



2018年1月25日

通商政策に注目—市場は岐路に差し掛かる—

グローバルの経済成長は足並みを揃えて加速している兆しが見られ、投資家心理の改善、金融状況の緩和、資産価格の上昇という好循環を引き起こしているようです。この勢いを妨げる可能性がある重要な変数としてかねてよりインフレ率を挙げていましたが、これまでのところインフレ率は各中央銀行の目標に沿った緩やかな上昇に留まっており、中央銀行は政策金利について選択肢を有しているようです。ただし経済成長の勢いを踏まえ、穏やかな投資環境の持続性に疑問を抱き始めています。これまで多くのフライングがありましたが、今回に関しては、インフレ率上昇を裏付ける多くの証拠が確実に存在していると言っても過言ではないと考えます。



アンソニー・ケトル
エマージング債チーム(社債)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

グローバル市場での出来事

昨年の市場ではグローバルの通商政策が主な変動要因になると見ていましたが、予想に反して穏やかな取引環境が続きました。ただしここへきて、通商政策が今年の投資テーマになる可能性が出てきました。そしてその兆候は既に見られています。

トランプ米政権は今週月曜日、米国に輸入される太陽光パネルや洗濯機の関税を引き上げる決定を下し、「米国第一主義（アメリカ・ファースト）」を実行に移すための強硬手段に出ました。今回の政策による影響に関して意見は分かれています。特に雇用創出や国内の価格形成に与える影響に関しては、異なる意見が飛び交っています。米国の大手輸出企業に関しては、今回の報道を受けた株価の動きは限定的でしたが、中小企業では株価が7%近く下落した例も見られました。マクロ経済動向は足元で概ね落ち着いており、短期的にはダボス会議や一般教書演説など、トランプ米大統領のメディアへの露出が増えると思われています。いずれにせよ、グローバルの通商政策及び保護主義政策は、今後数週間の市場の主要トピックになると見ています。

エマージング市場での出来事

中国：昨年10-12月期のGDP（国内総生産）が市場予想を上回る内容となったほか、その他の経済指標も軒並み中国経済の良好な成長モメンタムを示す内容となりました。

メキシコ：北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉に関連したムードが和らぎ、メキシコ・ペソは堅調に推移しました。この流れは、米国がアジアを標的に関税を引き上げる動きを見せていることとは対照的であったと言えます。

南アフリカ：中央銀行が金融政策決定会合において政策金利を据え置いたことや、ズマ大統領が退陣に追い込まれる可能性が浮上したことなどから、南アフリカの現地通貨建て資産は堅調に推移しました。

トルコ：エルドアン大統領がシリアとの国境付近における米国の（クルド勢力を支援する）軍事攻撃を非難し、シリアへの軍事侵攻を開始しました。これを受けて、トルコ資産は軟調となりました。

ロシア：近い将来ロシアの半官半民企業や財閥、さらにはロシアの外貨建て債務に対して科される可能性のある経済制裁の手法に言及した米財務省のレポートを背景に、ロシア資産は再び苦戦しました。

ブラジル：控訴裁判所がルラ元大統領の汚職関連の有罪判決を全会一致で支持するとの期待が高まるなか、ブラジル・レアルは上昇しました。結果として控訴裁判所は有罪判決を支持し、これによりルラ氏が今年予定されている

大統領選に出馬することが困難となりました。ルラ氏は現段階で世論調査に基づく支持率がトップとなっていました。

新発債市場：ブラジルが長期債を発行したほか、カタールが複数トランシェの起債を行い、中東地域からの巨額の新規発行の流れが続きました。

エマージング社債市場での出来事

- アジアの資源取引会社であるノーブル・グループについて、中国の複合企業が同社の経営権獲得に興味を示しているとの報道がありました。同社がバランスシート上多くの負債を抱えていることを踏まえ、投資家はこの報道を好感し、ノーブルの株価及び債券価格は大きく上昇しました。
- 石油輸出国機構（OPEC）のレポートにより、ベネズエラ石油公社（PDVSA）及びベネズエラの産油量が大きく減少していることがわかりました。12月は前年比二桁の減少となり、政権交代に対する圧力及び期待の高まりを後押ししました。ベネズエラ及びPDVSA債券は20セント後半近辺を維持しています。
- メキシコ石油公社（ペメックス）が投資家向けのロードショーを開始したと同時に、日本の複合企業との石油精錬所拡大に関する覚書に署名したとの報道がありました。メキシコでは今年選挙が予定されていますが、今回の報道はメキシコにおいてエネルギー改革が依然として進展しているとの兆候であり、海外投資家がメキシコのエネルギー産業に可能性を見出していることの表れであると見られます。

今後の見通し

金融市場は引き続き年初来での良好な流れを維持しており、多くの運用者がリスク資産の上昇や主要国金利の上昇による恩恵を受けていると見られます。堅調なパフォーマンスの背景としてファンダメンタルズの改善が大きく寄与していると思われるものの、投資家が市場下落のきっかけを探そうとするなかで、一旦小休止が入る可能性もあります。インフレ率、そして今では保護主義貿易がそのきっかけの最有力候補となるでしょう。クレジット債市場では、金利が上昇する中でスプレッドはこれまでのところ概ね安定的に推移していますが、金利が継続的に上昇した場合には、市場の許容度にも限界があると見ています。ここ数日間で、投資家の懸念の最初の兆候が見られました。またここ最近で新規発行が大きく増加しているため、年初と比較して投資家の保有債券のデュレーションは長期化していると言えます。

これら全てを踏まえると、主要金利がカギとなる水準にあり、スプレッドが年初来で大きく縮小しているなか、穏やかなインフレ率や通商環境が試され、市場は重要な岐路に差し掛かっていると言えるでしょう。最終的には、グローバル経済の成長見通しの改善が市場の重要な下支えとして機能し、調整は小幅及び一時的なものに留まると見ているものの、年初来の良好なパフォーマンスを踏まえ、非常に短期的にはポートフォリオのリスクを削減することがテーマになると見ています。

■手数料等

当社の提供する投資一任契約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。

エマーゼンソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーゼン社債戦略：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1月25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