

## 市場アップデートー2019年4月19日ー

(今のところは) ドラギ氏が鉄の玉座に居座る

任期終了が近づき、ハト派への方向転換の可能性を示唆するなか、フランクフルトで次に統治者となるのは誰かについては依然として不透明です。



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

今週はイースターの祝日を挟む短い一週間となりました。市場を動かすような目新しいデータはほとんどなく、債券及び通貨は比較的狭いレンジ内での取引となり、ここ数週間の市場の動きの足場を固める結果となりました。

### 経済指標のハイライト

発表された中国の鉱工業生産や小売売上高が堅調な内容であったことは、中国の成長回復を示唆するさらなる要因となりましたが、同時に、これまでの政策対応がすでに経済に効果をもたらしているなか、北京の金融当局者が今後追加の刺激策を講じる必要はない可能性を示唆するものでもありました。

一方欧州の購買担当者景気指数（PMI）は、欧州全域で製造業が引き続き著しく弱含んでいることを示唆し、依然として欧州経済は他地域を相対的に下回るパフォーマンスとなっています。

ブルーベイでは、今後数ヶ月間でグローバル経済の見通しが改善することがユーロ圏の需要を下支えするとみていますが、インフレ率が頑なに欧州中央銀行（ECB）のターゲットを下回り続け、依然として当面マイナス金利が続くとみられるなか、ECBは当面ハト派寄りの姿勢を維持せざるをえないと予想しています。

米国の経済状況は引き続き良好で、ほんの数週間前には成長を脅かすストーリーが囁かれていたものの、最新のナウキャスト予想に基づけば、今月末に発表される予定となっている2019年1-3月期のGDP成長は2.0%増を上回る可能性も出てきています。

1-3月期は、政府機関の一部閉鎖やマイナスの季節要因（過去5年間に亘り、1-3月期のGDP成長は平均して1.5%増である一方、4-6月期は平均して3.6%増であること）に影響され、やや弱い四半期であったにも関わらず、トレンドを上回る成長が失業率をさらに押し下げているなか、2019年の年間成長は2.5%を上回る可能性もあるとみています。

市場で米経済のリセッション・リスクが排除されるなか、ここ数週間で米国債利回りは大幅に上昇していますが、市場では引き続き今年末及び来年に掛けて米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを行う可能性が織り込まれています。しかし、ブルーベイでは現段階ではこれはほとんど意味がなく、正当化される根拠も乏しいと考えています。

米国の銀行の決算発表では、利回り曲線のフラット化が利ざやに与えている影響が見てとれました。またFRBは、再び利上げをする必要性が生じるまでのインフレ率上昇幅に余裕を設

けていることを示唆しており、これらは今後徐々に利回り曲線のステイプ化及びブレーク・イーブン・インフレ率の上昇につながっても不思議ではない要因であると考えています。

しかしながら、これらが実現するためには、物価圧力が活発化している何らかの証拠が必要であるとみられ、現段階では依然として物価圧力がほとんどなく、落ち着いた状態が続いています。

ただし、仮に株価が最高値を突破し、グローバルの経済見通しに改善の兆しが見られ始めるちょうどその時に、主要中銀が金融状況を緩和させていけば、投資意欲（アニマル・スピリッツ）によって今後数ヶ月間で、そうした方向に向かう可能性はあるとみています。

### 英国の議員は静養へ

英国では、難題を一旦は先送りにしたところで、ブレグジット関連の疲労感からか、目先は多くの議員が休暇に入ったと見られます。今のところ進展はほとんどないと見られ、今後 1～2 週間は方向感なく漂うことになりそうです。

ただし来月に掛けて、メイ首相が再び野党・労働党に働きかけ、党をまたいだ合意形成のための協議の機会を模索すると予想しており、ソフト・ブレグジット（関税同盟のような結果）への支持を探る可能性すらあるとみています。ただしブルーベイでは、このような働きかけが双方合意による結論に至るかどうかに関しては、引き続き悲観的な見方をしています。

したがって、欧州議会選における保守党の燦々たる戦いぶりが、メイ首相を退任へと追い込むきっかけとなることで（つまり、保守党が 3 位もしくは 4 位となった場合に、メイ首相に辞任するよう迫ることで）、よりユーロ懐疑派の党首が選出される可能性があります。

