

## 市場アップデートー2019年3月7日ー

### Green Shoots、Green Bond、 そして国際女性デー

金融市場及び経済指標にはともに春の兆しが見え始めており、  
とりわけ資本規制が解除されたアイスランドは希望の星となる  
かもしれません。



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、欧州中央銀行（ECB）がハト派な政策を打ち出すとの期待感からドイツ国債利回りが低下基調となり、欧州周辺国ではスプレッドの縮小が見られました。ECB が発表した的を絞った長期資金供給オペ（TLTRO）の2023年までの延長は、欧州銀行及び周辺国資産の支援材料になると受け止められ、ちょうど下方リスクへの警戒を強めていた投資家の心理を下支えするとみられます。

また、ECB が利上げのフォワード・ガイダンスを2020年まで延長したことは、現実的に予測可能な限り緩和的な姿勢を維持したいというECBの意思の表れであるとみています。

皮肉なことに、今回のECBの判断は、ユーロ圏の経済指標がやや安定の兆しを見せ始めるタイミングと時を同じくしたものでした。先週発表された欧州の購買担当者景気指数（PMI）は前月から改善し、2018年後半に見られた経済指標の最悪期は既に脱したかもしれないと予感させる内容でした。

米国では、先週も経済指標が底堅さを維持しました。ISM非製造業指数は再び過去最高水準に近づき、ADP雇用統計は引き続き米労働市場の力強さを示す内容となりました。こうした結果にも関わらず、株式市場でここ最近の上昇に調整が見られたほか、社債市場でも、3月に多くの新規発行が予想されていることなどが流通市場の重石となるなか、ここ最近縮小基調にあったスプレッドの動きにやや一服感が見られ、米国債利回りは低下基調となりました。

#### 米ドルがエマージングを抑制

その他では、週末に地方選挙を控え、アルゼンチン資産に下押し圧力が掛かったことなどから、エマージング市場に対する投資家心理もやや軟化しました。

ここ数週間では、貿易加重ベースでの小幅な米ドル高基調もエマージング現地市場の重石となっています。

トランプ米大統領は米ドル安を促す発言を繰り返しているものの、米国経済が他地域を上回るパフォーマンスを見せ、米国が貿易戦争においても譲歩を勝ち取り、交易条件が米国にとって好転しそうな兆しが見え始めているさなかに、大幅な米ドル安へと誘導することは困難であるようです。

## ギリシャ：短期的にはアンダーパフォーム、中長期的には投資妙味

欧州では、ギリシャが 10 年国債の新規発行を発表し、ギリシャ国債のパフォーマンスが週を通して軟調となりました。

多くの点において、つい最近 5 年債の発行を行なったばかりであるとともに、今後数年間の資金需要は概ね満たされているギリシャにとって、今回の起債は必要ではなかったと言えるでしょう。

今回の発行はむしろ、ギリシャの主権が復興過程にあるということを有権者に示したかった、ギリシャ政府の虚栄心を表すものであったと言えるかもしれません。

今年後半には、急進左派連合 SYRIZA が第一党の座を新民主主義党（New Democracy）に明け渡すと予想されており、SYRIZA は、ギリシャ国債の利回りを 10 年ぶりの低水準まで押し下げた自身の経済運営の実績を誇示したいとみられます。

ブルーベイでは、引き続きギリシャの信用力が改善傾向にあるとみており、今月初めの Moody's による 2 ノッチの格上げを皮切りに、今年は今後もポジティブな信用見直しを予想しています。このことは、ギリシャが伝統的な政策ミックスを続行する限りにおいて、これまでもキプロスやポルトガルなどのソブリン債でも見られたように、ギリシャ国債に新たな投資家を惹きつける役割を果たすとみており、中長期的にスプレッドは大幅に縮小していく可能性があるかとみています。

その意味で、先週のギリシャ国債の弱含みは一時的なものに留まるとみており、上記の見方に対する確信度の高さを踏まえ、下落局面を利用してギリシャ国債のポジションを積み増しました。

## アイスランドでは好材料

また先週は、アイスランドに関する報道も市場の注目を集めました。アイスランドは先週、10 年前の金融危機を経て導入していた資本規制の解除を発表しました。

アイスランドは過去 5 年間で目覚ましい成長を遂げており、財政及び経常収支はともに黒字であるとともに、2018 年には純債務国から純債権国へと転換しています。

ブルーベイでは、今後アイスランドがさらに AA 格へと格上げされる可能性があるかとみており、アイスランド国債が 5%以上の市場利回りを提供し、通貨が過去 2 年間でユーロに対して 15%近く下落しているなか、海外の投資家がアイスランドを魅力的な投資対象として見始めるまでにそれほど時間は掛からないとみています。

