

市場アップデート – 2018年6月28日 –

試練の夏 – 短期的には需給面主導の市場に –

神経質な市場環境下において、流動性が低下していくなか、投資家は夏場に備えてポートフォリオのリスク削減を行っていると思われます。



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

先週も金融市場では投資家のリスク・オフ基調が続きました。四半期末を控え、流動性が低下している兆しが見られるほか、貿易摩擦関連の継続的な懸念がリスクオフのきっかけとなっています。ただし、さらに影響力を持つテーマは投資家がポートフォリオのリスク削減を行っているということであり、エマージング（EM）及び先進国（DM）の債券に投資するファンドのカテゴリー内でのパフォーマンス分析に基づく、ここ数か月ではベンチマークが軒並み最も良好なパフォーマンスとなっていることは興味深い結果です。つまり、クレジット債のスプレッドの拡大やEM市場の弱含みといった投資環境下において、投資家が全体的に誤ったポジションを取っていることを示唆しているとみられ、短期的にはこうした需給面での懸念を背景に、より慎重な投資見通しを持っています。全般的にボラティリティは上昇しているとみられ、投資家のロング・ポジションが集中し、誤ったポジションを取っている中である種の慢心が見られる市場では、ボラティリティが急上昇する可能性を否定できないと考えています。最終的には、ファンダメンタルズが再び価格を決定づける要因になり、グローバル経済の成長は勢いを維持するとみているものの、この夏は静かにキャリーを獲得できる期間とはならず、目先の道のりは険しいものになるかもしれません。

米国債及びドイツ国債利回りは週を通して低下基調となりましたが、直近のレンジ内の動きに留まりました。米国株式が急落しない限りは、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融引き締め路線に変更を加える可能性は低いとみており、EM市場にとっては引き続き重石になるとみています。同時に、米ドル高基調が継続する余地もあると考えており、特にここ数日間で中国人民銀行（中央銀行）が人民元の下落を容認し、景気下支えのために緩和的な姿勢を見せていることを踏まえ、米ドルが2016年後半以降の最高値を試す可能性もあると考えています。したがって、ブルーベイでは引き続きユーロやオフショア人民元、英ポンドに対する米ドルのロング・バイアスを維持していきますが、一方で最重要課題の一つである経常赤字に関する懸念から、米政権が米ドル安誘導を目的とした発言をする可能性もあるとみてやや警戒しています。

“直近のFRBの利上げサイクルは、資産リターンや経済活動にとって全般的に良好な環境となった2004年から2006年に掛けての引き締めペースと比較すると、2分の1程度のペースに留まっているということは記憶に留めておく必要があるでしょう。”

また、ここ数か月間でユーロ圏の経済指標が相対的に弱含んでいることも直近の米ドル高に寄与しているとみられます。ただしユーロ圏の経済成長見通しは安定し始めており、今年後半に掛けて比較的堅固な経済成長が見込めると考えています。ユーロ圏は、いかなる貿易

戦争に対しても脆弱である可能性はありますが、域内の経済モメンタムは維持されるとみられているほか、欧州中央銀行（ECB）が 2019 年後半までは政策金利を据え置くとしているなか、政策面でも引き続き緩和的な状況が続くと見られます。欧州周辺国では、夏休みを経て政治的ノイズが概ね終息するとみています。イタリアでは、政府が予算案を取りまとめる 9 月により詳細な吟味が可能になると考えていますが、短期的にはイタリア政府による政治的な発言は、有権者の最大の関心事である難民問題に焦点を当てたものになるとみています。ある意味では、メルケル独首相が 2015 年に難民受け入れを決定した当時と比較すると到着する難民の数が大幅に減少している今となって、難民問題がこれほどまでに重大な問題となっていることは皮肉な状況と言えるかもしれません。このような動きは、経済が回復を始めるなかで、いかにポピュリスティックな思想が重要視されていくかということ象徴していると言えるかもしれませんが、有権者はこのような流れが最終的に所得増加及び生活水準の向上につながることを待ち続けるとみられます。

2018 年の前半は多くの投資家にとって試練の期間であったと言えそうです。主要指数のリターンは全般的にマイナスで、多くの資産クラスにおいて、平均的なマネージャーのパフォーマンスがベンチマークのパフォーマンスを下回る結果となっています。オフベンチマークで保有していたポジションが痛手の主な要因となっており、さらなる損失への許容度が低下していることから、投資家心理は不安定な状況が続く可能性があると考えています。ただし、スプレッド拡大によって足元の価値が損なわれている期間こそが、同時に将来の価値を生み出す可能性がある期間でもあり、グローバルのマクロ経済状況が穏やかである限り、買い手が再び市場に戻るまで市場の下落が続く余地は限定的かもしれません。

今後の見通しとして、現段階では経済成長及び金融政策に対する見通しに引き続き大きな変更はありません。多くの市場下落の要因をさかのぼれば米金融引き締めにとどり着く一方で、直近の FRB の利上げサイクルは、資産リターンや経済活動にとって全般的に良好な環境となった 2004 年から 2006 年に掛けての引き締めペースと比較すると、2 分の 1 程度のペースに留まっているということは記憶に留めておく必要があるでしょう。さらに、あらゆる金融引き締め効果が財政緩和によって相殺されているとみられるなか、根底にあるマクロ経済状況が大幅に変化しない限りは、ビジネス・サイクルの転換やデフォルト率の急上昇が早期に起きると考える根拠は少ないとみられます。短期的には、需給面が金融市場の価格動向を主導するとみられますが、中長期的にはファンダメンタルズが最も重要な要素になるとみています。明るい気持ちにさせてくれる材料はたくさんあります。もちろん、あなたがドイツのサッカーファンでなければ、ですが。

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28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