



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2017年10月10日

カタルーニャの問いかけ

—欧州市場はやや苦戦も、多くの市場はレンジ内の動き—



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

カタルーニャ自治州は最終的には独立を思いとどまると考えていますが、問題の結論が出るまでにはやや時間が掛かるかもしれません。

先週のグローバル債券市場は概ね穏やかな価格動向となりました。米ISM製造業景況指数は引き続き堅調な米経済状況を示しましたが、投資家の間では、次期米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長に関する様々な憶測が広がっており、より注目を集める展開となっています。ホワイトハウスのコメントからは、今後数週間でより明白な方向が示されると見られますが、現段階では候補者がタカ派寄りかハト派寄りかという基準に沿って精査されている状況です。ブルーベイでは、トランプ米大統領が規制緩和を好む候補者で、自身が影響力を保持できる候補者を選好すると予想しています。したがって、イエレンFRB議長が再任する可能性は低いと見られますが、現段階で有力候補とされているその他のメンバーはイエレン氏と比較してハト派色が薄いと言えます。たとえば、ケヴィン・ウォルシュ氏が指名された場合、米国債利回りは20bps程度上昇する可能性があると考えています。ただし今後の金利見通しに最終的により大きな影響力を持つのは、次期FRB議長の人格ではなく経済ファンダメンタルズであると見ています。

欧州で先週最も注目を集めたのは、スペイン・カタルーニャ自治州の独立の是非を問う住民投票でした。投票を阻止するために中央政府が強引な手段を用いたことは不快な映像としてTVに映し出され、独立賛成派にとってはある種の勝利した感覚を与えたかもしれません。ただし、カタルーニャ自治州の独立(カタレグジット)の現実的な道筋は依然として見えず、最終的にはスペイン国内におけるカタルーニャ自治州の自治権拡大につながる交渉が開始される可能性が高いと見ています。ここで強調したいのは、独立の是非を問う住民投票の実施はスペイン国憲法では認められておらず、さらに世論調査では実際に独立に賛成しているのはカタルーニャ州の人口の40%程度であるとされており、前回の総選挙における独立賛成派の政党の得票率は半数を下回っていたとされていることです。さらに先週行われた住民投票では、広範な不正投票の事例が見られました。中には異なる投票所で10回以上の投票を行うことが出来ることをソーシャル・メディア上で誇示する事例も見られました。明らかに今回投票出来なかった有権者も多く、閉鎖を余儀なくされた投票所もあったと見られますが、最終的に10月1日に行われた住民投票は法的効力を持たず、カタルーニャ自治州が一方的に独立を宣言したとしても、彼らはスペイン政府はこれを許容しないことを理解しており、カタルーニャ州で解散総選挙が行われることになると見ています。

“先週行われた住民投票では、広範な不正投票の事例が見られました。中には異なる投票所で10回以上の投票を行うことが出来ることをソーシャル・メディア上で誇示する事例も見られました。”

その意味で、独立賛成派の政党は今回の対立及びそれに対する同情が支持票につながることを祈るかもしれませんが、カタルーニャ州全体の問題の結論が早期に出る可能性は低いと見ています。最終的には中央政府との対話が必要ですが、ラホイ政権が強硬な姿勢を見せていることを踏まえ、対話が実現するためにはまず政権交代が必要になると見られます(現政権は予算案成立に向け議会過半数を有していないため総選挙の可能性はあります)。スペイン北部・バスク地方の例はカタルーニャ州の将来を映し出していると言えるかもしれません。バスク地方は元来独立志向が強かったものの、同地域は常に自治州としてスペイン国内に留まりながら、他の自治権と比較して自治権や財政上の自由裁量権の拡大を享受してきました。今後長い時間をかけて、カタルーニャ自治州も同様の条件を獲得すると見ていますが、投票によって欧州連合(EU)及びユーロ脱退を決めるという完全独立を思い留まらせることが出来なかった場合は、ブレグジットが簡単なものに思えるほど泥沼化する可能性があります。もっと言えば、カタルーニャ州に本拠を置くサッカーチームのバルセロナがスペイン一部リーグから追い出されることになることを考えただけでも、結末がどれほど信じ難く極端なことであるかがわかるでしょう。したがって、スペインがカタルーニャ州の債務支払いの意思を継続的に示していることを踏まえれば、足元でスプレッドが400bpsを上回るカタルーニャ州の債券には投資妙味があると見ています。

先週はスペインでの出来事を背景に、欧州周辺国国債は軟調で、欧州社債のスプレッドも小幅に拡大しました。対照的に、米国社債は先月の利回り上昇を背景に投資家の需要を集め、スプレッドは縮小しました。より広範に見ると、多くの市場がレンジ内の動きに留まり、中国市場の休場などにより市場のボラティリティは低位で推移しました。EU担当者の発言は、ブレグジット交渉が行き詰まっていることを示唆しましたが、保守党党大会での傷ついたメイ首相の痛々しい(咳き込んだ)姿を見ると、交渉期限が迫る中でも英国側から新たな動きがあるとは考えづらい状況です。その他の市場では米自治領プエルトリコのデフォルト見通しが地方債の投資家にとって懸念材料となっていると見られますが、同地域の状況が広範な市場に与える影響は限定的であると見ています。

今後の見通しとして、米国では先週金曜日に雇用統計が発表されましたが、ハリケーンによる影響が反映されているため今回の統計を通常通り評価することは難しい状況です。統計上のゆがみを踏まえ、中長期的な米経済に対する前向きな見方を大きく変更させる内容ではなかったと捉えています。したがって、今後数日間は市場の価格変動がレンジ内に留まる可能性があり、VIX指数で見た市場ボラティリティも低位に留まる可能性があることを踏まえれば、債券及び為替市場がより方向性を持った動きをするためには、米税制改革や次期FRB議長などに関する見通しがより明確になる必要があると見られます。その他では、英国関連の報道も注目を集めると見ています。ブルーベイでは次回ブレグジット交渉が行き詰まったまま終わりを迎え、ハード・ブレグジットに対する懸念が再燃する可能性があると考えています。一方で、メイ首相に関しても、明らかに後任がない状況でなければ支持が獲得できない状況で、政府がひどい状況に陥る可能性があると考えられます。

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（2017年10月10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