ブルーベイでは、アイスランド国債の利回りが今後 12 ヶ月間で 100bps 近く低下し、その間通貨も 10%近く上昇すると予想しています。加えて債券のキャリー一面を考慮すると、このような見通しを実現した場合、年間で 20%以上のリターンを創出する可能性があることを意味しています。

最終的には、通貨上昇がインフレを押し下げ、金利の低下につながるとみています。

通貨安による影響を受け、インフレ率は昨年 3%を上回る水準まで上昇していました。ただしこのようなトレンドは反転し、インフレ率が低下に向かうことで、中銀には他の先進国と

同等の水準に政策金利を引き下げていく余地が生まれ、キャリー・トレードによって経済に再びバブルがもたらされるリスクを抑制することが出来るとみています。

## ブレグジットの運転席には EU が

その他の欧州に目を向けると、ブレグジットを巡る混乱にはほとんど進展は見られませんでした。

ブリュッセル（EU）が離脱案に関するメイ首相の要求に譲歩する可能性は非常に低いということはしばらく前から認識しており、12日に予定されている英議会の採決でメイ首相の案は否決される可能性が高いとみています。

その結果、13日にリスボン条約第50条が定める交渉期限の延期申請の議会採決が行なわれるとみていますが、ここでEU側が何の条件もなしに、交渉期間に更に3ヶ月の猶予を与えたとの推測はやや甘いと考えます。

EU側は、過去3ヶ月間で合意に至らなかった多くの点が今後3ヶ月間で実を結ぶ可能性は低いという認識を持っているとみられ、結果としてより長期の延期や、英国が飲み込みづらい条件を提示する可能性が高いとみています。

EUは自らが主導権を握っているということを把握しており、この点は英国にとっての弱みであり、予測不可能な点となっています。

その意味で、3月後半に掛けて不確実性はさらに高まっていくことも予想され、今後数週間で英国資産がアンダーパフォームする可能性もあり、英国資産に対しては保守的なスタンスを維持することが賢明であると考えています。

## 今後の見通し

ここ数週間において、ブルーベイの見通しに大きな変更はありません。年末及び年明けに掛けて弱含んでいた成長モメンタムが再び力強さを増している兆候が徐々に確認され始めているとみています。

必ずしも経済活動のV字回復を見込んでいる訳ではありませんが、ここ最近継続的に引き下げられてきた成長見通しを引き上げていく余地が生まれ始めているとみています。

年初の悲観的な見方はやや行き過ぎであったとみており、経済の停滞やリセッションに対する警戒感も足元でもやや過度に市場に織り込まれているとみています。ややハト派なECBに続き、FRBも量的引き締め（QT）の今年後半での終了を早ければ3月にも発表するなどして続く可能性があります。

貿易面では、新たな関税措置が撤回され、現状の高関税も廃止されることを示唆する報道も見られ、その場合は投資家心理に追い風になるとみられます。

その意味で、ポジティブなカタリストは多く存在しており、ブレグジットはリスク要因として残るものの、英議会が否決するとのブルーベイの見方に基つけば、早ければ3月に「合意なし離脱」が起こる可能性は非常に低いとみられます。したがって、マクロ見通しに関しては悲観（glass half-empty）せず、概ね楽観的な見方（glass half-full）を維持しています。

一年の中でも植物が芽吹き始める季節を迎えており、今後経済指標及び市場においてもそのような傾向がさらに見られていくと期待しています。

明らかに、足元で見られる芽吹き（Green Shoots＝復活の兆し）が成長すれば、グリーン・ボンド（Green Bond）をはるかに上回る興味深い投資機会になるとみています。

ブルーベイでは、ESG に対する最も有効なアプローチは、投資プロセスの根幹に ESG 評価を完全に盛り込むことであると考えています。

その点に関して言うと、ブルーベイのアイスランドに対する見通しは高い ESG スコアによって下支えされています。アイスランドは豊富なクリーン・エネルギーによる恩恵を受けるのみならず、社会的にも進歩的であり、2018 年には 10 年連続で女性として最も生きやすい国（男女平等ランキング 1 位）に選ばれています。まさに 3 月 8 日の国際女性デーにふさわしいといえるでしょう。

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となります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシ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3月7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