

市場アップデート – 2018年4月12日 –

ロシア・ルーレット

地政学的リスクは高まっていますが、前向きな見通しを維持しています。



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

先週は、地政学的緊張の高まりが市場を左右し、米国はロシアに対する更なる経済制裁を発表するとともに、シリアでの化学兵器による攻撃に対して軍事的な準備をしていることを発表しました。ロシアと西側諸国との関係悪化が加速している中で、ロシアの資産価格は急落しました。米国政府は、経済制裁対象のロシア人が過半数を保有する企業との米ドルでのビジネスを行うことが実質的に出来なくなるような法的措置を取りました。特に、オレグ・デリパスカ氏が保有するアルミニウム製造会社であるルサル（Rusal）は最も大きな影響を受けました。同社はベンダー・ファイナンスを含めて 76 億米ドルの債務があり、ブルームバーグといった情報ベンダーでも債券価格が取得可能な発行体です。この米国の行動に市場参加者は驚き、さらなる緊張の高まりによって他の企業に対しても同様の措置が取られ、あらゆるロシア資産は安全ではなさそうだという懸念が広まったことがロシア資産の売り圧力につながりました。ルサルに話を戻すと、アルミニウム価格は 10% 上昇し、米国のアルミニウム製造会社であるアルコア（Alcoa）などは恩恵を受けていますが、グローバルにリスク資産の価格の動きがここ数日でほとんど動いていないなど、米国政府はこれまでのこうした結果を好意的に受け止めているとみています。

地政学的な懸念によって、G3 金利はレンジの下限に向かって低下しましたが、米国短期金利は引き続き 2018 年にさらに 2 回の利上げが実施されることを織り込んでいます。先週発表された米国のコア CPI は 2.1% まで上昇しており、昨年インフレを抑制してきたベース効果が薄れてきていることが経済指標で確認されてきています。とは言うものの、原油価格が 1 バレル 70 米ドルを突破して金属価格も堅調であるなど、商品価格が上昇し始めている兆しが見られる中でも、インフレが加速化しているトレンドは今のところみられません。欧州では、ノボトニー・オーストリア中銀総裁が 2019 年後半に預金金利の 20bps の利上げを行うことを示唆するようなコメントをしましたが、ECB はすぐにこれを否定しました。しかしどちらにせよ、これは市場の見方に非常に近いものと考えています。

“トランプ大統領とホワイトハウスでロシアに対してタカ派な姿勢を見せる人々の動きを予想することは難しくなっています。”

クレジット債市場は前週のリスク・オフの動きから落ち着きを取戻し、非常に多くの新規発行が見られた状況も過ぎ、投資家心理は安定してきているとみられます。投資家の目はロシア銘柄に向けられ、スプレッドはソブリン債で 40bps、ガスプロムなどは 60bps 程度拡大し、その他の発行体はさらに大幅な価格の下落が見られました。最終的には、対立が深まることは誰の利益にもならず、和解に向けてプーチン大統領は夏のワールドカップをゴールに定めることを期待しています。しかし、トランプ大統領とホワイトハウスでロシア

に対してタカ派な姿勢を見せる人々の動きは予想が難しく、現在の状況を真剣に捉えないことは愚かであるかもしれません。

通貨市場でもロシア・ルーブルが話題の中心となり、ルーブルをショートすることで投資家が価格を押し下げ、今のところは中央銀行がこの状況を受け入れていることで、当初 10% の下落がみられました。ロシア資産の中で最も流動性が高い資産である通貨は、ロシアを代替する資産として使われていると思われ、そのために価格の動きはもっと大きくなった可能性があります。特にロシア人が自身の海外資産が安全ではないと考えて、本国に回帰させる決断をするならば、さらに動きが大きくなるかもしれません。その他では、トルコ・リラも中央銀行が通貨防衛のための利上げの準備が出来ていないことがわかると、大きな売り圧力に晒されましたが、トルコとロシアを別にすれば、多くのエマージング市場は比較的堅調に推移し、投資家はファンダメンタルズによって各国の差別化を図ったと思われます。グローバル経済の成長は堅調で商品価格は上昇しており、マクロ政策は落ち着いているなか、エマージング資産の下支えとなるような資金流入がみられました。

今後の見通しについてですが、コア金利の安定によって市場がもう少し落ち着きを取り戻せば、リスク資産が反発する状況は整っていると考えています。グローバル経済の成長については前向きな見通しを続けており、地政学的リスクには少し恐れを抱いていますが、国内に目を向ければ、ここ最近のいさかいによってロシアのプーチン大統領、米国のトランプ大統領、英国のメイ首相、中国の習主席への支持は高まっています。米国ではトランプ大統領が貿易戦争の成功をすでに宣言しており、中国は大豆や飛行機といった製品に対する関税の引き上げを検討している一方で、市場を開放して、自動車に対する関税は引き下げようとしています。中国は、米国からの圧力に対して負けを認めるといった印象を与えたくないことは明らかでしょうが、楽観的な見方をするならば、こうした保護主義的な発言は全て、より公平なグローバル貿易という結果に至る可能性もまだあるでしょう。

しかしながら、世界に対して長期的には強気な見通しを持つことは正しいと考えているものの、軍事的な対立にエスカレートした場合、事態は予想が難しいものになるでしょう。最終的に、東グータでの化学兵器使用に対する米国の対応が、慎重で応分なものであることを願っていますが、ロシアにさらに制裁が課されるという可能性は排除できません。西側諸国は、すでに制裁という狭い檻に閉じ込めた熊をつつくことには慎重になる必要があり、市場のベア派をつつくことも同様でしょう。

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をご遠慮下さい。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