



2018年2月13日

## 堅固なファンダメンタルズもボラティリティ上昇には勝てず

株式市場のボラティリティの高まりは先週も市場の主なテーマとなりました。直近の米平均時給のデータがこの契機となったとの意見に加え、需給面を下落の主因として挙げる声もあります。そんな中、14日に発表された米消費者物価指数（CPI）には市場の注目が集まりました。またより広範に見ると、米国で歳出上限が合計3,000億米ドル増額されたことは明らかに米経済を刺激し、低水準の失業率とともに、インフレ上昇圧力となる可能性が高いと見ています。ただし、インフレ率が過去と比較して穏やかである背景には一夜にして去ることのない構造的な理由も存在していると見ています。いずれにせよ、足元で債券及び株式のリターンが相関が高まるなか、現段階では「悪材料が好材料」（またその逆もしかり）が市場のテーマになっていると見られます。また直近の市場下落時に勝者と敗者の境界線が薄れ株価が総崩れしたことも、需給面主導による市場下落を示唆していると考えています。下落局面が継続し、グローバル経済に大きな影響を及ぼすかどうかは依然として見極める必要がありますが、金融状況は引き締めに向かうと見て慎重に見守る必要があると見ています。



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

先週は、広範な市場ボラティリティの高まりに反応してクレジット債のスプレッドも拡大を始めました。ただし現段階では概ね落ち着いた市場展開となっており、これまでスプレッドが金融危機以来の低水準に縮小する原動力となってきた堅固なファンダメンタルズがここでも市場の下支えになっていると見ています。多くの投資家は手元資金を備えており、市場の下落局面で投資に充てるタイミングを探っていると見られます。実際に下落が見られた今、押し目買いを手控える明確な姿勢が見られます。その背景については現段階では明らかではなく、グローバル市場のパラダイム・シフトに対する懸念や資金流出がその理由として考えられます。パラダイム・シフトを宣言するためにはより多くのデータが必要であり、機関投資家の資金は一般的に短期間では動きにくいとされています。したがって市場は、クレジット債が徐々に下落局面から回復するとの期待を抱いています。エマーシング社債市場では先週、ここ最近投資家の需要を集めていた高利回り資産が一転して軟調なパフォーマンスとなりました。

また足元で商品価格が下落の兆しを見せていることや、米ドル高基調の兆しが見られることは重要な点であると見ています。ファンダメンタルズ面は引き続き商品価格を下支えすると見ているものの、米ドル高は一般的に商品価格の下落につながりやすく、ここ最近の市場に影響を与える主要テーマの一つとなっています。

### エマーシング市場での出来事

**ブラジル及びロシア：**それぞれの中央銀行が25bpsの利下げを行いました。ブラジル中央銀行は利下げサイクルの終了を示唆しました。

**メキシコ：**メキシコ中央銀行はインフレ圧力の高まりを指摘し、25bpsの利上げを行いました。

**南アフリカ：**ズマ大統領の任期切れを前にした辞任に関連した報道を受け、資産価格の変動性が高まりました。同氏辞任により、南アフリカにとって必要とされる改革が押し進められるとの期待が高まりました。

**アルゼンチン**：通貨ペソの下落が加速し、一時投資家の心理的節目とされる20をつけ、中央銀行が通貨介入を行いました。

**ドミニカ共和国**：米ドル建ての30年債及び現地通貨建て債を含む総額18億米ドル相当の複数トランシェによる起債を行いました。現地通貨建て債の利回りは8.9%程度で、発行後も堅調に推移しました。

## エマージング社債市場での出来事

- ベネズエラ国営石油公社PDVSAの債券は、継続的なクーポンの支払遅延を反映し、ついに経過利息を考慮せずに取りされるようになりました。ベネズエラ国債が同様の取引慣習に移行した際、新たな投資家層がこれらの債券を購入し始めたことで価格が大きく上昇しましたが、PDVSA債についても今後多くのヘッジファンドなどが投資することで同様の価格動向になる可能性があると考えています。
- エマージング社債の発行額は大きく減少し、前週は120億米ドル相当の発行があったのに対し、先週の発行額はわずか60億米ドル程度に留まりました。

## 今後の見通し

直近の市場ボラティリティの高まりは、ファンダメンタルズによる裏付けに欠け、投資家の混乱を誘うものでしたが、市場が向かっている方向を示唆するものであった可能性はあります。景気サイクルの後期に財政刺激を拡大することは明らかにリスク要因ですが、構造的なデフレ圧力の強さについて明確な回答を持っている人はおらず、これら二つの要因の相互作用が最終的に市場の方向性を決定づけると見られます。もちろん、その回答を導く要素は一つではなく、複数のデータを今後見極めていく必要があるでしょう。したがって、市場があらゆる事象に過度に反応して両方向に振れ、必要以上に将来のトレンドを織り込もうとする傾向が続くことで、今年一年を通して市場のボラティリティが高まる局面はさらに続く可能性があるかと予想することは適切であると考えています。直近のボラティリティ上昇局面からの主な教訓として、短期的には需給面が価格の変動要因となり得るものの、最終的にはファンダメンタルズがより重要になるということが言えるでしょう。セルサイドの持ち高が減少傾向にあり、バイサイドが常に価格の振れ幅を誇張する傾向にあるクレジット債市場では特にこのことが言えますが、中長期的に見ればリターンを創出する上でファンダメンタルズ要因による裏付けが引き続き重要になると見ています。

エマージング社債市場では、多くのエマージング経済がグローバルの経済成長による恩恵を引き続き受けファンダメンタルズは引き続き概ね堅固で、相対価値の観点からも資産クラスとして魅力的であると見ています。中国で春節休暇を迎えているとともに、多くの企業が通年決算のリリース前に休止期間に入ることから、発行額の減少傾向は続く可能性があります。したがって、年初に見られた巨額の発行が消化されるなかで需給面は落ち着きを見せると予想しています。また企業の決算発表も概ね底堅いと見られ、現段階ではエマージング社債の支援材料になると見ています。

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となります。

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