



## トルコ式のお風呂

**中央銀行の話題が相次いだ一週間を終え、市場は霧が晴れるのを待っているかのようです。**

先進国市場にとっては比較的穏やかな一週間となった先週、市場の話題を独占したのはトルコでした。エルドアン大統領が中央銀行総裁を更迭するという予想外の決定をしたためです。今回解任されたアーバル前総裁の下、トルコ中央銀行は過去6か月間で800bps以上の利上げを実施し、インフレを押し下げる強い意志を示していました。市場はこのような動きを好感し、トルコ資産は上昇基調にありました。

しかし、エルドアン大統領自身は、政策金利の引き上げが経済見通しにもたらし兼ねない制約を踏まえ、利上げという発想を好んだことはありませんでした。実際、エルドアン氏（及び同氏の信奉者）は、高インフレは高金利の産物であるという見方を支持していました。これは明らかに多くの経済学の教科書に載っている理論ではありません！

結果として、アーバル氏が更迭され、後任としてカブジュオール氏が指名されたことは多くの投資家がトルコ資産から資金を引き揚げるきっかけとなりました。その先の展開として予想される高インフレや預金の取り付け騒ぎ、国際収支や財政危機などにつながり兼ねないとの警戒感が広がったためです。投資家がポジションの解消を急ぐ中、トルコの為替先渡レートは先週月曜日に20%近くも下落し、ソブリン債のスプレッドも150bps近く拡大しました。

他のエマージング市場（EM）への波及は限定的で、投資家の質への逃避傾向により、米国債利回りはやや低下しました。ただし、今回の危機が極めてトルコ特有の性質を持ち、海外の銀行の直接的なエクスポージャーも概ね限定的であったことから、他の市場での共通点や他の市場への影響は比較的軽微になると言えるでしょう。投資適格社債のスプレッドは、国債利回りが低下する中で指数レベルで見て小幅に拡大しましたが、株価指数が依然として最高値近辺にあることから、スプレッドの更なる拡大を促しかねない要因には乏しいように見受けられます。

2021年3月26日



**マーク・ダウディング**  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

## 経済見通しについて

一般的に言えば、今後数か月間のマクロ環境は引き続き非常に力強い米国経済成長一色になると見られます。米国経済は4-6月期に2桁の拡大を記録するほど勢いがありそうです。米国では、気候の改善と足並みを揃える形で経済活動が再開され、日常生活が取り戻されていくようです。市場では既に力強い内容の経済指標への期待が高まっており、結果として、米国債利回りの更に大幅な上昇は、インフレ率上昇に関するより確たる証拠が確認されるまでは抑制されるかもしれません。

しかし、強気の成長見通しが存在する中であって、その間、米国債利回りが低下する余地も限定的であるように思われます。したがって、流動性の低下が予想される四半期末及び日本の年度末が過ぎ去れば、リスク資産は幾らか恩恵を受ける可能性があるかとみています。とはいえながらも、いかなる上昇も継続的な米国債利回りの安定にかかっていると見られる中、見通しに高い確信度を持つことはやや困難になっています。

## 為替市場の方向性

唯一ここ最近で確信度を高めたエリアとしては、為替市場の方向性が挙げられ、今後数週間に亘って米ドル高となる可能性が高まったとみています。米ドルは2020年に大幅な下落を記録しましたが、成長における米国例外主義の回帰は、そのような米ドルのパフォーマンスに疑問符を付けます。米国とドイツの10年債利回りの差が200bpsとなる中、堅調な米国の経済指標を背景に、今後数か月でユーロは1ユーロ=1.15米ドルを突破して下落する可能性もあるとみています。

新型コロナウイルスの感染拡大の第三波が欧州各地を襲い、各国政府が再び行動制限や経済活動の制限を強化している中、欧州の成長予想は引き下げられるリスクがあり、米欧の経済成長格差は過去最も大きく拡大しかねない状況にあるとみています。

最終的には、EUがワクチン接種に関してしっかりと行動すると信じており、2021年末までには世界がワクチン供給であふれる状況も予想されます。しかし、ここ最近のワクチンの輸出を巡る失策や英国とのめめごとを見ていると、短期的には投資家心理がやや不安定な状態が続くことも予想されず。

