



2018年2月8日

ボラティリティ再来—インフレ上昇時に起こりうる展開—

過去数年間に亘って、投資家は低位に留まるボラティリティを嘆いてきましたが、先週金曜日にはボラティリティが再び上昇する最初の兆候が見られました。きっかけは米国の平均時給が市場予想を上回り上昇し、2009年4月以来の伸びとなったことで、インフレ率の上昇に対する警戒感を背景にS&P500種指数は2.5%近く下落するなど、株式市場が調整しました。また先週初めには、トランプ米大統領が一般教書演説において総額1.5兆米ドルのインフラ投資を約束し、ややタカ派的な米連邦公開市場委員会（FOMC）と相まって、米10年国債利回りは2.85%に達し、2月だけで40bps以上の利回り上昇を見せる展開となりました。



アンソニー・ケトル

エマーシング債チーム(社債)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

グローバル市場での出来事

先週末からの主要国金利市場及び株式市場のボラティリティの高まりは今週に入っても続きました。米国株式市場は今週月曜日に4%近く下落し、年初来の上昇分を失う展開となりました。このような価格動向は、インフレ圧力上昇の初期兆候に対する市場の調整に一因があることは明らかですが、（ボラティリティ上昇が株式のロング・ポジションの「売り」のきっかけとなったことによる）CTA（商品投資顧問）などのクオンツ運用やボラティリティに連動した上場金融商品主導の売り圧力の高まりが、市場全体に波及したことが大きく影響していると見ています。急激な価格変動は他の資産クラスにそれほど波及することなく、概ね株式市場に限定されていたことから、クオンツ主導による売り圧力の高まりが、今回の下落の主因であるとの見方が支持されます。企業業績の改善や良好な内容の経済指標など、これまでの市場の上昇の背景にあるファンダメンタルズ要因は引き続き堅固であるとの安心感をもたらしてくれるものです。

米平均時給の上昇は、実際に今後継続した場合インフレ率の上昇につながる可能性があり、企業が労働コストの上昇を価格に転嫁することが出来なければ、利益率の低下につながる可能性もあると見ています。いずれの場合においてもリスク資産にとっては下押し圧力となる可能性があるため、リスク資産を見通す上でインフレ率はこれまで以上に重要な鍵を握ると言っても過言ではないでしょう。短期的にはインフレ率について明確な情報は得られませんが、依然としてハト派寄りの欧州中央銀行（ECB）及び日銀が、短期的にはリスク資産の下支えになると見ています。

エマーシング市場での出来事

ロシア：米財務省は対ロシア制裁に関連した第二次レポートを公表しましたが、ルーブル建て国債（OFZs）の取引に対する制裁に関して、金融市場の混乱を招く可能性があるとの認識を示しました。加えて今月末に予定されている大手格付け機関S&Pのレビューにおいて、ロシアが再び投資適格級に格上げされる観測が高まったことなどがロシア資産に対する全般的な投資家心理の改善につながりました。

コロンビア：コロンビア中央銀行が利下げを行ないましたが、同時に利下げサイクルの終了を示唆しました。今後予定されているブラジル中央銀行の金融政策決定会合でも同様の動きが予想されています（実際ブラジル中銀は2月7日に利下げを行い、緩和サイクルの終了を示唆）。

南アフリカ：与党アフリカ民族会議（ANC）は7日に予定されている会合で、ズマ大統領の早期辞任について議論するとの見方が強まりました。また9日に予定されているズマ大統領の一般教書演説の延期が発表されるなか、市場では同氏の辞任観測がさらに高まりました。

メキシコ：次回北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉の次回会合が今月末に予定されており、米国が打開策を出すとの期待が高まっています。

ブラジル：市場の注目は成立が困難となっている年金改革法案に移り、前週までの前向きな政治的進展（控訴裁判所がルラ元大統領の汚職関連の有罪判決を全会一致で支持したことにより、同氏の大統領選出馬が困難となったこと）によるポジティブな機運がやや削がれる展開となりました。

エクアドル：憲法改正の是非を問う国民投票が実施され、モレーノ現大統領への権限集中を強化する結果となりました。したがって、国内の汚職撲滅及び組織強化、さらに原油セクターの改革とともに足元の取り組みが強化されると見られます。

エマージング社債市場での出来事

- メキシコ石油公社（ペメックス）が総額40億米ドル相当の10年債及び30年債の発行を行ないました。起債によって得られた資金の一部は短期債の買入償還に充て、今年末のメキシコ大統領選挙に向けて必要とされていた手元資金が確保されることになりました。
- ブラジル最大の鉄鋼会社であるナショナル製鉄（CSN）はブラジル銀行とともに資金借り換えを発表し、2019年及び2020年償還の短期債務を買入償還するとともに、新規発行を行ないました。CSNの債券価格は2016年初めに一時30ポイント台に下落していましたが、今回の発表は同社のファンダメンタルズがここ最近でいかに改善したかを示す事例であったと見ています。
- 南アフリカの準ソブリン企業であるエスコムは、南アフリカの国民年金基金からの短期融資を確保しました。同社の事業及び財務体制に関連した多くの課題に取り組むための時間的猶予を与える意味で、今回の融資は重要な意味を持つと見られます。
- 債務不履行（デフォルト）に陥っていたブラジルの通信会社オイの債務再編に関して、前向きな計画が発表され、債権者が選択肢（通常の社債もしくは社債と株式の組み合わせ）から好ましいものを選択することが可能となりました。同社の資本価値を高める道筋をつける上で、債務再編の完了は重要な進展であると考えます。

今後の見通し

ここ数日間で、仮にインフレ率が幾度にも亘って市場予想を上回る状況となった場合に起こりうる市場展開を垣間見た印象があります。今のところは、底堅い企業業績や経済成長など、市場上昇の要因となっていたファンダメンタルズの改善は続いており、中央銀行が依然として緩和的であることもリスク資産の下支えになっていると見ています。ただし、市場のインフレ・リスクの認識やここ数年の低ボラティリティ環境に関連した見方については変化した可能性があります。社債市場では、スプレッドが金融危機以降最も縮小した水準にあり、低位のデフォルト率が今のところはそのスプレッド水準を概ね正当化しているものの、明らかに発行体/銘柄ごとの格差拡大の動きが見られます。中南米の発行体が通期決算を待つと見られるほか、中国では春節を迎えアジアの発行体の起債計画も中断すると見られる影響で、2月は新規発行が比較的落ち着き、需給面での懸念は後退すると見られます。直近のボラティリティ上昇により市場には多くのミスプライスが見られ、出現した投資機会を今後数週間で活用していく方針です。

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のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：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（2018年2月8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