その後、新たなリーダーが、北アイルランドの民主統一党（DUP）や保守党内の EU 残留派からの支持に頼る必要なく、望み通りブレグジットを推し進めることという任務を確実に果たせるよう、（コービン氏率いる労働党も同様に混乱した状態と見なされれば）総選挙へと向かう可能性があるかとみています。

その結果として英国には 10 月までに、労働党主導の連立政権及び二回目の国民投票か、もしくは保守党政権による「合意なき離脱（ハード・ブレグジット）」政府のいずれかがもたらされる可能性があると言えるでしょう。

その他に明確になり始めていることは、英国以外の EU 諸国が今となっては完全にブレグジット関連の話題の継続に飽き飽きしており、苛立ちを覚えているということでしょう。このことは、10 月 31 日までに英国で政権交代が起こるとともに、国民投票の再実施が計画されない限り、それ以降のさらなる期限の延期の可能性が非常に低いことを意味しています。

### 欧州のその他の地域では…

イタリアにおける成長の悪化が財政赤字目標の引き上げにつながる可能性が高いとして、イタリアの政策担当者に注目が集まりました。このことは表面的には懸念材料となりそうですが、イタリア国債のアンダーパフォーマンスをもたらしかねない要因は、イタリアの EU 離脱（イタレグジット）への警戒感であるとみており、現段階ではそうした懸念はかなり後退しています。

イタリアの対 GDP 債務比率は概ね安定的に推移しているとともに、プライマリー・バランスは依然として黒字であり、同国の格下げリスクを抑制する要因になるとみています。

結果として、欧州周辺国国債は依然として相対価値の観点から割安であると考えています。例えばイタリア国債のスプレッドは、ブラジル、メキシコ、ロシアの3カ国を単純平均したスプレッド水準よりもさらに50%拡大した水準にあります。

### トルコ：懸念材料

過去1ヶ月間でエマージング資産は相対的に良好なパフォーマンスとなりましたが、トルコ資産に関しては一段の下落の可能性を懸念しています。ロシア製のミサイル防衛システム「S400」を調達することで、今後数週間以内に米国からトルコへの制裁が科されることが予想されるためです。

ブルーベイでは、トルコが数ヶ月以内に国際通貨基金（IMF）に支援を要請する可能性が高まっているとみていますが、米国による制裁はその際の障害になり得ると予想されます。

欧州経済の一部であるトルコの悪化は、ユーロ圏にとってさらなるマイナス要因ではありますが、欧州銀行への影響は限定的であるとの見方を維持しています。それぞれの子会社は現地法人であり、最悪の場合でも信用悪化による影響は抑制されているとみられるためです。

### 今後の見通し

イースター休暇によって投資家がデスクを離れることで、市場には一時的に休止期間がもたらされるとみています。ただし、4月もまだ半分程度が終わったに過ぎず、過去数週間、投資家がデュレーションを積み増してきた市場では、依然としてさらなる金利上昇の余地があると考えています。

同時に、発表される経済指標の内容はリスク資産に概ねポジティブであり、スプレッド資産の追い風になるとみています。

少なくとも利回りへの旺盛な需要が特に大きなテーマとなっているユーロ圏においては、社債の純発行額の増加は実際に投資家の需要増によって消化されているとみられるものの、ブルーベイでは、引き続き社債と比較して国債に投資妙味があるとみています。

ドラギ ECB 総裁が今後数週間以内に、貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）延長に続く策として、状況次第で資産購入を再開する可能性や階層金利の導入についてほのめかした場合、投資家の利回り追求姿勢は中央銀行によって下支えされることになるかもしれません。

その意味で、ドラギ総裁はハト派方向へと転換して自らの任期を終えることになるかもしれません。ただし、（『ゲーム・オブ・スローンズ』の原作者が、最終的にどのキャラクターが『鉄の玉座』に座るかわからないと述べたように）ドラギ総裁が任期を終える時点で、誰がフランクフルトの『鉄の玉座（Iron Throne）』に座る後任になるのかについてはいまだわかりません。

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4月19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