## 広範な市場の動き

現時点では、ユーロ圏のソブリン債スプレッドはレンジ内の動きに留まっています。欧州中央銀行（ECB）によるパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の買入額の拡大は債券投資家に幾らか安心感をもたらしましたが、同時に12か月後にはPEPPの縮小が始まることも意識されており、現時点ではスプレッドが大幅に縮小することが難しくなっているようです。

社債市場でも同様の傾向が見られ、社債スプレッドはレンジ内の比較的タイトな水準で推移しています。超低金利環境下における利回りへの需要は早期に減退する兆しは見られず、社債には引き続き一定の需要が予想されます。しかし、需要を十分に満たす多くの新規発行がある中、指数レベルでのスプレッド水準はレンジ内に留まり、セクター及び銘柄レベルにより豊富な投資機会がありそうです。

その意味では、引き続き金融劣後債や事業ハイブリッド債を選好しています。盤石な投資適格の発行体の劣後債を購入することは、利回りを高めるための魅力的な手段であると考えており、発行市場と流通市場の双方で継続的に投資機会を探っていく方針です。

EMにおける投資家心理は、トルコの問題によってネガティブな影響を受けました。為替先渡市場の流動性が限られていることによって、当然のことながらロング・ポジションの保有継続を余儀なくされた投資家があり、ポートフォリオのリスクを他のポジションを通じて落とす必要が生じました。

また先週は、制裁リスクへの警戒感の高まりがロシア資産の重石となり、原油価格の下落も資源輸出国のパフォーマンスに幾らかネガティブな影響を与えました。結果として、EM外貨建て債の代表的な指数は年初来で4%程度下落しているほか、現地通貨建て債の指数も6.5%以上のマイナス・リターンとなっています。

個別国の話題に加えて、米国金利の上昇トレンドや米ドル高基調はともにエマージング経済にとって逆風となり得る要因であり、資金需要を海外からの資本流入に依存している国は特に影響を受けやすいとみています。とは言いながらも、グローバル経済の力強い回復は、最終的には大半のEMにとって好材料になるとみています。このような見方から、他の一部資産クラスのバリュエーションがやや論理に反する状況にある中で、EM資産のシクリカルかつバリュー資産的な側面を踏まえ、既に多くの悪材料が資産価格に織り込まれているとも言えそうです。

## 今後の見通し

この先は、イースター休暇を挟むやや短い一週間が予定されていますが、金曜日には米雇用統計に注目が集まります。米労働市場が本格的な軌道に乗り始める中、同統計は事前の市場予想を大きく上回る可能性もあるとみています。この先数か月間では、米非農業部門雇用者数変化が100万人超となる月も予想され、失業率は年末までに4%に低下する可能性もありそうです。

米国債利回りは4月に最高水準に達するとみていますが、5年債の5年フォワード・レートが既に2.5%を上回っている中、利回り水準に惹きつけられる投資家の存在によって、利回り上昇のペース及び上昇幅が一旦は抑制されるとみています。ただしそれも、数カ月後に、将来の低インフレ率に関する市場の慢心が疑問視され始めるまでのことであると予想しています。

4月から新たな四半期に突入すれば、リスク資産への需要が再び見られる可能性もありますが、社債及び国債のスプレッドは概ねレンジ内の動きに留まると予想しています。仮に、為替市場が最もバリュエーションの正常化の余地を残した市場であるとのブルーベイの見方が正しければ、為替市場ではより大きな動きが見られても不思議ではないでしょう。

過去数日間の出来事は、EM関連資産のリスク及び投資機会を改めて浮き彫りにする教訓であったと捉えています。

トルコに関してはまるで、トルコの観光名所である公衆浴場（ハمام）を訪れたら殴打され、サウナルームで霧が晴れるのを待っているかのように感じられるかもしれません。しかし、先進国では金利がかなり低水準にあり、多くの資産クラスのバリュエーションが極めて高いと見られる中、投資機会を発掘することは引き続き魅力的であると考えます。とりわけ、ファンダメンタルズが伴わないと見られる価格下落や、波及リスクへの警戒感のみによる価格下落であれば尚更です。ハمامを出るときはいつも心身ともに洗い流されたような清潔感が感じられるものですが、それは今回のイベントを経た金融市場にも当てはまるかもしれません。

## ディスクレームー

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主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、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、当社の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