



BlueBay  
Asset Management

## 市場アップデート – 2018年1月22日

### ギリシャが主導する欧州周辺国の復活



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

穏やかな投資環境下で格上げが相次ぎ、新発債にも旺盛な需要が見られる  
なか、欧州周辺国国債のスプレッドは縮小を続けています。

主要国金利は先週も上昇を続け、堅調な企業業績の発表や、よりリスク性の高い資産を求める投資家の動きを背景に、株式市場も再び最高値を更新しました。北朝鮮と韓国が対話を行い、来月に控えた平昌（ピョンチャン）冬季五輪において相互協力することで合意した、との報道が短期的な地政学的リスクの払しょくに一役買ったと言えるかもしれません。また市場のリスク・オフにつながり得る明確な要因が目先見られないなか、市場は両国の合意をここ最近のトレンド継続への青信号として受け止めたとも見られるかもしれません。このところ述べている通り、（主に株式の）弱気派が勢いを失い、投資家のもっと利益を得たいという欲求が資産価格の上昇を促す原動力になっていると見られます。先週ビットコインの価格が一日で25%近く下落したことは、最終的に強欲は涙で終わるということを私たちに思い起こさせてくれる出来事であったと言えますが、他の機関投資家とのミーティングや会話を踏まえると、現時点では乗り遅れる懸念（FOMO: Fear of Missing Out）による市場上昇が主な投資テーマとなっているようです。

先週は月曜日に米国の祝日（キング牧師記念日）を挟み、やや材料感に乏しい一週間であったと言えます。ユーロ圏では、今週予定されている欧州中央銀行（ECB）会合において、ドラギ総裁が金融政策の出口戦略に関する何らかのヒントを与え始めるとの観測が広がりましたが、量的緩和（QE）によるバランスシートの拡大が今年9月までは継続すること、さらに今後12か月間は利上げが行われないと見られることを勘案すると、依然として投資環境は穏やかであり、政治的リスクが後退しているとの見方も、市場の下支えになると見えています。欧州周辺国では新規発行に旺盛な需要が見られ、国債のスプレッドは縮小基調を維持しました。特にスペインやポルトガル、ギリシャのスプレッドについては、景気循環的な経済成長や保守的な財政政策による対GDPの負債比率低下を背景としたソブリン・レベルでの信用力改善を受けて、欧州ソブリン危機以降最も縮小した水準にあります。今後数か月間で再び欧州周辺国の格上げが予想されており、ブルーベイではスペインに近い将来再びA格に格上げされると見えています。

**“長期国債利回りが3か月前と比較して250bps程度低下しているなか、ギリシャが比較的早期にBB格へ格上げされる可能性は高いと見えています。”**

ギリシャでは、ユーロ圏からの追加融資を受けるための財政構造改革法案が議会で見事に可決されました。これを受けてギリシャ長期国債利回りは足元で3か月前と比較して250bps程度低下しており、これまでスプレッド水準がその後の格付け機関による行動の先行指標となってきたことを踏まえれば、ギリシャが比較的早期にBB格へ格上げされる可能性が高いと見えています。実際、ポルトガル国債のスプレッドが、現状のギリシャのスプレッドを上回っていたソブリン危機のさなかであっても、ポルトガルの“BBB-”の格付けを維持したことでドミニオン・ボンド・レーティング・サービスズ（DBRS）が自らの知名度を上げたことを思い返せば、特にこの夏に債務持続性を確保する上での進展が見られれば、今年中にギリシャを“BBB-”に格上げすることでその名を轟かせようとする格付け機関が出現したとしてもおかしくありません。またECBの言動を踏まえると、バランスシート拡大が今年9月に終了したとしても、償還した債券の再投資による債券買入は今後数年間続くことと見られていることも加味する必要があります。

つまり、ギリシャに対する金融支援が期限切れを迎えたとしても、今年後半にはギリシャ国債がECBの買入対象となる可能性が十分にあると言えます。このような見方を踏まえれば、ドイツ国債に対する5年債の上乗せ利回りが（55bps程度に縮小しているポルトガル国債と比較して）300bps以上となっているギリシャ国債への選好を維持することは適切であると考えています。

ここ最近では、通商政策に関して集中的に調査を進めています。ブルーベイではこれまで、トランプ米大統領が今後数か月のうちに北米自由貿易協定（NAFTA）離脱に関する6か月前通知を宣告し、メキシコ及びカナダ資産が弱含む可能性が高いと考えてきました。しかしながら、そのような展開となった場合は今年7月に控えたメキシコ大統領選において、ポピュリスト政党である国家再生運動（Morena）のロペス・オブラドール氏（AMLO）の台頭を後押しする懸念が高まっており、これは米国の望む展開ではないという見方に興味を抱き始めています。とは言いながらも、通商政策は感情に左右される部分もあり、少なくともカナダは米国の思い通りにさせることを拒む意向であると見られます。したがって、通商政策は今後市場の変動性を高める一因となる可能性があると考えています。ただし中国に関して言えば、トランプ大統領は「史上最も偉大な株式市場の上昇」の父としてのステータスに満足していると考えられ、中間選挙が控えるなか、この地位を傷つけることはしないと見られます。こうしたことから今後の数週間はある程度考える時間を持つようですが、1つ確かなことは、今後は年初よりも困難な時期がほとんどだろうということです。年初来での金融市場の動向は、明らかに米大統領が先週健康診断で行ったとされる認知力テストと同じくらい簡単であったと言えるでしょう。30点満点を獲得したとなれば、（少なくとも7歳児のクラスでは）天才であることに違いありません。

---

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務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。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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（2018年1月22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