

市場アップデート – 2019年9月13日 –

さようなら、そしてありがとう、スーパー・マリオ

ドラギ総裁は大役を終え、市場のすべての目は FRB に向けられています。利下げに対する憶測で、リスク・テイカーは米国のエクスポージャーをどうすべきか熟考しています。



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

欧州中央銀行 (ECB) 総裁としての最後から 2 番目の会合において、マリオ・ドラギ総裁は、ユーロ圏経済への継続的な支援を目的とし、クリスティーヌ・ラガルド次期総裁の任期中でも十分に継続することとなる包括的な金融緩和策のパッケージの詳細を発表しました。会合前にはタカ派寄りの理事からの反対意見も見られましたが、「スーパー・マリオ」が最終的に勝利した格好です。

量的緩和 (QE) 再開をオープンエンド型としたことで、今後は QE の実施の限界が ECB の政策の焦点になるとみられ、銀行の預金金利に階層化を設ける政策があわせて発表されたものの、預金金利の-0.50%への利下げは、今サイクルにおける最後の利下げになるとみえています。市場参加者は追加利下げを織り込んでいたため、今回の ECB 会合後にイールド・カーブの短期ゾーンはベア・フラット化しました。

一方で、欧州周辺国債のспレッドは、社債のспレッドとともに縮小しました。時が経つにつれて、重点はより財政政策に置かれることになるかもしれませんが、これはあくまでも政治的な決定事項であり、ドイツの場合ではその移行には時間が掛かるとみられます。現段階では、ECB の政策がイールド・カーブのフラット化及びспレッドの縮小を促すよう運命付けられているようにも見られ、ブルーベイではイタリア及びギリシャの長期債に対する前向きな見方を維持しています。

一方為替市場では、ユーロが小幅に下落しましたが、ここ最近主要クロス通貨の動きが比較的安定していたことも踏まえると、今回の変動がより大幅な為替変動の予兆であるかどうかは興味深いと考えています。

大西洋の向こう側の経済

先週は、米国債利回りもやや上昇基調となりました。貿易関連の緊張緩和により、米国債市場における長短金利の逆転現象が解消され (10 年債利回りが再び 2 年債利回りを上回る水準に至りました)、2020 年のリセッションに対する警戒感が幾らか後退しました。

8 月中には、投資家がデフレを追求する動きが利回りを極端に低い水準まで押し下げたという部分もあると言えるでしょう。米経済成長率は概ねトレンド並みの 2% 近辺を維持しており、過去数ヶ月間ではインフレ率も再び目標近辺まで上昇しています。実際、先週発表されたコア消費者物価指数 (CPI) は前年比+2.4%となりました。したがって、米連邦準備制度理事会 (FRB) が大方の予想通り、今週の米連邦公開市場委員会 (FOMC) で

25bps の利下げを実施した上で更なる金融緩和を示唆したいかどうかは、現段階では明確ではありません。

もちろん、トランプ米大統領が中国と通商妥結に至り、市場にサプライズをもたらすようであれば、今後数ヶ月間の成長及び利回りの強力な上昇圧力となるでしょう。しかし、先週のボルトン大統領補佐官更迭は、彼のタカ派寄りの国際スタンスが米経済及びトランプ氏自身の再選可能性を損ねているということに対するトランプ氏の警戒感の高まりを反映したものであったとみられますが、米中通商合意がもたらされる可能性は依然として低いとみています。

したがって貿易面では、関税は残されるものの、更なる緊張激化は当面延期されるという形で、一時休戦に至ることを予想しています。これは、中国経済の成長見通しが依然としてネガティブであり、貿易高やグローバルな製造業の弱含みが続くことを意味していますが、貿易関連の話題に関しては最悪期を既に脱した可能性があるかとみています。

その他の欧州地域

イタリアにおける政治的進展により、ユーロ崩壊リスク及び目先の予算案を巡る対立に対する懸念が後退し、イタリア国債のパフォーマンスにとっての追い風が続きました。ブルーベイでは、イタリア 10 年国債のスプレッドが 150bps を下回る水準まで縮小する中で、スプレッドが 300bps 以上あった昨年未以降に保有していた、イタリア国債のオーバーウェイトの利益を実現し始めました。イタリア国債には引き続き投資妙味があるとみており、スプレッドは今後数週間で更に縮小すると予想していますが、ボラティリティが低下するなかで、今後スプレッド縮小のペースはやや鈍化し、漸進的になるとみています。

