

市場アップデート – 2018年4月5日 –

新たなボラティリティ環境下での投資

市場が新たなボラティリティ時代に適応するなか、トランプ米大統領のつばやきや貿易戦争に対する警戒感、ハイテク株主導の市場の混乱などの中から魅力的な投資先を発掘していくことが一層重要になっていくと見えています。



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

イースター休暇を挟みながらも、株式市場では変動性が高い状態が続き、主にリテール投資家からの資金流出などを背景に、いわゆる「FAANG」株（フェイスブック、アマゾン・ドット・コム、アップル、ネットフリックス、グーグル親会社アルファベット）に代表される米ハイテク株が下落を主導する展開となりました。実際、S&P500 種指数のボラティリティは過去 10 年間で見て 3 番目に高い水準に留まっていることにはなりますが、取引高は過去の市場混乱時と比較してやや低調です。先週注目を集めたニュースのほとんどが個別銘柄に関連した内容で、自動運転車両の安全性に関する懸念やアマゾンの事業慣習を標的としたトランプ氏のツイートなど広範な内容に及びました。経済成長モメンタムは引き続き堅固であると見ており、今後数週間でボラティリティは低下基調になると予想しています。ただし、金融市場のボラティリティが年初に底打ちしたことが次第に明確になるとともに、市場参加者がこの「ニュー・ノーマル」に適応するために依然として苦心するなか、市場の動揺は投資家が徐々に慣れていく必要がある状態であると考えています。

そのような中、ここ 2 週間で米国及び欧州の主要国債利回りは低下しました。先物市場では 2018 年に残り 2 回の米連邦準備制度理事会（FRB）利上げが織り込まれているものの、米短期金利のショート・ポジションは解消しています。引き続き、中長期的にははるかに高水準まで金利が上昇すると見ているものの、金利デフレーションについては足元でそれほどリスクを取っていません。年初にはリスク資産のロング・ポジションに対して金利のショート・ポジションは有効なヘッジ手段になると考えていましたが、その後相関が変化した結果、株価の更なる下落は投資家の質への逃避傾向に伴う利回りの低下につながる可能性があると考えられます。そのような状態は基本シナリオとは考えていないものの、米金利のショート・ポジションに関しては今後より魅力的なエントリー・ポイントが訪れる可能性があり、その意味で市場のボラティリティの高まりを有効に活用していくつもりです。

“他のリスク資産のトレンドとは異なり、年初来で多くの欧州周辺国のスプレッドが縮小していることは興味深いと考えています。”

ユーロ圏では、イタリアにおける政治的進展に対して概ね楽観的な見通しを維持しており、選挙前の時点から利回りが既に 25bps 程度低下しているなか、スプレッド拡大を見込んでイタリア国債のショート・ポジションを保有してきた投資家にとってはフラストレーションが溜まる状況になっていると考えられます。イタリアの欧州連合(EU)加盟の是非を巡る国民投票は当面行われる可能性が低いと見ており、ユーロ圏が崩壊するリスクも引き続き後退していると考えています。他のリスク資産のトレンドとは異なり、年初来で多くの欧州周辺国のスプレッドが縮小していることは興味深いと見ており、とりわけポルトガルスのスプレッド

の約3倍のスプレッド水準を提供するギリシャ国債が引き続き最も魅力的な投資対象の一つであると考えています。ギリシャに関しては、ギリシャにおける改革の進展と公的部門の債務免除を紐づけるフランス及び欧州安定メカニズム（ESM）による提案は、ブルーベイが直近のブリュッセル訪問時に抱いた印象と一致しており、今年夏頃までには債務交渉で何らかの合意にこぎつけることが出来ると見えています。堅調な経済成長や黒字に転換している基礎的財政収支、ユーロ諸国からの支援を踏まえ、今後数か月間でギリシャ国債の更なる格上げ及びスプレッド縮小が期待できると考えています。さらに、ギリシャに代表される高利回り国のロング・ポジションは、トランプ氏のツイートや貿易戦争に対する警戒感、ハイテク株のボラティリティ上昇などに伴う市場の混乱からはかけ離れた動きをしていたことも特筆すべきであると考えます。

一方で、ボラティリティの上昇は引き続き社債のパフォーマンスに逆風要因となりました。理論的には、ボラティリティはスプレッドのフェア・バリューを決定づけるモデルの構成要素の一つであり、依然として多くの新規発行が見られるなか、発行市場の動きが流通市場に影響を与えています。ただし、このような価格動向は概ね収束しつつあると見ており経済状況の悪化、（ブルーベイが基本シナリオとはしていない）が見られない限り、社債のファンダメンタルズは底堅いと考えています。金融セクターでは、HSBC 銀行やソシエテ・ジェネラルの追加的 Tier1 債（AT1）の利回りが 6.5%近くと引き続き魅力的で、ベースとなる国債利回りが上昇しないのであれば、近い将来利回りへの需要が再び高まる局面が訪れると考えています。

今後の見通しとして、市場の混乱は概ね落ち着くと見っていますが、ボラティリティが2017年に見られた水準まですぐには低下しないことは明らかであるようです。リスク資産の価格動向は不安定な状況が続く可能性があるものの、最終的には堅固な経済状況や緩和的な財政及び金融政策が投資家に安心感をもたらすと見えています。投資家がポジション解消を行った場合の困難な状況を想定して、可能な限り市場のコンセンサスとなっているポジションを回避する方針です。その意味で、多くのマクロヘッジファンドの運用者が、イタリア国債のショート・ポジションを選好していることは興味深いと考えます。一般的に、これらのファンドの欧州周辺国への投資実績は芳しくなく、近いうちに好転することも想定しづらいと見えています。より広範に見れば、株式市場のボラティリティに関わらず、毎日のパフォーマンスは比較的穏やかな動きとなっており、足元のポートフォリオのリスク水準に概ね満足しているとともに、市場が落ち着きを取り戻せばスプレッドは縮小に向かうと予想しています。1-3月期のパフォーマンスを振り返り、FAANG株の影響が今にも及ぶかもしれないと警戒する必要なく、債券市場における適切な資産クラスでクレジット・リスクのロング・ポジションを取ることは可能であるという事実にも勇気づけられています。ある意味では、FAANG株のように誰かに噛みつかれないように、シートベルトをして、大人しく今の投資を続ける場面のように思います。

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4月5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