

## 市場アップデート – 2018年6月7日 –

### 次なる市場ショック

投資家が市場ボラティリティを再び上昇させるきっかけとなるイベントを予測しようとするなかで、市場には緊張感が漂っている感覚があります。



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、不安定な価格動向と流動性の低下が債券市場を特徴づける展開となりました。ここ最近の市場では、資産間の相関が継続的に崩れてきている例が多く見られます。今週控えた欧州中央銀行（ECB）会合を前に、ECB 高官からのややタカ派的な発言が見られたことから、ドイツ国債利回りは上昇しました。6月の会合で資産購入額の縮小を発表する可能性があることと示唆したことはややサプライズでしたが、議論の対象になるということ自体は全く不思議ではなく、全体として ECB をタカ派寄りと照らし始めることはやや時期尚早であると考えています。一方で、欧州周辺国債のспредは非常に変動が激しい状況が続き、とりわけイタリア国債の価格動向がその中心となりました。実際のところ先週はイタリア情勢に関して特段目新しい情報はなく、ブルーベイでは今後イタリアの EU 離脱（イタレクジット）に対する懸念が後退していても不思議ではないと考えています。とは言いながらも、足元のспред水準は均衡が不安定であることを示唆しており、信用に関する警戒感がさらに広がれば、最終的にその他欧州資産の価格に関して疑問符が付く可能性もあるとみています。

米国の金融市場は相対的に見れば穏やかに推移したと言えるでしょう。ハイテク株の反発や前週の堅調な雇用統計及び ISM 指数などが追い風となり、米国株式市場は上昇基調となりました。特筆すべきは、アトランタ連銀の米 GDP 速報値予想である GDPNow によれば、今四半期の GDP は前年同期比 4.5%増とおよそ 6年ぶりの高水準となっていることです。底堅い国内経済を背景に米国債利回りは小幅に上昇し、米 10年国債利回りが 3%近辺を維持するなか、イールド・カーブはフラット化しています。ただしその他の市場における価格動向は大きく異なり、特にエマージング（EM）市場にとってはさらに苦しい市場動向となりました。ブラジルでは、トラック運転手によるストライキの深刻化を嫌気した投資家からのポジション解消が相次いだことが、ブラジル資産の価格を押し下げました。またメキシコでは、北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉に関連したややタカ派的な発言や、7月に予定されている大統領選の世論調査で、ロペス・オブラドール氏（AMLO）が支持率トップに立っていることなどが資産価格の重石となりました。ただし先週のアルゼンチンへの実地調査は、国際通貨基金（IMF）からの支援をもとに同国が今後好転していく期待感を抱くことが出来る内容でした。またアルゼンチン当局における外貨準備高の減少を懸念していましたが、減少ペースは落ち着いてきているとみられます。また過去の危機時と比較して、同国の政策担当者は正しい判断をすることに強い意欲を示しているとみられます。

“乱調な市場動向となった期間を経て、サッカーのワールドカップの開幕と、静かな夏場の市場が今すぐにでも訪れてほしいと願いたい衝動に駆られます。”

先週の為替市場では、ECB の発言を背景に米ドルに対してユーロが上昇したほか、主要 EM 通貨が引き続き苦戦する展開が続きました。その意味では、市場の中でもリスク・オンの取引が行われている市場と、質への逃避的な動きが価格動向を主導している市場とが混在しているとみられます。社債市場では、欧州金利がやや上昇したことから保険会社などからの需要が回復し、社債価格の下支えになっているとみられます。預金金利がマイナス圏にあるなか、これらの投資家にとっては長期に亘り現金を滞留することが難しい一方で、現段階ではリスクを積み増すことをやや警戒している資産運用者にとっては、社債市場において銘柄ごとのパフォーマンス格差に大きな開きが見られ始めたことは興味深い展開でした。特に、比較的多くの既存債務を抱える発行体が保険会社などからの旺盛な需要を集めた一方で、より小規模かつニッチな発行体で、調査対象となりにくく、多くの投資家から見過ごされがちな発行体についてはほとんど需要が見られませんでした。一方で金融機関はドイツ国債利回りの上昇や欧州周辺国におけるボラティリティがある程度落ち着いたことによる恩恵を受けています。多くの資産が5月の下落からの反発を始めるなかでも、市場には緊張感が漂っている感覚はあり、市場ボラティリティを再び上昇させるきっかけとなるイベントを予測することが非常に難しくなっています。

乱調な市場動向となった期間を経て、サッカーのワールドカップの開幕と、静かな夏場の市場が今すぐにも訪れてほしいと願いたい衝動に駆られます。ただし足元では依然としてイベント豊富な状況が続くとみられ、今週は英国の政治関連で、保守党がブレグジット交渉に関する方針をまとめる上で重要な進展が見られる可能性があります。火曜日に実施される投票でメイ首相が敗北した場合、再選挙による政権交代への道が拓かれる可能性があります。さらに、今月予定されている EU サミットにおいてブレグジット交渉に関連した更なる進展が見られないとのブルーベイの見方が正しければ、夏を迎えるにあたり交渉のハードルは一段上がる可能性があります。今後のボラティリティ上昇の可能性を踏まえて英国債及び英ポンドに対して弱気な見方を維持しています。

また今週の ECB 会合において特段目新しい材料は見られないとみており、ドイツ国債利回りの大幅な上昇余地は現段階では限定的であると考えています。一方米国金利についてはショート・バイアスを選好していますが、EM 市場の混乱が主要国市場にも及ぶ可能性などを踏まえ、足元では一旦ポジションを閉じています。ただしショート・ポジションを構築する機会は継続的に探っており、今月末に予定されている米連邦公開市場委員会(FOMC)会合を前に、今週発表される消費者物価指数(CPI)が米国債の利回り上昇を促す要因になる可能性があるかとみて注視しています。地政学リスクに関しては、米朝首脳会談の開催可否を巡るやり取りを踏まえると、同じ「キム」でも先週キム・カーダシアンがホワイトハウスにおいてトランプ大統領から釈放を求めていたアリス・ジョンソンの恩赦を勝ち取ったことはタイムリーであったと言えるでしょう。また先週、ルディ・ジュリアーニ氏がツイッターで、トランプ大統領が米朝首脳会談の開催を再び決意したのは「金正恩氏が両手両膝ついてお願いしたから」であったと発言したことは、女性嫌いの老人(トランプ大統領の女性スキャンダルの発端となったストーミー・ダニエルズ氏の表現を借りて)によるゆがんだ空想であったのではないかと疑いたくなるほどです。ツイッター世代にとっては、政治は退屈以外の何物でもないのでしょうか。

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6月7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