック (死に体) 状態にあり、大きな危機がない限りは 2020 年までは新たな政策が積極的に打ち出される可能性は低いかもしれません。

ブレグジット-Bad から Worse へ

ブレグジットに関しては、先週ほとんど進展がみられませんでした。ブリュッセルでの政策担当者とのミーティングでは、メイ首相のここ最近の (ブリュッセル) 訪問が完全なる時間の無駄であり、むしろ英国内の聴衆を鎮めるための茶番を演じているのみであるとの印象を受けました。

ブレグジットの運命は 3 月後半にようやく決定されることになる可能性が高まっており、結果として 6 月末までの期限延長という決定に至る可能性が高まっています。

最終的に、EU 側はノルウェー型に沿った形での合意を予想しているようですが、この結果が、英国内の離脱強硬派の目的及び目標とは正反対であるということは皮肉であるとの認識を強めているようです。

ふりだしに戻るのか？

主導権を取り返せないばかりか、英国政府はすべての権限を EU に譲渡することになり、英国の離脱によって恩恵を受ける南欧諸国が存在感を増す EU で何ら声を持たないことになるでしょう。

ブレグジット後の次なる交渉は、現状の離脱交渉よりもさらに複雑化するとみられ、英国は少なくとも 5 年から 10 年の年月を移行期間に費やすことになるかとみられています。

その間、英国は単一市場の中には残り、労働の自由な行き来も確保されることから、多くの人にはブレグジットが単に名ばかりの偽りであると映るでしょう。その結果、ポピュリスト寄りの極端な思想が台頭する可能性もありますが、それはかなり先の話となるでしょう。

このような穏やかな見通しに対する最大のリスクとして、ブリュッセルの政策担当者は誰もが望まぬ「予期せぬハード・ブレグジット」を挙げていました。

延長の可能性は低下か

リスボン条約第 50 条が定める離脱交渉期間の延期には、全ての EU 加盟国の合意が必要となり、いずれの国にも拒否権があります。そんな中スペインでは、予算案の否決を受けて国民投票を実施する可能性もあり、期限延長と引き換えに多くの英保守党議員にとって受け入れ難いとみられる英領ジブラルタルに関するスペイン側の要求が強まる可能性があります。延長があるとなれば、EU に適した条件に関してであり、英国の要求に即した案に対してではないでしょう。

新たな欧州議会に英国の議員の席がない場合、欧州議会で承認される全ての事柄は正当性に欠け、法的な困難に直面する可能性があるとの警戒感が存在するため、結果として、6 月 30 日以降の延長の可能性は低いとみられています。

その意味で、6 月末までに英議会が何らかの合意にこぎつける保証もなく、特に危機感が存在しない場合、引き続きハード・ブレグジットは現実味を帯びています。

仮にハード・ブレグジットが起こった場合でも、EU は英国よりも準備が出来ているとの自信を持っています。またハード・ブレグジットとなった場合、英国が北アイルランドに相互関税が掛からない境界線を敷くことに失敗すれば、英国は密輸業者としてのレッテルを貼られることとなり、EU の制裁対象及び世界貿易機関 (WTO) の訴訟対象となり得ます。

率直に言えば、ブレグジットはとんでもない混乱の様相を呈してきており、今後も圧力は高まるとの見方に基づき、引き続き英国資産及び英ポンドに対するショート・バイアスを維持することが適切であると判断しています。

亥年は上昇基調で幕開け

その他の金融市場では、中国の旧正月明けの市場は概ね前向きな投資環境となりました。今年、中華人民共和国建国 70 周年を迎えるということも、中国の習近平国家主席が成長を促すための緩和策を打ち出している理由になっているとみられており、足元では経済指標のトレンドも徐々に上向いている兆しが見られています。

社債市場にもたらされたスペインからのサプライズ

社債市場では、スペインのサンタンデル銀行が AT1 (追加的 Tier1 債) の早期償還 (コール) を見送ったことが話題となりました。ただし、今回の報道に最も戸惑っているのは、他の銀行がサンタンデル同様の措置をとれば将来的に仕事が減ってしまう金融機関のシンジケート担当者であるとみえています。

今回の一件で、欧州投資家の多くが「経済的な観点を考慮したコール」の原則を理解していないと見られることは興味深かったと言えます。米国では長年に亘り、MBS やその他の市場で広く用いられてきた概念でした。したがって最終的には、正しい分析を行い、適切なスキルを有したアクティブ・マネージャーが恩恵を受けることになる仕組みであるとみえています。

通商協議が市場を押し上げる可能性

今後数週間は通商問題に注目が集まる可能性があるかとみえています。ブルーベイでは、以前にも述べた通り、トランプ米大統領は「勝利」を得たいとの見方から、米中通商協議において前向きな解決策が見出されるとの期待感を持っています。

一方で、米通商拡大法 232 条に基づく捜査において、(欧州、とりわけドイツに影響をもたらす)

自動車製品への追加関税が推奨される可能性がある点についてはやや懸念を深めています。

ドイツが継続的に経常黒字国であるとともに、変化が必要な国であることを踏まえると、この動きは正当化される感覚もあるかもしれません。ドイツの経済モデルは過去に根ざしており、ベルリンは目を覚まし、変化する必要があるでしょう。

その意味で、ワシントン D.C. (米政府) からの一撃は、最終的には欧州に悪いことではないと言えるかもしれませんが、短期的には見通しが落ち込んでいる欧州において懸念を深める材料になるだけかもしれません。

気をつけてください。この冷静と思われる話のさなかでも、EU のレームダック (退任が決まっている議員) たちは沈んでいません。ただし、ハード・ブレグジットというイベントが起きた場合に、ラムズゲート港を通じて英国に食料を届けるためのフェリーを運航させるという計画の頓挫を発表した英国政府が (政府がサービスを委託していた運行会社が実際は船を全く保有しておらず、フェリーの運航も行なったことがなかったということが発覚したため)、何か出来ることでもないでしょう。その意味で、レームダックは救いようのないデッドダックよりもまだましであると言えるかもしれません。

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2月14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