

市場アップデート – 2018年4月19日 –

ストーミー（嵐）時々晴れ

地政学面及び貿易政策面でやや落ち着きが見られるなか、欧州では周辺国のスプレッドがここ数年で最もタイトな水準をつける一方で、キプロスに投資家の注目が集まりました。



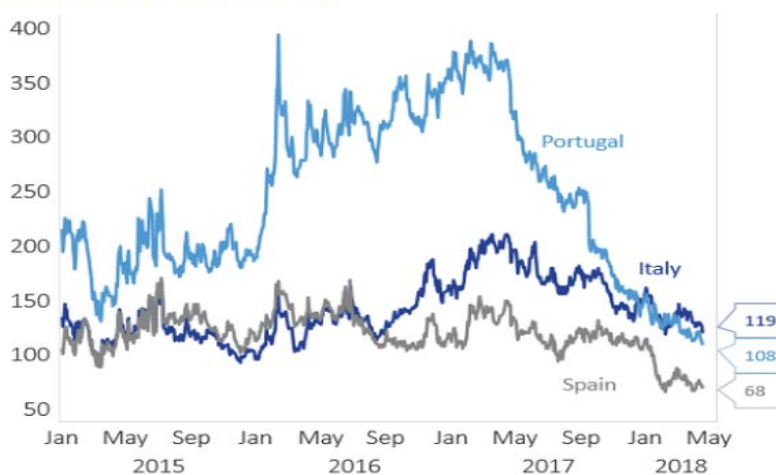
マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チームヘッド

先週の金融市場では、ボラティリティが週を通して低下基調となるなか、リスク資産が全般的に上昇しました。トランプ米大統領から貿易に関連した目新しいつぶやきがなかったほか、前週末に米英仏がシリアへの軍事攻撃を開始して以降、ロシアと西側諸国との衝突が激化する兆しが見られなかったことなどが背景にあります。ボラティリティに関して言えば、VIX 指数が今年 1 月末以降で最も低い水準となる 16 を付け、過去 5 年平均を大きく上回る水準ではなくなりました。また債券及び為替相場のインプライド・ボラティリティも低下し、それぞれ昨年末の直近最低水準に近づいています。これは、堅調なグローバル経済及び概ね緩和的な政策が広範なリスク資産の下支えになるとのブルーベイの見方に沿った展開であり、2 月及び 3 月の市場下落は 4-6 月期において回復することが可能であると予想しています。

欧州では、欧州連合(EU)崩壊のリスクが引き続き後退するなか、欧州周辺国のスプレッドが縮小基調となりました。先のイタリア総選挙においてポピュリスト政党が票を伸ばしたことで、同国で EU 加盟の是非を問う国民投票が行われる可能性に関して投資家の間で懸念が広がっていると述べてきましたが、引き続きその可能性は非常に低いと見られ、イタリアの EU 離脱への現実的な道のりを想定することは困難であると捉えています。結果として、イタリア国債のショート・ポジションを取っている投資家は足元で苦しい状況に追い込まれています。イタリア国債のスプレッドは過去 2 年間で最もタイトな水準にあり、ポルトガルやスペインのスプレッドに至っては 7 年前のユーロ・ソブリン危機以降最もタイトな水準まで縮小しています。これらを勘案すると、欧州周辺国全体のスプレッドが今後も縮小していく可能性があると考えている中で、これらの国のスプレッド縮小の動きにやや遅れを取っているギリシャ国債が足元で最も魅力的な投資対象であると考えています。

