

## 市場アップデート – 2019年9月27日 –

### 変動する気候

若い世代が環境問題での改革を求めて叫ぶなか、英国の政治家はブレグジットのみに気を取られ、トランプ米大統領はトゥンベリさんたちの主張をあざ笑うかのような態度を見せているようです。



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、フランス及びドイツの軟調な購買担当者景気指数 (PMI) が投資家の注目を集めました。とりわけドイツの製造業指数は、2008-2009年以來最も落ち込んだ見通しを示しています。

中国における需要の弱含みが引き続きグローバル成長の主な足かせとなっており、韓国など他の主要貿易相手国でも同様の傾向が見られています。

欧州の内需は底堅さを維持しており、サービス業のアウトパフォーマンスが続いています。ただし依然として下振れリスクが弱まる兆しは見られず、仮にこのことが失業率の上昇につながるようであれば、リセッション懸念が更に強まる可能性があります。

債券利回りは先週小幅に低下しましたが、ユーロ圏においては政策面での注目が財政政策へと移ってきており、当面は金融政策に出尽くし感があるなか、欧州国債利回りの更なる低下を促す要因は少ないとみられます。

### その他欧州では…

欧州中央銀行 (ECB) のサビーヌ・ラウテンシュレーガー専務理事が突然辞任したことが市場を驚かせました。ただし法学者である同氏の経歴から、政策理事会での金融政策に関する同氏の役割はそれほど大きくなく、ECB 内部ではやや周辺人物として見られていたことは事実です。

直近同氏は追加緩和に反対していたため、今回の動きは ECB 内の路線対立を示唆するものであったとも取れるでしょう。ただし同様に、今回の動きはドイツ経済の減速を認識出来なかったことを認めるものであったとも取れ、いずれにせよ影響としてはさほど大きくなく、ドラギ総裁後のラガルド新体制の下では、概ね自動操縦モードの金融政策が維持されるとの見方を持っています。

### 民主党の踏み誤り？

米国では、ペロシ民主党下院議長がトランプ大統領の弾劾調査開始を表明したことが大きな話題を集めました。

表面的には一大事ようですが、次の大統領選が近いことや、議会上院では共和党が過半数を握っていることを踏まえ、ブルーベイではこのような動きが最終的に成功する可能性は非常に低いとみています。

むしろ今回の手続きの背景には、2020年に向けてトランプ氏の足場を揺るがしたい民主党側の政治的野望があるとみています。しかし一方で、訴えを立証するために不十分な証拠しか提示出来なければ、結果としてこのような動きが裏目に出て、大統領に加勢することになる深刻なリスクもはらんでいるとみています。

仮にそうなれば、トランプ氏は実際にこれらの進展をむしろ歓迎するかもしれず、憎しみを隠しきれない相手に対して行動を起こすという誘惑に駆られ、民主党は誤った行動に出ってしまった可能性もあるでしょう。

とは言いながらも、トランプ氏に対する申し立てが立証されれば、ペンス副大統領が大統領となり政策に大きな変更が加えられる可能性は低いでしょう。ただしそうなった場合、民主党の勢いは増し、おそらくエリザベス・ウォーレン氏が12ヶ月後に控えた大統領選に進む可能性が高まるでしょう。

またこれに関連して、一連の動きがトランプ氏の言動に変化を与えるかどうかにも注目しています。例えば、先般のイランによる（とされる）サウジアラビアの石油施設攻撃以降、トランプ氏の反応が非常に落ち着いていることは明らかです。このような反応は、原油価格をコントロールしたいサウジアラビア自身による攻撃であったとの陰謀説を踏まえたものであるかもしれませんが、米国の軍事行動がないことは、厳しい口調を好みながらも実際に海外での軍事衝突に加わる意思はほとんどない米政権及びトランプ大統領のハト派寄りのスタンスを如実に物語っているとと言えるでしょう。

いずれにせよ、ボルトン氏解任後の米政権において、ハト派的なアプローチが中国との通商交渉にも用いられるかどうかにも興味深いとみています。この点に関してはやや懐疑的にみていますが、一方で、経済見通し及びトランプ氏再選のチャンスに影響を与えかねないとの見方から追加関税の適用は見送られる可能性が高く、貿易戦争が一時休戦に近づいているように見受けられることは事実です。

### 「合意なき離脱」シナリオは消滅

英国では、ブレグジット期限の延長及び12月初旬の解散総選挙の可能性が最も高いと考えています。議会閉会は違法であるとの最高裁による屈辱的な判決を受けたジョンソン氏を踏まえ、10月末での「合意なき離脱」の可能性は足元でほぼなくなったとみられます。

