

## 市場アップデート – 2018年8月23日 –

### クラポノミクス (Crap-onomics)

— トイレに流してしまいたくなるようなひどい経済政策 —



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

市場の方向性を決める上で、ハンドルを握っているのはエマージング国  
であるとみられ、投資家のポジションに注目が集まっています。

金融市場が真夏モードに突入するなか、先週南米ベネズエラから届いた一枚の写真は、経済政策がまるでトイレに流されてしまったような悲惨な状況を如実に物語るものでした。紙幣がトイレットペーパーを下回る価値となり、事態は收拾がつかない状態になっていると言えるでしょう。その意味で、多くのエマージング (EM) 市場におけるポピュリスト的な政策やファンダメンタルズ悪化に対する懸念の広がり、投資家が過去数年間に亘って好んでポートフォリオに追加してきた EM 資産に対して疑念を抱き始めるきっかけとなり、広範な EM 資産への注目を高めていると言えるでしょう。また、米国金利の上昇も、債券投資に安心と安全を求める投資家が目的を達成するために遠くへと手を伸ばす必要性を低下させたとみられます。

トルコの話以外では、先週はブラジルの大統領選に向けた不安が高まったほか、南アフリカでは土地政策に関する発言が、隣国ジンバブエのムガベ前政権下における経済破綻を想起させる展開となりました。これらの懸念はやや行き過ぎかもしれませんが、現段階ではボラティリティの上昇が投資家のリスクオフにつながっており、EM 債券及び債券アンコンストレインド型のピアグループのパフォーマンス分析を分析してみると、引き続き投資家の EM 市場へのエクスポージャーがロング (Long) かつ誤って (Wrong) いることがわかります。

米国では、トランプ米大統領の元個人弁護士マイケル・コーエン被告が選挙資金法違反などで非を認めたことから、再びトランプ氏に注目が集まっています。ただし、ブルーベイでは弾劾の可能性は非常に低いとの見方を維持しています。弾劾のためには、来る中間選挙において民主党が上院及び下院で過半数を獲得し、上院では 3 分の 2 を獲得する必要があるからです。何か新たな事実が発覚しない限り、現段階で保有している全ての情報を以ってしても、弾劾の手続きを進めるには不十分であるとみており、どのような形でも民主党がこの秋に勝利を収めるという確証が得られる状態ではないと考えています。

むしろ、堅調な経済状況や減税、好調な株式市場、さらに外交面での幾つかの進展を背景に、直近の世論調査においてトランプ氏の支持率は 37% から 43% に上昇しています。この支持率は、これまでの歴代大統領と遜色ないレベルです。ただしそうは言いながらも、これらの証言に対する苛立ちからトランプ氏が攻勢に打って出る可能性はあり、その意味では中国との通商関係で更なる強硬姿勢を見せることを最も懸念しています。明らかに、米議会ではトランプ氏による貿易戦争が幾らか良好な結果につながっているとの見方が存在するとみられ、そのような見方が対決姿勢をさらに勢いづかせる可能性があるかとみています。

“EM 債券及び債券アンコンストレインド型のピアグループのパフォーマンス分析を分析してみると、引き続き投資家の EM 市場へのエクスポージャーがロング (Long) かつ誤って (Wrong) いることがわかります。”

欧州では非常に落ち着いた市場環境が続きました。イタリアの連立与党「同盟」の広報担当者が、予算に関連して前向きな発言をしたことから、欧州周辺国のスプレッドは縮小しました。ただしイタリアの予算を巡るドラマは実際は9月の投資テーマになるとみており、その意味で先週、大手格付け機関ムーディーズがイタリアの格付けレビューを10月まで先送りしたことはそれほど驚きではなかったと言えるでしょう。その間明らかなことは、イタリア国債の海外投資家の保有比率が非常に低いということで、市場には予算案を巡る話し合いに対する悲観的な見方が存在するとみられます。イタリア国債先物はリスクヘッジに広く用いられており、市場は特段大きな材料がなくとも双方向に動きやすい脆弱な状態となっています。またトルコでの混乱は、イタリアやギリシャなどの有権者に、自国通貨と自国金利は経済鈍化に対して何ら保障を与えるものではない、というように映るかもしれません。その点からみると、エマージング諸国でのストレスは単一通貨の欧州圏にとってはプラス材料となる可能性があります。

先週は、イタリアの市場環境が改善したことからスペイン及びギリシャのポジションが堅調なパフォーマンスとなったほか、欧州社債のスプレッドも縮小しました。堅調な株式市場も社債スプレッドの縮小を促す要因となり、とりわけ堅調な4-6月期決算シーズンを背景にS&P500種指数が過去最高値圏に達するなど米国株式市場が良好なパフォーマンスとなりました。

今後の広範な市場の方向性を決める上で、ハンドルを握っているのはEM国であるとみられます。米国債利回りはやや低下しており、短期的に金利デフレーションをロング・バイアスとしていたブルーベイの見方は奏功しています。EM市場のリスクが他のグローバル市場に波及するリスクもあるとみていますが、そうならなかった場合には9月以降再びリスクを積み増していくことを検討していく方針です。9月以降は多くの新規発行が予想されており、発行増により割安な価格での発行を余儀なくされる可能性もあることから、リスクを積み増すのであれば機会は豊富に存在すると予想しています。また同様に、米国債利回りが10年債で見て目安としている2.7%に達した場合には、前述の金利デフレーションのロング・ポジションの利益を実現し、再び年末に掛けて金利上昇に備えていくことを検討する方針です。

足元では市場の需給面や価格評価にかなり多くの注意を払っている状況ですが、ベネズエラの事例は、最終的に鍵を握るのはファンダメンタルズであるということを思い起こさせてくれました。トイレに流してしまいたくなるようなひどい経済政策は、惨めな混乱を招きかねないということです。

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） / エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / エマージング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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8月23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