

市場アップデート – 2018年5月10日 –

アルゼンチンよ、泣かないで

中南米第二の経済国が投資家の注目を集めています。ファンダメンタルズは引き続き概ね穏やかであるものの、ボラティリティや需給要因が価格下落に拍車を掛けています。



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

先週もエマージング（EM）市場のボラティリティが高止まりし、とりわけ通貨が10%近く下落するなど下押し圧力にさらされたアルゼンチンに投資家の注目が集まりました。このような動きを受けてアルゼンチン中央銀行は政策金利を40%に引き上げたほか、アルゼンチン政府は国際通貨基金(IMF)に300億米ドルの融資枠を設定するよう求め、さらに多くの財政健全化策を発表しましたが、投資家の信頼感はひどく揺らいだ状況が続きました。振り返ってみればアルゼンチンは多くのEM投資家が選好を強めていた国であり、ファンダメンタルズ面では大きく変化していないものの、ボラティリティ上昇をきっかけに投資家がこれらのポジションを削減する動きが強まり、価格下落に拍車を掛けたと見られます。また先週はトルコ資産の下落圧力も強まりました。通貨が下落基調となる中でもトルコ中央銀行が利上げに抵抗していたことが嫌気されたと見られます。より広範に見ると、投資家がポートフォリオのリスクを削減しようとする動きが強まったことが、EM資産全般の軟調なパフォーマンスにつながったと見られます。結果論として、投資家のポジション集中や慢心が今回の下落の要因になったと見られ、今回の出来事から得られる明確な教訓は、歴史的に見て非常に低い水準のボラティリティが続いた後は、資産クラス間のリターンのディカップリングや、ボラティリティの急上昇が起こり得るということであったと考えます。直近の例ではEM現地通貨建て債の代表的な指数が過去3週間で3.5%以上下落している一方、米国債やハイ・イールド債、株式の変動は概ね限定的となっています。

“アルゼンチンのような国では政策担当者が課題に対処しており、投資家のポジション解消も概ね収束に向かっているとみています。口論に終止符が打たれ、圧力が沈静化することを期待しています。”

米国では、イラン核合意からの離脱を発表したことに伴う原油価格の上昇を背景に、地政学リスクの高まりが意識される環境下においても、米10年国債利回りが心理的節目とされる3%近辺で推移しています。その他の主要国金利の動きは概ね落ち着いており、主要国以外の市場におけるイベントが投資家の関心を集める展開となっています。イタリアでは、ポピュリスト政党「五つ星運動」と「同盟」の2党が連立政権を樹立するとの見方が強まり、国債スプレッドが拡大基調となりました。両党による連立政権は、付加価値税（VAT）や年金に関連した政策を導入することで財政改革を後戻りさせる可能性があります。投資家の関心は選挙法改革に向けられていると見られます。実現すれば2019年にも単独過半数を獲得して勝利する政党が現れる可能性があるためです。投資家は「五つ星運動」が政権を握ることに警戒感を抱いていると見られますが、そのようなリスクは、欧州に懐疑的な投資家や通貨統合の崩壊を見越した取引を選好する投資家によって、やや誇張されている可能性があるともみています。ブルーベイでは足元でイタリア国債に対する方向性のある見方は持って

おらず、イタリア 10 年国債のドイツ国債に対するスプレッドは 110bps から 150bps のレンジ内で推移すると予想しています。その他の欧州周辺国では、ユーロ圏の投資環境に対する非常に前向きな見方を維持しており、中でもギリシャに最も投資妙味があると考えています。

また足元では、為替相場において各国の金利差に対する注目が集まるなか、米ドル高が市場の主要テーマとなっています。今年に入って以降、2018 年は年間を通して米ドルが軟調となった 2017 年の再現はないだろうとの見方で、米ドル高と米ドル安の時期がはっきりと現れる市場環境になると予想していました。この考えに基づけば、ここ最近は「米ドル高期」の真ただ中であり、米ドル高はもう少し続く可能性もあるとみています。しかしながら、こうしたトレンドを深追いするつもりはなく、対ユーロで 1.15、対円で 115 円を大きく超える水準があるかもしれませんが、継続する可能性は限定的であると見ています。したがって、現段階では米ドルを小幅にオーバーウェイトしていますが、比較的確信度の低いポジションとして保有しています。

社債市場は、引き続き 4 月以降の EM 市場の混乱による影響を相対的に受けることなく推移しました。2 月及び 3 月に軟調なパフォーマンスとなって以降は、堅調な企業業績や投資家の利回り選好が社債のパフォーマンスの支援材料になっていると見られ、特に米欧の両市場においてハイ・イールド債が堅調に推移しています。クレジット国債にとっては困難な投資環境となっており、EM 市場の下落が特に悪材料を抱える国の全体的なスプレッド拡大につながっています。これに関して言えば、ここ最近の市場では投資家の資金動向及び需給要因によって、価格動向への影響が不釣り合いに大きくなっていると見られますが、最終的にはファンダメンタルズが価格を決定づける要因になるとみており、明確な価格の下支え要因に欠ける他の資産と比較して、クレジット債市場においては特にこのことが言えると考えています。

今後の市場を見据えるにあたり、ファンダメンタルズ面は大きく変化していないとの見方を維持しています。アルゼンチンのような国では政策担当者が課題に対処しており、投資家のポジション解消も概ね収束に向かっているとみています。口論に終止符が打たれ、圧力が沈静化することを期待しています。前述の通り、直近の出来事からの教訓は、投資家がボラティリティ上昇や流動性低下に備える必要があるということであったと考えています。これは今年に入り、グローバル金融市場で既に複数回に亘って確認されていることであり、ボラティリティ上昇に耐えるために「適切な」ポジション量を維持することが非常に重要であると考えています。ボラティリティが再び上昇する時期に関する議論は時期尚早かもしれませんが、慢心があれば、そこから弱みが出てくるのだろうと改めて認識しています。アルゼンチン・ペソの下落のような出来事が価格調整及び価格崩壊を伴えば、それ自体が投資機会をもたらす可能性があります。だから、「アルゼンチンよ、泣かないで(don't cry for me Argentina)」、私たちにとっては投資機会につながるかもしれないのですから。

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5月10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