(グラフ) ドイツ国債に対するスプレッド



出所：Macrobond、2018年4月18日時点

その他の欧州周辺国では、数週間前に国営銀行である Co-op Bank への更なる資本注入を余儀なくされたキプロスに投資家の注目が集まりました。また、ロシアへの更なる経済制裁を恐れ、ロシア国民が EU 諸国から親ロシア地域へと預金を移動させる恐れがあるなか、預金引き揚げがキプロスの銀行セクターの健全性を脅かす可能性があるとの懸念が広がりました。実際にスイスからは資金流出の兆しが見られ、スイス・フランは下落基調にあります。そのような環境下でキプロス国債は前週末に掛けて大きく下落し、その後先週はやや落ち着きを取り戻しました。ブルーベイでは最終的にキプロス国債の信用力は健全であると見ているものの、今年初めの時点でイタリア国債を下回る水準まで利回りが低下したことを踏まえると、足元ではやや割高感があると見ており、保有を手控えています。足元の価格動向によりキプロス国債の投資妙味が再び増す可能性もありますが、市場規模が小さく、相対的に流動性に乏しい市場であることからミスプライスが起きやすいことも認識しており、今後価格がさらに大きく下落しない限りは魅力的な投資対象とはならないと判断しています。

またここ最近では、底堅さを見せている株式市場と比較して社債市場のパフォーマンスがやや劣後しています。ボラティリティの低下はスプレッド縮小の要因となるものの、米国債の利回り曲線のフラット化に伴うヘッジコストの上昇を背景としてアジア市場からの米ドル建て社債への需要が明らかに減少していることが、需給面での下押し圧力となっています。欧州社債市場の動向は相対的に良好ですが、年初来でソブリン債のスプレッドが縮小基調にあることを踏まえると、社債スプレッドがその反対に拡大基調にあることはやや驚くべき展開であると言えます。エマージング市場に目を向けると、現地金利や外貨建て債を中心にパフォーマンスは全般的に良好ですが、通貨リターンに関しては強弱入り混じる内容となっています。商品価格は金属や農作物、エネルギー価格など全般的に底堅く推移しており、ブレント原油は一時4年振り高値となる1バレル75米ドル近辺に達しました。今後は供給面が原油価格上昇に歯止めを掛け、インフレ加速を促す可能性は低いと見ているものの、安定的な原油相場は引き続きエマージング経済に支援材料になると見えています。

“ロシアの関心は今後 FIFA ワールドカップに向けられていくことを期待しながらも、報復攻撃のリスクは引き続き現実味を帯びており、更なる経済制裁の可能性も投資家の懸念材料となっています。”

今後の見通しとして、市場ボラティリティが後退するなか、リスク資産が2月及び3月の下落からの反発基調を維持すると見て、慎重ながらも前向きな見通しを維持しています。米政権に関して言えば、トランプ大統領の実際の行動は過激な言動には及ばないとみており、トランプ氏の交渉手段を各国担当者が熟知し始めていると見られます。貿易関連で更なる悪材料が出たとしても不思議ではないと見ており、先週行ったカナダの政策担当者とのミーティングを踏まえれば、北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉に関しても今後ネガティブな報道がある可能性があります。しかしながら、貿易面での具体的な行動は最終的には軽微に留まり、グローバル経済の成長見通しを大きく損なうものにはならないとの期待感を維持しています。

その他では、地政学リスクに関して、ここ最近のロシアを取り巻く出来事が、米国のトランプ大統領やロシアのプーチン大統領、フランスのマクロン大統領、英国のメイ首相のそれぞれの国内での支持を皮肉にも高めていると見ています。ロシアの関心は今後 FIFA ワールドカップに向けられていくことを期待しながらも、報復攻撃のリスクは引き続き現実味を帯びており、更なる経済制裁の可能性も投資家の懸念材料となっています。ただし、トランプ大統領の

女性スキャンダルの発端となったストーミー・ダニエルズの映画にちなみ「スパイ・ワイフ作戦」とも名づけたくなるシリアへの軍事介入は、事態の最終局面を意味すると期待しています。実際、今年末に発表されるノーベル平和賞候補として、トランプ大統領はブックメーカーが最も好む候補者となっています。トランプ大統領が、プーチン大統領や金正恩総書記と仲良くなった姿は当初よりは現実味を帯びてきたと言えるかもしれません。ストーミーな（嵐の）なかでお日様が顔を覗かせるかもしれません。

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4月19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をご遠慮下さい。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