

## 市場アップデート – 2018年6月14日 –

### 運の分かれ道

先週の市場では、ややハト派寄りの見通しを示した欧州中央銀行（ECB）と、タカ派寄りを受け止められた米連邦準備制度理事会（FRB）がそれぞれ市場の注目を集めました。



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

先週もイベント豊富な一週間となりましたが、主要国金利に大きな変動は見られませんでした。ドラギ ECB 総裁はユーロ金利について相対的にハト派寄りの姿勢を示した一方、パウエル FRB 議長の連邦公開市場委員会（FOMC）後の発言はややタカ派寄りのトーンを受け止められました。過去数か月間を振り返ると、米経済指標は軒並み市場予想を上回る内容となっており、FRB による経済見通しの上方修正につながりました。ブルーベイでは、2019年に掛けて米財政緩和が想定を上回るペースで経済成長が持続することを促すとの見方から、FRB が今後も利上げを継続していくとみています。金融市場では 2018 年末までに残り 1.5 回の利上げが織り込まれており、中長期的には金利上昇リスクは存在しているものの、短期的な不確実性を背景に現段階では金利上昇は抑制される可能性があるかとみています。ユーロ圏では、資産購入によるバランスシート拡大を今年末に終了する予定であることを発表しました。ただし同時に、来年夏までは政策金利が据え置かれるとしたため、金利上昇は最も早くて来年 9 月になるとの見方が広がりました。ブルーベイでは、このような ECB の姿勢が引き続きドイツ国債金利を低位に留める要因になるとみており、コア消費者物価指数（CPI）が依然として ECB の目標を大きく下回るなか、ファンダメンタルズ面で大幅な変化が見られない限りは、ユーロ金利が大幅に上昇することは困難であるとの見方を持っています。

イタリアでは、トリア経済財務相の発言をきっかけに資産価格が上昇基調となりました。トリア氏は、イタリアの欧州連合（EU）離脱という発想を否定するとともに、マーストリヒト条約（欧州連合条約）に基づくイタリアの財政規律に対するコミットメントを強調しました。9 月に行われる予算編成では、緩和的な施策が盛り込まれることが広範に予想されていますが、財政赤字が GDP の 3%未満に留まる限りは、将来的に対 GDP 債務比率は低下トレンドを維持する公算が高いとみています。債務の平均満期が 7 年程度で、金利コストの平均が 3%未満であることを踏まえれば、投資家がリラ復活の観測に心を乱されることはない限り、債務の持続可能性を疑問視される状況は想定しづらいとみています。また、在イタリアの複数の関係者との会話に基づけば、5 月末に掛けてのイタリア国債急落のきっかけとなった政治的進展に関して、ブルーベイの当初の分析が概ね正しかったように思えます。

“今後の見通しとして、EM 市場における問題が先進国市場へと波及することをやや懸念しています。”

具体的には当時、足元で「同盟」が支持率を伸ばしていることが世論調査で示されているなか、「同盟」のサルビーニ党首は再選挙を望んでおり、その結果としてマッテレッタ大統領が入閣を承認しないことが明確である、EU 懐疑派のサボナ元産業相を当初経済財務相に指名

したという構図が次第に明らかになってきました。しかしながら、「同盟」の母体であり、現在も支持母体となっている「北部同盟」の企業経営者らは、そのような発想を捨て、サボナ氏ではなく、より中道的な候補者を経済財務相に充てるべきであると強く主張し、要求したとみられます。このような状況に照らせば、ここ最近でより融和的なトーンが打ち出されていることは驚くべきことではなく、新政権の最重要課題が有権者の最大の懸念事項である移民の取り締まりであることは明確であるとみられます。難民ボートがイタリアの港に入港することを認めないというアプローチは、イタリアにとって国外の多くの友人を失うことにつながる可能性があります。ただし債券市場にとっては、新政権が EU 及び財政規律へのコミットメントを維持するという市場の認識が、EU 崩壊リスクの低下を促すとともに、夏場に掛けてのイタリア国債の反発の支援材料になるとみています。

先週の為替市場では、経済面での枝分かれを背景に米ドル高基調が続きました。さらにややタカ派寄りの FRB の姿勢はエマージング (EM) 資産の継続的な下押し圧力となり、アルゼンチンが国際通貨基金 (IMF) からの 500 億米ドルの融資枠を確保したことや、トルコにおける利上げ、ブラジルの為替介入も、十分な反発要因とはなりません。直近の低流動性及び高ボラティリティを背景とした投資家の資金流出は続いていると見られ、EM 市場にオフベンチマークで投資している著名ファンドの多くが解約に見舞われていることから、EM 資産の相対的な割安感が高まっていることや、政策担当者が適切な政策を導入し始めていることを踏まえたとしても、EM 市場が最悪期を脱したと結論付けることはやや難しいと考えています。

社債市場では、直近のボラティリティ上昇を背景とした新規発行の小休止がスプレッドの安定につながりました。堅調な株式市場も投資家心理の下支えとなり、市場ボラティリティの指標とされる VIX 指数は今年 2 月初旬に記録した水準の 3 分の 1 以下である 12 近辺に戻りました。市場ボラティリティが低下するなか、流動性の高いヘッジ・ポジションが解消される傾向が見られ、結果として CDS 指数が全般的に底堅く推移しました。他の市場ではボラティリティや不確実性が依然として見られたものの、Itraxx に関しては 5 月初め以降のスプレッド拡大幅の半分近くを回復しました。

今後の見通しとして、EM 市場における問題が先進国市場へと波及することをやや懸念しています。FRB が自信をのぞかせていることから、米国内の進展が EM 市場につかの間の休息を与えてくれることは見込みにくく、トランプ米大統領が主要 7 カ国首脳会議 (G7 サミット) で強硬な姿勢を維持し、関税リスクも高止まりしているなかで、米国市場及び米ドルの更なる上昇は他市場にとっては逆風要因となりかねないとみています。北米自由貿易協定 (NAFTA) は引き続き崩壊の危機にさらされており、共和党顧問が中間選挙において票を失うリスクを指摘していなかったら、トランプ米大統領は既に NAFTA 脱退の宣告を通知していたであろうと考えています。2024 年にサッカー・ワールドカップ (W 杯) を共同開催するまでに、米国、メキシコ、カナダの三か国による NAFTA が崩壊してしまっているのか、それとも復活を遂げているのか、思案する人も多いことでしょう。

先週始まった今回の W 杯では、イングランドが遠謀深慮に長けた他の 31 カ国から抜け出すことがいかに容易かを示してくれると期待しています。冗談はさておき、英与党内での混乱を背景に、英国の EU 離脱 (ブレグジット) 交渉の進展はほとんど見られていません。その結果、今週予定されているユーロ圏財務相会合 (ユーログループ) での焦点は他の事項になるとみられます。ブルーベイとしては、ギリシャの負債繰り延べ及び公的セクター支援を巡る進展を期待しています。

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6月14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