

## 市場アップデート – 2019年7月5日 –

### 政策金利は消える運命？

ここ最近の一部の政策金利に関する先鋭的な発言は過激な極論であると考えています。中央銀行よ、永遠に。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

先週は、グローバルに購買担当者景気指数 (PMI) が弱含んだことを受け、主要中銀による金融緩和策に対する期待感が高まるなか、債券利回りが低下基調となりました。

中国の経済指標がやや軟化したことはアジアの投資家心理の重石となり、貿易関税については休戦で合意に至ったものの、今年の初めには堅調なスタートを切っていた経済活動に失速の兆しが見られるなか、成長を促すためには更なる進展が必要であるとの認識が広がっているとみられます。

また、欧州の経済指標も引き続き懸念材料となっています。ただし、失業率の低下及び賃金上昇は、域内経済の状況が改善していることを示唆しており、製造業と比較してサービスセクターは幾分健全な状況にあるとみられます。

米国の経済指標は他の地域と比較して引き続き底堅い内容となりましたが、その事実ですらも、投資家による米国債買いや金利見通しの引き下げを食い止める要因とはなりません。足元では今年9月までに50bps、来年末までに75bpsの利下げが織り込まれています。

#### 指標に注目

ブルーベイでは、株式市場が最高値圏にあるなか、経済指標が市場予想を上回るサプライズがあった場合には、依然として米連邦準備制度理事会 (FRB) が今月末の会合での利下げの判断を見送る可能性はまだあるとみています。ただし現段階では、需要を過度に喚起し、インフレを生み出すことで政策ミスを犯す可能性は非常に低いと見受けられます。

したがって、FRB が政策金利を据え置くためには、今週末に発表される米雇用統計で非農業部門就業者数が22.5万人超の増加を見せるとともに、平均時給及び消費者物価の上昇を示す証拠が確認される必要があるとみています。またパウエルFRB議長が、利下げによる経済活性化を要求するホワイトハウスからの政治的圧力下にあることも事実です。

欧州では、ドラギ欧州中央銀行 (ECB) 総裁のシントラでの発言を踏まえ、投資家がECBによる更なるハト派見通しを織り込み続けるなか、債券利回りが先週再び過去最低水準を更新しました。

ここ数日間における他のECB理事会メンバーからの発言も更なる政策緩和をほのめかしており、市場では、今後数週間以内の追加緩和観測が高まっています。

## ECB 総裁指名は政治的に

また先週、ウルズラ・フォンデアライエン氏を欧州委員長に指名するなどの一連の主要ポスト指名の一環として、クリスティーヌ・ラガルド氏が次期 ECB 総裁に指名されたことも、ECB がさらにハト派姿勢を強めているとの印象を裏付ける要因となりました。

これらの候補者の選出は、交渉におけるフランス及びイタリアの相対的な勝利を示すものであったとみられます。イエンス・ヴァイトマン氏が ECB 総裁となった場合などに比べれば、より成長を重視し、財政緩和及びハト派な金融政策に象徴される EU の政策アジェンダを暗示していると受け止められるためです。

ブルーベイでは、ラガルド氏が経済及び中央銀行での経験をほとんどもたないことから、金融政策の設定にあたっては、主席エコノミストであるフィル・レーン氏に依存するところが大きくなると予想しています。その意味で、レーン氏がマリオ・ドラギ現総裁に非常に近い存在であったことから、ラガルド氏が候補として選出されたことは ECB の継続性を象徴するとも言えるかもしれません。ラガルド氏の指名は、政治的ではあるものの、非常に賢明な決定であると言えるでしょう。

また、政策イニシアチブをもたらすという困難な決定を下さなければならない場合、就任当初からつまづくことがないように、ラガルド氏が就任する今年 10-12 月期以前に十分なプロセスが踏まれることが望まれるとみられます。ドラギ総裁の後任は誰であっても難しい役割を求められるためです。

これらを踏まえ、ECB は今月末に 10bps の利下げとともに、マイナス金利が銀行セクターにもたらす悪影響を低減するための預金金利の階層化の導入を発表する可能性が高いとみています。またユーロ圏の下方リスクが継続するようであれば、ECB はその後 9 月に、CSPP 及び PSPP プログラムを再開する余地があるとみています。

## ブレグジット：膠着状態の夏場から、総選挙へ？

先週は、イングランド銀行（英中央銀行）がここ最近の金融ハト派トレンドに乗じる姿勢を見せたことにより、英国債利回りも低下基調となり、10 年債利回りが政策金利を下回る水準まで低下しました。このような価格動向は、英国の経済指標が市場予想を下回り、ジョンソン政権誕生により今年後半に掛けて「合意なき離脱」方向へと進む可能性が高まっていることを踏まえれば、一見理にかなっているようにも見えます。

ただしブルーベイでは、ブレグジットの行き詰まりが今秋の総選挙を避けられないものにする可能性が高いとみており、年末までに労働党主導の政権が誕生する可能性が 30%以上あると予想しています。

