



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2017年6月9日

予想外の選挙結果で英国は混乱



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チーム共同ヘッド

中東での緊張が高まるなか、ブレグジットの交渉は宙に浮いた状態です

昨年6月の国民投票の結果に続き、英国では再び多くの人の予想を覆す選挙結果がみられ、ハング・パーラメントが地域間及び世代間の分断をもたらすこととなりました。選挙結果の最初の評価として、メイ首相は退任する可能性が高く、連立で過半数を形成する余地がほとんどないと見られるなか、おそらく近いうちに新たな選挙が行われると見られます。通常であればそのような見通しに過度に反応することは控えたいと思うかもしれませんが、ブレグジットの期限が迫るなか、英国は憲法上困難な立ち位置にいると見られます。ブルーベイでは引き続き英国債及び英ポンドに対してネガティブな見方を維持しており、経済的及び政治的に堅固なユーロ圏と脆弱で不安定な英国は対照的であると見ています。今回の選挙結果は最終的にハード・ブレグジットの可能性を低下させるかもしれませんが、非常に短期的に見れば、財政及び経常収支の双子の赤字を抱え、継続的に海外投資を呼び込むことに依存する国を、世界中の投資家は嫌気すると予想しています。

一方ユーロ圏では、ドラギ欧州中央銀行(ECB)総裁が先週のECB会合において継続的な資産購入に対する前向きな姿勢を強調し、引き続きハト派なメッセージを発信しました。成長見通しは小幅に上方修正された一方、インフレは下方修正されました。またECBは足元のリスク評価を中立に変更したものの、政策が今にも引き締め方向に動くであろう兆候を期待していた投資家にとってはやや落胆を誘う内容でした。ブルーベイでは、ECBがペースを落としながらも2018年を通して資産購入を継続し、四半期見通しが次に更新される予定の9月の会合でその旨発表があると予想しています。全般的に見て、ユーロ圏は成長見通しの改善や低位に留まるインフレ率、緩和的な政策及び政治リスクの後退による恩恵を受けており、ユーロ圏の資産の支援材料となっています。

政治的な話題を挙げると、先週行った政策担当者との会合は、フランスドイツ間の親交関係の強化を再び示唆する内容でした。具体的には、マクロン氏がドイツ語が堪能な代議士のチームを立ち上げ、ユーロ圏の中核的存在として再びフランスドイツ間の関係強化に向けた土台を固めていると見られます。ブルーベイでは域内の財政上のより一層の協調や、共通の債券発行のためのプロセスが、今後数か月間で欧州にとって重要なステップになると見ています。特に短期的には、フランスで予定されている議会選挙においては、マクロン氏率いる共和国前進が圧勝し、マクロン氏の陣営は強化されると見られます。さらに南方では、先週イタリアにおける政治的進展にも投資家の注目が集まりました。ブルーベイでは引き続き総選挙がイタリアの欧州連合(EU)離脱(イタレグジット)を巡る国民投票につながるのを見方に否定的で、ギリシャのシリザや、より最近ではフランスの国民戦線のようなポピュリスト政党に見られた例と同様、五つ星運動はEUに対する姿勢を軟化させると見ています。国民戦線は今年の選挙でのルペン氏の残念な結果を招く主因となった、フランスのEU離脱

(フレグジット)の概念をマニフェストから外しました。

これらを総合的に勘案すれば、穏やかでボラティリティが低く、キャリートレードに適した投資環境にあると見えています

その他の地域では、サウジアラビアとカタールの劇的な国交断絶のニュースを受け、先週は地政学リスクが再び表面化しました。これに関しては、トランプ米大統領の直近の Riyadh 訪問を踏まえ、サウジアラビア政権がイランとの関係性及び中東地域における政治的及び武装集団を支援していたとしてカタールとの断交を行う焦燥に駆られたと受け止めることが出来ます。同地域内で自らの実力以上の存在を示そうとしてきた国にとって、短期的に痛い仕打ちになると見られます。しかし、トルコが中立的な立場を取っていることから、イラン、ロシア、米国が中東地域の力関係に関与した場合は、より大きな問題に発展する可能性があります。対立が激化した場合多くの国で失うものが大きいことから、当面の間はこのリスクはそれほど高くないと考えています。ただし同地域で見られる状況は、投資リスク・リターン観点から中東及び湾岸諸国は投資妙味に欠けるとのブルーベイの見方を裏付けするものです。したがって、財政状況が継続的に悪化しているサウジアラビアの通貨リアルショート・ポジションはヘッジ・ポジションとして魅力的であると考えています。

中東でのイベントにも関わらず、コミー前米連邦捜査局(FBI)長官の議会証言において大きな波乱がなかったことから、質への逃避需要が減退しました。その結果、米国株式市場は依然として最高値近辺で維持し、クレジット債のスプレッドも縮小しました。欧州では、スペインのポプラール・エスパニョル銀行がサンタンデール銀行によって買収され、同行の普通株式及び劣後債の評価が切り下げられたことに市場の注目が集まりました。以前では、Tier1債及びTier2債の保有者が保有していた債券の価格をゼロに切り下げられたとのニュースは市場全体に影響を及ぼしていたと見られますが、投資家は今回のイベントを、金融危機後の域内の危機管理システムが想定通り機能しているを受け止めたと見られ、短期的な下落ののち、劣後債及び株式はその日の取引時間内に回復しました。ブルーベイではユーロ圏の金融劣後債に対する前向きな見方を維持しており、ポプラール・エスパニョル銀行の例からもわかる通り、足元で取引されているTier2債に対するスプレッド水準は縮小の余地があると見えています。

来週は重要なFOMC会合が予定されていますが、特筆すべきことは、ここ最近の株式市場の上昇及び米ドルの下落がともに、今日の広範な金融市場がFRBが利上げを行った昨年12月の時点と比較して全般的に緩和的であるということを示唆しているということです。ブルーベイでは、引き続き今回の会合での利上げは既定路線であると見ており、3月と比較するとそれほど大きなドットチャートの変更は行われないと予想しています。さらに今年7月から来年末までに4回の利上げを予想していますが、市場ではこのうち1回の利上げしか織り込まれておらず、結果として市場にタカ派なサプライズが起きてもおかしくないと考えています。もちろんイエレン議長がよりハト派な姿勢を取り、低位に留まるインフレに着目する可能性もあります。ただしECBとは対照的にFRBが直面しているのは失業率が4.3%、つまりほぼ完全雇用の状態でありながら実質金利がマイナス圏にある米経済です。これらを総合的に勘案すれば、穏やかでボラティリティが低く、キャリートレードに適した投資環境にあると見えています。この見通しにおいて米金利上昇は引き続き最も大きなリスク要因であると見ており、来週の市場を見据えるにあたり、イエレン議長がゴルディロックスな市場環境を妨げる行動を起こすか、もしくは引き続き太陽が輝く夏を心待ちに出来るか、という質問に対する答えが得られればと考えています。

■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。

エマーゼン債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマーゼン債オポチュニティ戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、エマーゼン社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、イベント・ドリブン・クレジット戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（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（2017年6月12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