

## 市場アップデート – 2016年10月3日

### 金融市場への期待



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チーム共同ヘッド

#### 金融市場の混乱と加熱する米国大統領選挙の討論会の後、不確実性が残る状況が継続

日米の中央銀行の金融政策会合を受けて、金利は低下を続けたことから、ドイツ国債先物価格は史上最高値を記録しました。ドイツ国債が不足していることで、レポ金利は大きくマイナスとなり、オプション市場でのコールに対するプットの比率を見ると、この金利低下基調に多くの投資家は捕まってしまうと見受けられます。ドイツ銀行の話題においても、ドイツ当局が支援の意思を示さないことで、質の高い国債への需要を高めました。ドイツ銀行の5年のCDSに対する1年のCDSのスプレッド拡大幅が大きいことで、リスク・モデル上、カウンターパーティとしてのドイツ銀行のリスクを低くする必要がある投資家も増え、ドイツ銀行は資産売却を進めてはいるものの、引き続き厳しい状況に晒されています。イタリアのモンテ・パスキ銀行やポルトガルのポルトガル貯蓄銀行についても懸念が高まったことから、金融セクターは非金融セクターを下回るパフォーマンスになりました。

その他、投資家の目はトランプ氏とクリントン氏の第1回テレビ討論会に向けられました。クリントン氏が優勢であったとの評価から、エマージング市場へのリスク選好は高まり、中でも、これまでの大統領選の動きの中で圧力下にあったメキシコ・ペソは大きな上昇が見られました。石油輸出国機構(OPEC)での減産合意に関するニュースによって原油価格が上昇したことも、エマージング資産への需要を高めました。資金流入も良好な状況が続きますが、エマージング市場は11月に始まる米国の大統領選挙の結果で左右される可能性があると考えています。もしトランプ氏が勝利した場合、グローバルな貿易には悪影響を及ぼし、とりわけエマージング市場経済に対しては悪材料になると見えています。

ポルトガルに対する懸念は行き過ぎで、格付け会社ドミニオン・ボンド・レーティング・サービス(DBRS)は、ポルトガルが債券市場へのアクセスを失い、EUの救済下におかれた欧州債務危機時にも投資適格の格付けを維持していました。今のポルトガルのファンダメンタルズは、当時よりも改善していると考えています。しかし、欧州周辺国に対する市場心理は、12月4日に予定されているイタリアの憲法改正の是非を問う国民投票によって影を落としています。このことで、米国の投資家は欧州周辺国債への投資を減らしており、スペインは堅調である一方で、ポルトガルは下落が目立っています。ポートフォリオの足元のポジションでは、イタリアとスペインのポジションはフラットで、ポルトガルとキプロスはロング・ポジションを取っています。キプロスは、先週S&PによりBB格に格上げされ、上昇が見られました。しかし、すべての欧州資産はドイツ国債の上昇に追いつくことが出来ていませんので、スプレッドは拡大しています。

今後の見通しについては、次四半期は政治面が市場を左右すると考えています。概して経済成長が安定しており、インフレ上昇圧力が見られない中で、緩和的な金融政策は維持されると見られることから、欧米共に良好な市場環境が用意されていると考えています。しかし、トランプ氏の大統領選挙勝利は、リスク・オフを招ききっかけとなる可能性があることから、一定程度慎重な姿勢を維持することが賢明であると考えています。為替市場では、トランプ氏が勝利した際のヘッジとして、メキシコ・ペソは悪材料が織り込まれすぎていると考えており、ヘッジとして魅力的なリスク・リターンを提供する可能性があるとする人民元をショートしています。為替市場を操作しているという非難に対して、中国は人民元を市場の動きに委ねる可能性があり、これは通貨切り下げを意味することになると見えています。一方で、日本円はこうした状況の中で上昇する可能性があると考え、市場が最近の日銀の政策行動に対して精査するなかで、日本円のロング・ポジションを取りました。その他には、原油価格の上昇に関わらず、サウジアラビア・リヤルは今年初め以来の安値水準になっています。

金融セクターに関しては、非金融セクターに対してロング・ポジションを取ることは正しいと考えています。銀行の信用力は、コア・ティア1比率の高まりと、経営陣による保守的なバランス・シートを維持しようとする姿勢に下支えられていると見えています。米国での訴訟問題は引き続き重荷になると見えますが、罰金の支払いは債務支払い能力よりも収益に影響を与える問題で、相当の引当金が準備されていることと、罰金の額が当初発表されているよりもかなり減額されるとの見直しから、このことが金融セクターのシステミックな崩壊につながるとは考えていません。こうしたことから、ドイツ銀行の短期CDSのスプレッドが、ナイジェリア国債と同水準になっていることを考えていると、市場はやや過剰な反応を示していると考えています。さらに、政策当局は、より健全な経済成長見直しには、健全で収益性の高い銀行が求められているとの認識をしていると考えていることから、銀行に対する厳しい規制は緩和されるものと見えています。このことから、非金融セクターの企業が株式の買い戻しによってレバレッジを高めている中で、金融セクターでは信用力の改善が見込まれると考えています。結果的に、金融セクターは年初来のアンダーパフォーマンスから回復すると考えており、ほとんど魅力的な投資機会が見られない超低金利環境下で、最も投資妙味があると考えています。

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  
関東財務局長（金商）第1029号  
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

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（2016年10月4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。

#### 無登録の信用格付業者による格付けについて

（信用格付業者の登録の意義等）

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

また、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

（信用格付業者について）

お客様にご提示しております本件資料では、スタンダード&プアーズ（S&P）、ムーディーズ並びにフィッチが行った格付けを基にした情報の記載を行っております。これらについては、グループ内の一部が本邦金融商品取引法における登録信用格付業者に該当していますが、それ以外のグループ法人は、同法に基づく登録を行っていない業者（「無登録信用格付業者」）に該当します。

以下では、金融商品取引法により求められるこれらの法人に関するご説明を記載いたしますので、ご確認いただようお願い申し上げます。

#### （スタンダード&プアーズ）

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

格付業者グループが使用する呼称：

S&Pグローバル・レーティング（S&P Global Ratings）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（[http://www.standardandpoors.com/ja\\_JP/web/guest/home](http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home)）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（[www.standardandpoors.co.jp/unregistered](http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered)）に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：

上述のスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ中の「無登録格付け情報」（[www.standardandpoors.co.jp/unregistered](http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered)）では、「格付の前提・意義・限界」として下記の説明が掲載されています（平成28年10月4日現在）。

当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

#### 記

S&Pグローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pグローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考える場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pグローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

以上

(ムーディーズ)

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：  
ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

格付業者グループが使用する呼称：  
ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：  
ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（<http://www.moodys.co.jp>）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：  
上述のムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」では、「信用格付の前提、意義及び限界」として下記の説明が掲載されています（平成28年10月4日現在）。  
当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下、「ムーディーズ」という。）の信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

以上

(フィッチ)

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：  
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

格付業者グループが使用する呼称：  
フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：  
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（フィッチ日本語ホームページ（<http://www.fitchratings.co.jp>）の「規制関連」をクリックした後に表示されるページ）にある「格付方針等の概要」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：  
上述のフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページにある「規制関連」欄の「格付方針等の概要」では、「信用格付の前提、意義及び限界について」として下記の説明が掲載されています（平成28年10月4日現在）。  
当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

以上

以上