直前での離脱案合意の可能性はありますが、多くの野党議員の支持が必要となることを踏まえるとその可能性は低く、20%程度であると考えています。

### 総選挙の見通し

総選挙に向けて、保守党はブレグジット党への支持を抑えるため、「合意なき離脱」を軸として選挙戦を展開する必要があるとみています。保守党は、スコットランドではスコットランド国民党（SNP）に議席を明け渡し、ロンドンや南東、南西地域では自民党に議席を明け渡す一方、内陸部及び北部で労働党から奪取する議席数は小幅に留まる可能性があると考えています。

また、コービン首相誕生を恐れる有権者による戦術的投票によって、一部議席が労働党から流れた結果として自民党が特に善戦する可能性があるともみており、仮に今日投開票が行われた場合、保守党は過半数議席を 20 議席ほど下回る結果に終わると予想しています。

総選挙後に、残留派が多い自民党が保守党支持に回る可能性は低く、結果として連立もしくは閣外協力という形で自民党及び SNP が支援する、労働党政権が誕生する可能性があるともみています。またその代償として、(EU 離脱及びスコットランド独立の両方の是非を問う) 国民投票が再度実施される可能性があるともみています。

このような展開となれば、英ポンドはいずれ上昇に向かうとみられますが、投資家が「合意なき離脱」及びコービン政権誕生との間で揺れ動くなか、当初は下落に転じる可能性があるともみています。

したがって、足元では保有していないものの、いずれかのタイミングで英ポンドに対して再び強気に転じることになるかもしれません。

英ポンドと比較して、よりクリアな見通しを持てる取引は英国債です。歳出拡大を約束している労働党が政権を獲得すれば、英国債利回りは大幅に上昇するとみています。一方で、仮に同シナリオが実現しなかったとしても、足元で 0.50% となっている英 10 年国債利回りが今後更に低下する余地は限定的であるとみています。

英国におけるいかなる景気減速に対しても、もはや金融政策ではなく財政政策による対応が必要になると考えます。これは先頃の ECB 会合におけるドラギ総裁の発言にも似ています。したがって、質への逃避傾向から英国債利回りが一旦低下したとしても、同時に英ポンドが下落し、インフレ率は上昇に向かうことで、国債利回りがその後も長期に亘って低位に留まる可能性は低いとみています。したがって、英国債のショート・ポジションに対しては高い確信度を持っています。

多くの投資家は、年末までに労働党主導の連立政権が誕生する可能性をやや軽視しており、その可能性を信じたくないという状態にあると考えます。その意味では、EU 離脱の是非を問う 2016 年の国民投票との興味深い共通点があると言えるかもしれません。市場に反した見方をする準備がある人にとって、市場の慢心は投資機会につながります。

### 材料は乏しいものの、リスク要因は残る

9 月は、中央銀行の行動や、貿易に関連した新たな悪材料が見られなかったことが支援材料となり、金融市場がリスクオンの展開となりました。このような穏やかな投資環境は 10 月を迎えるにあたり続くかもしれませんが、年末に掛けて市場の更なる押し上げにつながる明確な材料は少ないとの見方から、やや慎重な見方をしています。あるとすれば米中通商協議の妥結ですが、これを成し遂げることは困難であるとみています。

一方で、グローバル経済成長や地政学リスク、ブレグジットなどに関連したリスクは収束しておらず、結果として現段階では、全体としてやや慎重なスタンスを取ることが適切であると考えています。ただし欧州市場では、投資家の利回りへの旺盛な需要がスプレッドの縮小及び利回り曲線のフラット化につながるという投資テーマは依然として有効であるとみており、欧州周辺国ではイタリア及びギリシャを選好しているほか、銀行劣後債にも引き続き投資妙味があるともみています。

より全般的に見れば、私たちは今、グreta・トゥンベリさんのような子どもたちの世代でさえも新たなリーダーシップを求めて叫ぶ時代に生きているようです。トランプ氏はそれをあざ笑うかのようですが。英国は、伝統的な政治が既に崩壊した概念であるということを示していますが、依然として何が現体制に取って代わるのかは明らかではありません。

世代間、地理的、所得、文化的な分断はより顕著になり始めています。それぞれの立ち位置がより極端になり、有権者がより皮肉的になるなか、政治的ボラティリティは高まる一方であるとみられ、金融市場にも直接的な影響をもたらすとみえています。

例えば英国では、ブレグジットではなく気候変動こそが、指導者がその軌道修正に注力すべき問題であるとみられ、時に短絡的な古い時代の指導者たちが、手遅れになる前に目覚めることを祈ってやみません。

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27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