

市場アップデートー2018年9月20日ー

ロナウドに勝る自制心を発揮するサルビーニ

イタリア政府がユーロ懐疑的な政策を望んでいないとみられるなか、投資家はイタリアに対して過度に悲観的であるとみています。その他では、米中貿易摩擦は収まる兆しがみられません。



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、エマージング（EM）市場に関連した懸念が一旦は落ち着いたとの見方が広がるなか、投資家の質への逃避の動きが反転し、グローバル債券の利回りが上昇を続けました。

通商覇権争い

米国が中国製品に発動した追加関税に対し、中国側の反応は抑制したものと見られ、今後も方向性としては更なる関税措置や保護主義的な政策へと向かっているとの認識が熾りながらも、一旦は悪材料が出尽くしたとの期待感が存在しているとみられます。先週発表されたのは、中国からの輸入品 2,000 億ドル相当に当初 10%の追加関税を適用し、来年 1 月から 25%に引き上げるとしたものでしたが、中国の覇権拡大を食い止めたい米政権の意向から、今後さらに 2,670 億米ドル相当の中国製品も対象に加わるとブルーベイでは予想しています。これらは直感的に米経済にとって財政的な足かせとなりそうですが、実際の影響は非常に小さく、来年の米経済成長を 0.1%押し下げ、価格を 0.2%押し上げる程度にすぎないとみています。さらにこれらの影響は、来年前半に予定されている消費者の所得増を促す財政刺激策によって十分にカバー出来ると考えています。

一方で、関税の影響は中国にとっては、より大きくなると予想しています。年初の堅調な滑り出しののち、中国の経済成長には足元で既に鈍化の兆しが見られており、今後数か月間で政策担当者がどれほど真剣に経済活動の支援に乗り出すかが最大の関心となっています。中国の GDP 成長率が 6%を下回ってさらに低下する可能性があります。2016 年に中国経済の鈍化に対する懸念が中国からの資金流出を招いたときと比較して、中国経済は多くの側面から良い状態にあると言えます。ただし全体としては、米金利が上昇を続けるなか、人民元に対して強い米ドルという投資テーマが醸成され始めているとみています。

新規発行増

その他の市場では、相対的に高い利回り水準が月初来の社債パフォーマンスの支援材料になっているとみられます。特に保険会社などは、夏休み明けで例年起債が増加するこの季節に投資先を探しているようです。またここ最近では、欧州周辺国における状況の改善を背景とした銀行株の上昇を受け、欧州金融機関が良好なパフォーマンスとなっています。堅調な株式市場やボラティリティの低下によって、投資家が割安な資産を探し始めているとみられますが、一方で EM 市場の緊張が再び高まり、更なるポジション解消を促した場合には、投資家のムードは再び急速に暗くなるとの認識も存在しているとみられます。

サルビーニ氏の自制

欧州では、イタリアの予算案に関連した懸念が引き続き後退するなか、イタリア債券の堅調な

パフォーマンスが続きました。イタリアの予算案に関しては、財政赤字目標が 1.6%から 2.0%の間になる可能性が高いとみています。これまでも述べてきた通り、この予算問題に近視眼的に注目しすぎている投資家は、今後 2-3 年間でイタリアの欧州連合 (EU) 離脱 (イタレグジット) につながる信憑性ある道筋は現段階では見当たらないという、イタリア国債の投資家にとって重要な事実を見過ごしていると考えています。イタリア 10 年国債のスプレッドは足元で 200bps を上回る水準にあり、多くの投資家がイタリアの見通しに過度に悲観的になっているとみています。

政治的な観点からは、連立与党「同盟」の支持母体であるイタリア北部の裕福な地域は、ユーロ懐疑的な政策を望んでいないとみられます。実際、「同盟」内あるいは連立与党内での財源を巡る最近の争いは、サルビーニ書記長をはじめとする「同盟」の議員が、(本心では望んでいたとしても) 経済界の支援者を怒らせたくないという姿勢の表れであると考えています。むしろ、2019 年にも総選挙が行われる可能性がある中で、「同盟」内での最優先課題は移民問題になると予想しています。ただし、夏が終わり地中海近辺での気温も徐々に下がり始めるなか、今後数か月は北アフリカから危険な旅路を経て到着する難民ボートの数は減少していくとみられることも事実です。

“政治的な観点からは、連立与党「同盟」の支持母体であるイタリア北部の裕福な地域は、ユーロ懐疑的な政策を望んでいないとみられます。”

ブレグジット時限爆弾

一方英国では、英政府からの数々の発言や噂、典型的な脅し文句などにも関わらず、ブレグジット交渉においてほとんど進展は見られませんでした。次の重要なイベントは労働党大会で、その場で影の政府が 2 回目の国民投票を政策として打ち出す可能性もあるとみています。余談ではありますが、足元で民間企業及び労働者の意図を最も汲んでいるのは、英国の労働組合であるとみられることは興味深いとみています。与党・保守党も党大会を予定しており、ここでもさまざまな陰謀や敵意、不満が飛び交うとみられますが、こちらの集会からはそれほど中身のある進展は期待できないと考えています。これら全てが進展するなか、時計の針は刻一刻と進んでおり、英国以外の EU 加盟国ではブレグジットのプロセス自体がすべてストップすることを望む声が高まっているようです。つまり EU 側としては、自らの立場に柔軟性を設けるインセンティブがそれほどないということを意味しています。

かんしゃくと涙

今後の見通しとして、米国金利が上昇を続け、米ドル高方向へと進めば、EM 市場の緊張が再び高まる可能性があるかとみて、現段階では全体としてやや慎重な姿勢を維持しています。より直近では、欧州周辺国に対する強気な見方の確信度を強めており、とりわけイタリア及びギリシャに投資妙味があるとみています。度重なる混乱を経て、イタリアの政策担当者の振る舞いは多くの側面から改善し始めているとみられ、初夏のイタリア国債のボラティリティの高まりは、50 億ユーロの追加予算を要求したいがために金融の安定性を危険に晒せば、結果として国債の利払い費用が 250 億ユーロ増加してしまう可能性があるなど、自分たちのばかばかしさを思い起こす教訓となっているのでしょう。自制が世の風潮であるとみられるなか、髪の毛を引っ張り、かんしゃくを起こし、涙を見せるなどの行動をとるのはイタリアのサッカー選手 (ユベントスのスーパースター) のみであるのかもしれませんが。

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。最終的な利率・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、その利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ござい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20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