

市場アップデート – 2018年5月17日 –

「諸悪の根源」は慢心か？

エマージング（EM）市場に動揺が走っているさなか、トルコのエルドアン大統領が金融市場に対立する姿勢を示したことは非常にリスクであり、慢心の余地はないと考えています。



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

ここ最近の金融市場に影響を与えている報道の中でも、トルコのエルドアン大統領による「高金利が諸悪の根源である」との主張は市場に特に大きな衝撃を与えました。エマージング（EM）市場が揺らぐなか、トルコの大統領が金融市場に対立する姿勢を示したことは非常にリスクであることは言うまでもなく、トルコ・リラの動向がトルコ国内の銀行セクター及びその他の分野に悪影響を及ぼす可能性に対する懸念を日増しに強めています。ただしEM市場においては、興味深いことに今月に入って明るい材料も見られています。インドネシアやカタールなどが発行したソブリン債のスプレッドは月初来で縮小しており、直近の選挙結果を受けて当初弱含んでいたマレーシアも下落幅を取り戻しました。さらに目を覆いたくなるようなガザでの出来事にも関わらず、イスラエル・シェケルなどの通貨も上昇しています。多くの点から見て、国及び銘柄ごとのリターンのはらつきが拡大し、相関が崩れてきている兆候が見られ、足元の混乱や投資家のポジション整理のさなかで投資機会が生まれる可能性があることを示唆しています。

EM市場において高まる緊張とは裏腹に、米国金利は先週も上昇基調を維持しました。米10年国債利回りは投資家の心理的節目とされる3%を着実に上回るようになり、2011年以来で最も高い水準にあります。米金利の上昇を促す目新しい材料やきっかけとなる出来事は特段見当たらず、先週は米長期金利が上昇を牽引する展開となりました。欧州中央銀行（ECB）がよりハト派寄りの見通しを示していることも相まって、米国債がドイツ国債をアンダーパフォームする状況が続いています。金利動向を広範に見渡すと、現段階では米金利の一段の上昇は限定的であるとみており、ユーロ金利を積み増すことが賢明であると判断しています。米欧の金利見通しが枝分かれていくなか、ドイツ10年債利回りが0.50%まで再び低下する可能性もあるとみて、2016年前半以降で初めて、金利デュレーションをロング・バイアスに移行しています。一方で、金利差の拡大は引き続き米ドル高基調を後押ししており、足元では米ドルに対するロング・バイアスを維持しています。ただし、直近の対ユーロで見た米ドルの上昇の背景には、イタリアにおける政治的進展がユーロの下押し圧力となったことも幾らか影響しているとみています。

“エルドアン大統領の発言の多くは、20年前のアジア通貨危機の際にアジア各国の主要政策担当者から聞かれた発言に驚くほど似ています。”

イタリアでは、ポピュリスト政党「五つ星運動」と極右「同盟」が連立政権を樹立する見通しが濃厚となってきました。この結果、財政規律に乱れが生じ、一部の改革にも遅れが生じるとの見方が広がっています。ただし金融市場でより懸念視されているのは、連立政権下でポピュリスト色がどの程度強まるか、です。先週一部の報道機関がリークした両党の政策合意の

草案に、ECB に対し債務減免を求める計画が含まれており、新政権が欧州連合(EU)離脱のための方策を確立させ、債務負担の計算手法の変更などを検討していることが明らかになりました。これらの多くは単なる空想に過ぎず、仮にこのうちのいずれかが合意に至ったとしても、最終合意の内容からはほど遠いものであると考えています。しかしながらポピュリスト政党が非常に非伝統的な政策アジェンダを実行するかもしれないとの思惑は市場を動揺させ、結果としてイタリア資産は大幅な売り圧力にさらされました。この影響は欧州周辺国市場に及び、市場では EU 崩壊リスクが再びスプレッド水準に織り込まれ始めました。

今後の市場を見据えるにあたり、グローバル経済のファンダメンタルズは大きく変化していないとの見方を維持しています。経済成長は堅固で、政策も概ね緩和的です。原油を中心とした商品価格の上昇は多くの EM 市場にとって好材料となっており、ポートフォリオではこの機会を利用して、ドイツ 10 年国債に対するスプレッドが 415bps 以上であったメキシコ石油公社（ペメックス）のユーロ建て新発債に投資を行いました。ただし、リスクが上昇している兆しが見られることも事実です。イタリアの政治情勢に関してはポジティブな見通しを持っており、「悲劇」というよりはむしろ「メロドラマ」に近い状況になると予想しています。国民投票を実施するための確たる計画がない限り、イタリアの EU 離脱（イタレグジット）への道筋は定まらないとみており、国内のマクロ経済動向が改善基調にあるなか、ローマにおける進展に対して悲観的になりすぎることは過ちにつながりかねないとみています。欧州周辺国ではギリシャがより魅力的な投資機会を提供しているほか、さらなる報道によってスプレッドが拡大する余地も完全には否定できないため、依然としてイタリアのポジションを積み増すとの判断には至っていません。ただし中長期的に見れば、イタリア国債は売りの好機よりも買いの好機に近い水準に近づいているとみています。

同様に、EM 市場における進展に関しても慢心が許される状態では決してありません。アルゼンチンのような国における問題は国内に留まり、影響は抑えられたものになるとみています。ただしトルコにおける状況が制御不能となれば、欧州の銀行やその他セクターへの影響は避けられない可能性があると考えています。エルドアン大統領の発言の多くは、20 年前のアジア通貨危機の際にアジア各国の主要政策担当者から聞かれた発言に驚くほど似ており、警戒が必要であるとみています。結局のところ、真の「諸悪の根源」は慢心であるかもしれません。

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5月17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