



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

## イタリア国民投票の結果を受けて－2016年12月6日

### 市場への影響

イタリアの国民投票の結果は”No”となりましたが、これはイタリアの政治改革が行き詰ったことを意味していると考えています。レンツィ首相は下院の権限を維持して上院の権限を弱めるという結果を望んでいました。しかし、国民投票でこのことが否決されたことで、現状が維持されることとなりました。イタリアの問題は、政治システムによって政府の弱体化そして確固たるリーダーの不在を招いていることです。経済状況は悪化を続ける一方で債務は膨らんでおり、長期的な財政の維持への懸念が募っています。しかし、英国のEU離脱(ブレグジット)のようなイベントとは異なり、イタリアの国民投票の結果は、不確かな状況への急転ではなく、現状維持を意味しています。

市場への影響も限定的で、”No”という結果を市場は予想していたと思われます。実際、ドイツ国債及び欧州株式は上昇が見られました。イタリア10年国債の一日のスプレッド拡大幅は3bpsとなりましたが、先週半ばの水準よりもスプレッドはタイトです。ユーロは2015年3月以来の安値に下げる場面もあったものの、その後反発がみられ、イタリアの国民投票の影響は限定的な状況に留まりました。この市場の動きから、英国のEU離脱(ブレグジット)の時とは異なり、市場はワーストケース・シナリオを織り込んでいたと見られ、むしろ”Yes”の結果となった場合のほうが政治的に大きなサプライズになるという予想に沿ったものとなりました。現段階では、レンツィ氏もたらした大きな混乱ではなく、エスプレツォ・カップの中の嵐として捉えられたと考えています。

### 今後の見通しと投資方針

今後については、マッタレッラ大統領のもとで新たな政権が樹立されるとみており、グラッソ上院議長及びパドアン経済財務相が首相の有力候補となっています。早期に総選挙が行われることはリスクとなり得ますが、この可能性は低いと考えています。五つ星運動が世論調査で最も支持を集めている中で、他政党にとっては2017年に総選挙を行うインセンティブはないでしょう。下院で第一党となった政党が明確に過半数を得て安定した政権となるように、その党にボーナスの議席を与えるようにした現在の選挙制度(Italicum)を巡っては憲法裁判所での判決を待っており、さらに広範な政治面からの疑問が投げかけられています。概して、イタリアの政治システムは混乱しており、下院と上院選挙が異なるシステムで実施されることから、勝者が二分する可能性が高いと考えています。そのため、次回の2018年の総選挙まで暫定政権が続くものとみています。こうした進展はイタリアの信用力にとってマイナスに働くという見方も出来ませんが、これは喫緊の問題ではなく慢性的なものであると考えています。こうしたことからイタリア国債のドイツ国債に対するスプレッドは150から200bpsのレンジで推移すると考えており、150bpsを下回った場合にはポジションを売却し、200bpsを上回った場合にはポジションを積み増す方針です。

イタリアの銀行に関して言えば、国民投票の失敗により、モンテ・パスキ銀行が資本増強を成功裏に行うことがますます難しくなったと考えています。しかし、公的資金を利用した資本注入に対して政治の不透明感を言い訳とした場合、これが逆に一種のオブラートとなるかもしれません。別の角度から考えると、欧州中央銀行(ECB)はイタリア政治が弱体化して不安定である中で、解決を強要して個人の債権者に元本の減免を強いる可能性は低いと見ています。過去に欧州当局が難しい決断を先送りしてきたことは何度も見てきており、イタリアの銀行問題に対しても同様の措置が取られるものと予想しています。それでもイタリアでの預金からの逃避というリスクはECBが気を付けて扱わなければいけないものであると考えています。状況がより明らかになるまでは、モンテ・パスキ及びイタリアの銀行全般についてリスクを取ることに由るメリットは小さいとみています。

#### ■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となります。

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（2016年12月6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。