

市場アップデートー2018年9月6日ー

適切な側でポジションを取る

ーエマージング、イタリア、ブレグジットで高止まりするボラティリティー

エマージング市場やイタリア、ブレグジット関連のボラティリティは今後数か月に亘り高止まりする可能性があります。適切なヘッジ手段を選択するとともに、適切な側でポジションを取ることが肝要になるとみています。



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

先週一週間を通じて、ここ最近のエマージング（EM）市場の下落に関する問いを自分たち自身に投げかけてきました。ネガティブなヘッドラインと、EM 資産に対する投資家のオーバーウェイト・ポジションとが対峙するなかで、資産価格の下落は今後も加速するのか、さらに広範な投資家のポジション解消は、先進国市場にも波及するリスクオフというテーマに発展するのかどうかといった問いです。今のところそのような動きは見られず、EM 市場のボラティリティが落ち着きを見れば今後も広範なリスクオフには発展しない可能性もありますが、ファンダメンタルズ面からみて、多くの EM 国における懸念材料は払しょくされるよりも増大している傾向にあるとみています。例えばトルコのアルバイラク財務相との面談では、エルドアン大統領が現実から目を背けているとの我々の懸念を払しょくすることはできず、事態は改善に向かうよりもかえって大幅に悪化していく可能性があるとの懸念を深める結果となりました。南アフリカ経済のリセッション入りや、ブラジルにおける政治的不透明感も市場のストレス要因になる可能性があります。さらにアルゼンチンでは、通貨下落によって対 GDP 債務比率は 80% 近くとなっており、結果として国際通貨基金（IMF）の債務持続性テストに合格することが出来なければ、IMF からの融資を実行するために投資家がヘアカットを受け入れざるを得ない状況に追い込まれる可能性もあります。

堅調な米経済

ただし、これらの EM 国から離れば、主要先進国経済における苦難は全般的に良好な方向に向かっており、今週金曜日に発表された米雇用統計は、7-9 月期の米経済成長が、前半期の 4.2% に近い堅調なペースを維持していることを改めて確認する機会となりました。直近のアトランタ連銀 NowCast も同様に堅調な経済成長ペースを示唆しています。米経済及びグローバル経済の成長が上向き基調にあることは資産価格の下支えになると考えてしまうことは自然で、結果として EM 市場の混乱は、構造的なものよりは一時的な現象であるというストーリーを組み立てたい衝動に駆られます。

関連の変化

このように分岐し、やや不透明な投資環境のなか、投資家が流動性に乏しい市場での資産売却よりも、既存ポジションのヘッジ・ポジション構築を選択していることと見られることは興味深いと言えるでしょう。その結果、過去数週間に亘ってこれらのヘッジ・ポジションの相関が変化するなどのやや不可解な動きが見られ、投資家の間では両サイドでの損失に直面するリスクも生じているとみられます。例えば、EM リスク資産のポジションに対するヘッジとして S&P 指数を利用していた投資家にとって、S&P が最高値を更新した 8 月は苦しい投資環境となったことでしょう。またここ最近では、これと並んで頻繁にヘッジに用いられるイタリア国債のショート・ポジションについても、イタリアの予算案に関連した前向きな報道がイタリア国債の堅調な

パフォーマンスをもたらしていることから、苦しい状況に陥っていると思われます。

“LTCM ヘッジファンド破綻危機なども踏まえると、相関が変化しているときこそ、リスク管理面で脆弱な投資家が痛手を被りやすい状況にさらされていると考えられます。”

ヘッジ・ポジションが機能しない投資環境下では、アンダーパフォームしている資産がより売られる状況が加速するとみています。したがって、投資家の広範なポジション解消につながりやすい材料が多く存在する今後数週間は、相対的に慎重なマクロ見通しを維持していく方針です。現状の米連邦準備制度理事会（FRB）の引き締めサイクルやEM市場への波及は1997年にも見られた光景であり、その後のLTCMヘッジファンド破綻危機なども踏まえると、相関が変化しているときこそ、リスク管理面で脆弱な投資家が痛手を被りやすい状況にさらされていると考えられます。したがって足元では、市場内でのポジション状況を把握するためにピア・グループのパフォーマンスにかなりの注意を払っているほか、ストレス要因や分岐点の兆しを注視しています。

需給面の悪化

より広範に見れば、イタリア国債のここ最近の上昇は、予算案に関連したリスク（及びそれに伴うイタレグジットのリスク）は市場に過度に織り込まれているとのブルーベイの見方と足並みを揃えた動きであり、結果としてイタリアのポジションはここ最近パフォーマンスにプラスに寄与しています。一方で、ギリシャ国債のパフォーマンスは目立って軟調となっており、足元ではギリシャの割安感を利用するために二国間で幾らかポジションを動かしています。市場慣習的に、投資銀行においてギリシャの取引はエマージング市場のデスクが担っているため、他のEM資産につられて下落している側面もあると思われます。ただし、欧州連合（EU）加盟国として、ギリシャには多大な組織的サポートが存在するほか、多くのEM国に見られる傾向とは対照的にギリシャの信用力は改善傾向にあると考えています。

英国では、引き続きブレグジット関連の話題が資産価格の変動要因となりました。ただし、報道機関の見出しから離れて見てみると、現段階でそれほど目立った進展はなく、期限が迫る中で、英国は着実に「合意なしの離脱」に近づいているとみています。最終的には、国民投票を経てブレグジットが延期もしくは中止されるという巻き返しが見られるかもしれませんが、いずれにせよブレグジット関連で更なる詳細が明らかになるのは6週間後になるとみられます。

適切な“側”

今後の見通しとして、夏休み明けでグローバル市場が「バック・トゥ・スクール」モードとなるなか、年末に掛けてマクロ面でイベント及び投資機会が豊富な環境が続くとみています。EM市場やイタリア、ブレグジット関連のボラティリティは高止まりする可能性があり、これらのイベント・リスクで適切な側のポジションを取ることを心掛けていきます。これに対して社債市場はやや退屈な展開が予想されます。社債のファンダメンタルズは全般的に堅調ですが、新規発行の増加がスプレッド縮小の妨げになるとみられ、EM資産の調整が一定程度続けば、代替の法則で波及リスクが高まる時点が訪れる可能性もあります。

短期的には、トルコの銀行セクターの借り換えリスクに対する懸念を維持しており、トルコ政府への対外的な政策支援も早急には見込まれないとみています。もちろん、EM市場からの更なる悪材料がなく、ボラティリティが落ち着けば、割安感につられ買い手が戻る可能性はあります。ただし、これに関して楽観的な見方を持つことには慎重になっています。ユーロゾブリン危機の教訓を踏まえれば、仮に銀行セクターが混乱に陥った場合、債務比率が低い国

であってもソブリン債のパフォーマンスが大幅に下落することがわかっています。その意味で、イラク戦争当時に「コミカル・アリ」の愛称で知られたサイド・アル・サハフ氏が残した「There is no crisis. There is no debt. (これは危機ではなく、債務もない)」という発言に対してトルコ側が返答したとしても、それが信頼感を回復するために十分であるかどうか確信が持てません。

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のようになります。

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9月6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