一方で、イタリア国債のスプレッド縮小を受けて、足元ではギリシャがユーロ圏において最も魅力的な投資対象であるとみています。新政権が責任ある財政運営の姿勢を維持していることから、ギリシャには今後も格上げの余地があるとみています。

また足元では、一部のエマージング資産にも投資妙味を見出し始めています。例えば、ルーマニア国債の利回りは数ヶ月前にはイタリアを下回っていましたが、直近では長期債で見て 100bps 以上の上乘せ利回りを提供しています。したがって、イタリア国債のポジションを減らす一方で、ここ最近のエマージング資産のアンダーパフォーマンスを投資機会として活用しています。

議会は休会中であるもののバックストップ条項の争いは続く

英国では、法的な問題がありながらも議会在 10 月中旬までの休会に入りました。ブルーベイでは、英国が 10 月 31 日に合意なくして EU を離脱する可能性は非常に低いとの見方を維持しており、期限の延期及び 11 月後半の解散総選挙を基本シナリオとしています。

ただし足元では、バックストップ条項を北アイルランドのみに適用する形で合意がなされる可能性も高まっているように見受けられます。

世論調査では、総選挙となった場合、スコットランドにおいて保守党がスコットランド国民党 (SNP) に議席を明け渡すとともに、ロンドン近郊や南東及び南西地域でも多くの議席を自由民主党に明け渡す可能性があることが示唆されています。これらの選挙区は、2016 年の国民投票において「残留」を支持する票が多かった地域です。

その場合、保守党は過半数に 30 議席程度届かない結果となり、内陸や北東、北西地域において労働党から多くの議席を奪取する必要がありますが、これは現時点ではかなり難しい注文であると言えるでしょう。

その意味で、ブレグジットの期限を延期した上で 11 月に総選挙が行われることになった場合、保守党が最多議席を獲得しながらも、労働党・自由民主党・SNP による連立政権が樹立される可能性を残します。結果として、足元では離脱合意にこぎ着けたいという保守党の願望は高まっているとみられます。ただし、強行離脱派の「ユーロピアン・リサーチ・グループ (ERG)」がバックストップ条項に関するいかなる譲歩も認める可能性は非常に低いとみられ、ジョンソン氏は多くの離脱派の労働党議員の支持を訴えかける必要があります、それもまた困難であると言えそうです。

最終的に、もしジョンソン首相が 10 月末までに合意をもって離脱を引き出せるのであれば、いかなる総選挙よりも保守党が圧倒的過半数を獲得する可能性は高いと見られます。したがって、そのような状況を支持する労働党議員は実質的にはジョンソン氏の支持に回っていることになり、労働党が政権を奪取する可能性を著しく損ねていることとなります。

今後の見通し

今後の市場のすべての目は今週水曜日の米連邦公開市場委員会 (FOMC) に向けられるでしょう。25bps の利下げを予想していますが、今後数ヶ月内でのさらなる利下げが必要かどうかについての FRB の見方に対する評価がより重要な点になりそうです。

しかし、7月を思い返せば、FRB は利下げを実施する一方でタカ派な姿勢を示したものの、その後のトランプ大統領のツイートが市場を大きく左右しました。

この教訓から、分析をしたところで、こうしたニュースによってすぐに餌食となってしまう可能性がある市場では、リスクを多く取り過ぎることは難しいと学んでいます。そのため、当面の間は米国資産よりも欧州資産のポジションを維持しておくほうが、安心感があります。

欧州での相対価値のポジション、つまりイタリア及びギリシャの長期債をロングし、英国金利をショートするというポジションは引き続き魅力が高いと考えています。スーパー・マリオの時代は終わりを迎えようとしています、その遺産は長きに亘って失われなくてもいいかもしれません。マダム・ラガルドは重責を担うこととなりますが、前任者ほど積極的で独創的な行動を取る必要がないことを願っています。

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 9 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