

## 市場アップデートー2018年5月3日-

### 需給要因の奴隷となる

個別要因に加え、需給面での下押し圧力、米ドル高基調がエマージング資産の下落につながっていますが、ファンダメンタルズは依然として堅固であると考えています。



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

先週は、4月に入って以降軟調なパフォーマンスが続いていたエマージング（EM）市場に更なる一層の下押し圧力が掛かりました。ブルーベイでは多くの点から、この市場動向を驚きとともに受け止めています。経済指標は引き続き堅調なグローバル経済を示し、パッとしなかったかもしれませんが着実な伸びを見せた1-3月期を経て、経済活動も4-6月期に活発化していくと見られます。財政政策は引き続き緩和的で、特段目新しい材料に欠けた先週の米連邦公開市場委員会（FOMC）でも確認されたように、金融政策についても概ね穏やかな環境が続いており、実質的には米欧の中央銀行がともに自動運転モードにあると捉えています。朝鮮半島などにおける地政学的懸念も急速に収まりつつあると見られ、ロシアでも、3月に英国で発生したロシア人元スパイ殺害未遂事件にウクライナが関与していたとの疑惑が政界で広がっていることは、モスクワにおける憤りを表している証拠とも見られ、緊張は徐々に緩和し始めているとみられます。こうした動きにも関わらずEM資産は下落しましたが、これには複数の国における個別要因に加え、米ドル高基調が本格化するとの懸念が相まったためであると見られ、結果としてEM現地通貨建て資産が特に弱含む展開となりました。EM特化型ではないファンドが依然として多くのEM資産を保有していると思われ、足元でこれらの「観光目的の」投資家が、今年初めの段階でパフォーマンスに貢献していたEM資産を手放す傾向が高まり、売り圧力に拍車を掛けていると見られます。過去の経験に基づき、このような需給面での下押し圧力が高まる局面では、投資家のポジションが非常に明確になるとともに、その後より方向性を持った価格動向となる場合があるとみています。しかしながら短期的にはこのようなトレンドがどれだけ長期化するかを見極めることは困難であると見られます。

“極論を言えば、英国が「貿易及び国際主義の英国」から「ブレグジットで小さくなったイングランド」となることを国際主義者が明確に望み始めるにつれ、ボリス・ジョンソン氏のような政治家がブレグジットの完全なる撤回を唱え出したとしてもおかしくないと考えています。”

米ドル高基調の高まりは米国株式市場にも圧力を与えています。これまでのところ発表されている企業業績は概ね堅調ですが、米ドル高が米国株式よりもグローバル株式の追い風になっていることは興味深い傾向と言えるでしょう。一方で、社債市場の価格動向は相対的に落ち着いています。企業のM&A(合併・買収)活動の活発化は新規発行増のリスクが継続することを示唆していますが、社債市場は全般的に2月及び3月の軟調なパフォーマンスから回復基調にあり、結果として過去数か月に亘って社債市場とEM市場のパフォーマンスのディカップリング傾向が強まっている状況です。ただしブルーベイではこのような状況が

続くことには懐疑的で、最終的にはビジネス・サイクルや政策及び金利動向が全てのリスク資産に同様に影響をもたらすと考えています。

先週ブリュッセルで行った政策担当者とのミーティングは、我々の英国資産に対する中長期的に弱気な見方を後押しする内容でした。主要担当者は現段階で英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)が無事着地するまでの確たる道筋を描けておらず、むしろ英国に刻一刻と迫り来る現実に関する無垢な認識が多く存在していると見られます。交渉は平行線を辿っており、早期に何らかの結果に結びつくとは見られません。また保守党内での混乱の結果として、EUにとっては交渉を行うべく相手が不在のように映り、解決策を自ら見出すよう英国側に求めると見られます。その意味で、10月に予定されているサミットを前に、EU側は英国側に「移行期間の合意」を英国の判断で採用するよう言い渡すと見られます。ただしEU側は英国の政治家の愚かさの身代わりになることは避けたいとの意向から、今後数か月間で英国国民に対して直接的に案を提示する可能性が高いとみています。EUからの離脱を急ぐことは、後世に亘って英国に悪影響をもたらすとみていますが、移行期間においてもすでに痛手を被ることになるとみられます。例えば、カナダの政策担当者との話し合いで明らかになったことですが、移行期間においてすでに非EU加盟国とEU加盟国との取引協定が英国に適用されなくなる可能性があり、これは英国側ではそれほど認識されていません。

さらに、過去30年以上に亘ってEUの水準に全て合わせてきたため、貿易交渉となった場合、英国内にその専門家がほとんど存在していないということにも触れておく必要があるでしょう。貿易に関する経験がほとんど浅い若手の担当者が業務を習得している最中で、英国の弱い手の内が見て取れる他国の交渉担当者はリスクを指摘し始めています。例を挙げれば、英国は来年3月に有効となるEUと米国のオープンスカイ協定の対象外となる可能性が十分にあります。英国が米国との間で単独にオープンスカイ協定を合意にこぎつけたとしても、英国にとって不利になる可能性が高いと言えます。各国が英国を相手に、自国の産業や労働市場を守るために有利に交渉を進めようとしていることに英国政府は気が付いていないと見られます。夏場以降いつかの段階で、これらの状況が一般的に認識されるときが訪れるとみています。ただし現段階では、英国は崖っ淵に向かって夢遊している状況で、一般庶民が大きな影響を実感して初めて英国は眠りから覚め、方向が転換される可能性が生まれることでしょう。極論を言えば、英国が「貿易及び国際主義の英国」から「ブレグジットで小さくなったイングランド」となることを国際主義者が明確に望み始めるにつれ、ボリス・ジョンソン氏のような政治家がブレグジットの完全なる撤回を唱え出したとしてもおかしくないと考えています。ただし、最終的に同氏が「ミスター急転換」だとしても、現段階ではそれまでの道のりは長いと言えるでしょう。

需給面での市場の下押し圧力は、今後数日間で落ち着くとの期待を持っています。金融市場では、軟調な価格動向に沿った物語を見つけようとする傾向もありますが、直近の市場下落を説明すべくファンダメンタルズ面での要因は見当たらないと考えています。1月末から述べている通り、足元で主要金利はレンジ内の動きを続けると見えています。ファンダメンタルズに大きな変化が見られないことを踏まえれば、ボラティリティの高まりは脅威ではなくむしろ投資機会ととらえることが賢明であると考えます。カニエ・ウエストの「奴隷制度は選択肢」発言しながら、EM資産のようなリスク資産は足元で需給要因の奴隷となることを選択していると見られますが、ブルーベイでは本格的な下落相場の始まりではなく、一時的なスコールであると捉えています。カニエ・ウエストがプロデュースするスニーカーのYeezy(イージー)を履いて、easy(イージー) does it; あわてず慎重なアプローチ、をとっています。

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5月3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