仮にそうなった場合、英国債利回りは現状の水準から大幅に上昇することが予想されます。労働党関係者との会話に基づけば、同党は、更なる利下げ及び量的緩和（QE）をもたらすものは少数にとっての利益となる資産価格の上昇のみであると見られるなか、金融政策から財政政策への移行が必要になることを十分に理解しているとみられます。グリーン・エコノミーなどの新たなテクノロジー分野に重点的に投資することは、中長期的に生産性の向上を促す要因になる可能性があり、魅力的に見えます。

さらに言えば、英インフレ連動債で見た実質利回りが-2.2%まで低下していることで、預金者は困窮することとなり、企業は投資や雇用拡大の代わりに、キャッシュフローを非生産的な年金資産への投資に充てることを余儀なくされると言うことも出来るでしょう。

その意味では、財政政策を効果的に用いることが出来ない政府は、実質的に全くアイデアを持たない政府であることと同義で、さらに現代において財政上で真に無責任なのは、債務削減及び緊縮財政に取り憑かれた状態であることと言えるでしょう。その代償は弱者へと不釣り合いに降りかかることになると考えられます。

実際、古い考えに固執する多くの政策担当者にとって、財政政策を再考するという事は大きな課題であり、多くの場合において、反ケインズ経済学の姿勢が効果的であったと示すことが出来ていました。欧州の政府がマイナス利回りで債券を発行することが出来る状況にあるなか、最も簡単に債務水準を引き下げる方法が債券をさらに発行することであるというのも、考えてみれば不思議なことです。

政策は往々にして緩やかに変化していくものであり、財政拡大 (fiscal accommodation) という方向に向かっているものの、大陸全土で発展する過程には時間が掛かるとみられます。一方、英労働党は、そのような考えを比較的早期に受け入れるとみられます。

## 中央銀行の役割に疑問符

先週もグローバルに債券利回りが低下基調となるなか、一部の政策担当者との会話で、我々が知る「政策金利」自体が最終的になくなってしまう可能性を協議したことは興味深い経験でした。

FRB 理事に指名されたクリストファー・ウォラー氏は、インフレ率及び失業率がともに低い水準にある日本を引き合いに出し、フィリップス曲線が存在しないという見方の信奉者です。またもう一人の理事候補である、ジュディ・シェルトン氏とともに、金融政策はインフレに影響を及ぼすことが出来ないとの考え方が存在し、中央銀行の政策金利がもはや過去の遺物であり、実際に今日の経済においてほとんど目的を成し得ないものであるとの認識があるようです。

これは、より過激になれば、最終的には政策金利が全て撤廃されるべきであるとの考えに達し、そのような金融政策スタンスは間違いなくイスラム過激派組織タリバンが採用するようなものと言えるでしょう。しかしながら、ブルーベイでは、このような考えは非常に不快であるとともに、誤った考え方であると捉えています。中央銀行の役割は失われておらず、FRBの仕事は市場見通しに追随することである、との考えは非常に危険であると考えています。

債券利回りが低下し、金利見通しが押し下げられるなか、株価の値上がりによってリスクパリティ戦略が株式のロング・ポジションをヘッジするために、さらに多くの債券を購入せざるを得ない状況となっていることは興味深いと言えるでしょう。

チェック機能や平衡感覚なしでは、引き続き市場の予想が先行し、FRB が市場の考えを認める必要性を感じるのであれば、そのような行動が経済に利益以上の害をもたらす真のリスクがあるとみられます。

中央銀行は市場に追随するのではなく市場をリードする存在であるべきで、さらに言えば、たとえ FRB が政策金利の水準が消費者物価のインフレにほとんど影響を及ぼさないと結論づ

けたとしても、資産価格のインフレには依然として多大な影響力を持つ可能性があるでしょう。その意味で、資産価格を引き上げるために利下げを行うことは、ドナルド・トランプ氏にとっては魅力的なアイデアに映ることでしょう。ただしそのような決定は明らかに社会における所得格差を拡大させ、バブルが形成されるリスクを高めるとみられる一方、将来的にバブルが弾けた際に政策緩和を行う余地を狭める可能性があることは、十分に認識しておくべきでしょう。

## 今後の見通し

ブルーベイのコアな見通しにほとんど変更はありません。引き続き、欧州周辺国に対しては非常に前向きな見通しを持っており、ファンダメンタルズ、バリュエーション、テクニカルの全ての側面が、夏場にかけてのイタリア及びギリシャの堅調なパフォーマンスを示唆しているとみています。

また、政治的不透明感及び選挙リスクを踏まえて英国債及び英ポンドに対しては弱気な見方を維持しているほか、欧州社債、とりわけ金融社債は前向きにみています。

米国金利に関しては、FRB が利下げに関して市場の織り込みには届かない可能性が高いとみて、ショート・バイアスを維持しています。米国経済のリセッション・リスクに関しては、非常に否定的な見方を維持しています。

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（2019年6月28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