

## 市場アップデート – 2018年5月31日 –

### イタリアの政治ドラマ

メロドラマのようにドラマチックなイタリアの政局は、欧州連合（EU）懐疑派のサボナ元産業相が経済相候補としたことにマッタレッタ大統領が反対した時点で最高潮に達し、債券市場は大混乱に陥りました。



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

先週は、イタリアの政治イベントが金融市場の注目を一身に集める展開となり、イタリア国債利回りのボラティリティは2011年及び2012年のユーロ・ソブリン危機のさなかに経験した水準まで急上昇しました。イタリアでは、今年3月に行なわれた総選挙において、いずれの政党も単独過半数を獲得できず、今月に入り「同盟」と「五つ星運動（5SM）」が連立政権の樹立に向けた計画を発表して以降、緊張が高まっていました。先週になって、5SMのディ・マイオ党首と同盟サルビーニ党首が首相として指名したコンテ氏が、欧州連合（EU）懐疑派のサボナ元産業相を経済相候補としたことにマッタレッタ大統領が反対すると、市場の懸念は最高潮に達しました。これにより、ポピュリスト政党が民主主義が奪われているとして既存政党を非難する動きが強まり、結果としてデモや反対運動などへの気運が高まったほか、大統領弾劾を求める声も強まりました。足元で「同盟」が着実に支持率を伸ばしていることから、再総選挙が行なわれた場合反EUを掲げる政権が誕生しかねないとの見方が広がりました。したがって再総選挙は実質的にEU離脱の是非を問う国民投票になるとの認識が広がり、結果として約6年前に欧州中央銀行（ECB）がソブリン危機時に「OMT」を創設して以降初めて、EU崩壊のリスクが再び現実味を帯びてきたことで、市場はパニック状態に陥りました。トレーダーの多くが懐疑的な目をスクリーンに向け、流動性がほとんど失われるなかで、5月初めの時点では20bps近くまで縮小していたイタリア2年国債のドイツ国債に対するスプレッドは、一時340bpsまで拡大する展開となりました。

**“これがイタリア産モッツァレラ・チーズに感化された一連の夢であったのではないか結論付けたい衝動に駆られます。”**

このような市場動向を受け、市場の懸念はやや行き過ぎであるとの見方から、ブルーベイではイタリア国債のポジションを積み増しました。前週末以降の「同盟」及び「5SM」の発言は、両党のユーロ圏に対するコミットメントを強調しているものであり、世論調査でもユーロ存続を支持する声が、リラ復活を望む声を40ポイント（またはそれ以上）近くリードしていました。イタリアにとっては政治的危機は珍しいことではなく、今後紆余曲折があったとしても現段階での最悪期は既に脱し、短期的にはイタリア資産の更なる下落を招きかねない悪材料は限定的となる可能性が高いと考えています。ただし、先週の価格動向による心理的ダメージは過小評価すべきではないと考えています。ほとんどの投資家にとって、今回市場に訪れたボラティリティ・ショックは明らかに想定外で、当面は神経質な姿勢を維持する可能性が高く、市場の適正価格（フェア・バリュー）は1、2週間前と比較すれば明らかにやや低い水準にあると判断しています。週末に掛けてのイタリア国債の価格反発を踏まえると、チーズは食べ過ぎると夢に影響するといわれていますが、これがイタリア産モッツァレラ・

チーズに感化された一連の夢であったのではないかと結論付けたい衝動に駆られます。しかし、先週の市場展開は欧州で事態が悪化した場合に起こりうる展開を投資家に思い起こさせる出来事であったと言えるでしょう。

イタリアにおける価格動向は広範な市場での質への逃避傾向の強まりにつながり、主要金利が低下するとともにクレジット債のスプレッドは大幅に拡大しました。足元では、ドイツ 10 年国債の利回りが 0.3%以下に低下した時点でドイツ国債のロング・ポジションの利益を実現し、米連邦準備制度理事会（FRB）の更なる引き締め見通しを再び十分に織り込んでいない水準に達したとみて米国金利についてはショート・ポジションに移行しました。ブルーベイでは、S&P500 種指数に大幅な調整が見られた場合には FRB が今年後半の利上げを見送る材料になる可能性があるかとみている一方で、FRB が適切な金融政策を決定する上で海外市場におけるイベントに揺さぶられると判断することは誤りであると考えています。結果として、金利に対してロング・バイアスに傾きつつあった気持ちもやや短命に終わり、イタリアにおける価格動向が主要国金利市場において魅力的な投資機会を活用するきっかけとなりました。

社債戦略では、CDS を通したヘッジ・ポジションを構築することで週を通して現物債のポジションを維持していましたが、週後半に掛けてイタリア資産が反発基調となる中でこれらのポジションの解消を始めました。欧州周辺国の金融関連銘柄についてはアンダーパフォーマンスが目立つ展開となりました。多くの観点から、ベンチマーク運用を行なっている多くの投資家にとってオフベンチマークのポジションである Tier1 債などの資産クラスは、投資家がリスク削減を進める際に価格が不釣り合いに動きやすくなると言えるでしょう。またエマージング（EM）市場においても全般的にリスク・オフ及びその後のリスク・オンの動きが見られましたが、トルコ及びインドネシアで利上げが実施されたことは EM の中央銀行が信頼拡大のために動く前向きな兆候とも受け止められ、EM 関連市場が 2 ヶ月連続でマイナス・リターンとなるなかで 6 月はリターンの改善を期待できるかもしれません。

今後の見通しとして、イタリアで何らかの朗報があったとしても、ボラティリティに対する懸念は早期に払拭される可能性が低いため、イタリア 10 年国債のスプレッドが 175bps を切る水準まで縮小することは難しいとみているものの、イタリア情勢に関して最悪期は脱し、市場の反発基調はさらに続くとの期待を抱いています。少なくとも、米国の経済指標が引き続き堅固である一方で、ユーロ圏では信頼感の低下を背景に指標が軟調となる可能性もあり、米ドル高基調が続くとともに米欧の乖離が進んでいくとの見方を持っています。トランプ大統領がこれ以上スポットライトが当たらない状況に耐えられるかどうかはわかりませんが、現段階では米国の経済指標や FRB の動向よりも欧州の政治情勢が市場の注目を集める状況が続くとみられます。

年初来での金融市場を振り返ってみると、2 月初めの VIX 指数の記録的な動きや 5 月に入ってからアルゼンチンやトルコ、直近のイタリアの動きなど、ボラティリティが急上昇する場面が既に複数回見られています。多くの投資家が、再びそのようなショックを市場にもたらしかねない慢心が市場に存在していないかどうかを知りたいと思っていることでしょう。グローバルの経済成長は引き続き堅調で、政策も概ね緩和的ですが、想定外を想定することに慣れ始めてしまっているかもしれません。イタリアのヴェスヴィオ火山が噴火した際、逃げる途中で大きな石が頭に衝突してしまった人のようにはなりたくないと思う人が多いでしょう。当然ながら、彼にとっても想定外の出来事だったのです。

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31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