

市場アップデート – 2018年8月9日 –

サウジの不名誉とカナダのプライド



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

サウジアラビアとの関係悪化にも関わらず、カナダ資産は全般的に底堅く推移しました。一方で、トルコや英国は今後数ヶ月間に亘って困難な課題に直面するとみられます。

先週は金融市場にとって比較的静かな一週間となりました。ただしここ数日は、地政学的な進展が投資家の話題の中心となっています。前週末に、カナダのフリーランド外相がサウジアラビア政府に拘束されたとされる女性の人権活動家サマル・バダウィ氏の釈放を求めてサウジ政府を批判したことから、先週に入ってカナダとサウジアラビアの関係が急速に悪化する展開となりました。サウジ政府はトロントへの直行便やカナダとの交換留学制度を停止したほか、外貨準備や年金基金の運用にあたっている運用者に対し、保有する全てのカナダ資産を売却するよう指示しました。ただしこれらの報道がカナダの資産価格にほとんど影響を及ぼさなかったことは、いかにサウジの富が一時に比べて衰退してしまったかを物語る例であったと言えるかもしれません。また先週は、サウジアラビアで男性が公開処刑にされるなど、女性の人権以前に人権そのものが侵害されていることに注目が集まり、ゆくゆくはサウジアラビアの資産価格に影響が跳ね返ることは明らかであると考えます。少なくとも同国には ESG の観点からは最低スコアが付与されることは明確であると見られ、多くのグローバル投資家の間で ESG という投資テーマの機運が高まる中で、サウジ資産への需要は伸び悩み、リスク・プレミアムは必然的に高まるであろうと考えられます。実際、世界的にも多様性を祝うイベントが多く開催された一週間であったにも関わらず、サウジの不名誉がカナダのプライド（カナダは「プライド・パレード」で有名）に見舞われる結果となりました。

“一般的な見方とは裏腹に、8月が1年の中でも最もボラティリティが上昇する月になることも頻繁にあります。”

その他の市場では、流動性が低下するなか、予算案の交渉を巡って不透明感が高まったイタリアにおいて、国債スプレッドの変動性が高まりました。実際のところ、ここ数日で確たる進展が見られたわけではなく、連立政権が誕生して以降、政権が財政政策の拡大する意図があり、財政赤字が拡大するとの見方はすでに市場参加者の間で広まっていました。連立政権の原案にはレンツィ元首相が行った改革の廃止に加え、フラット税制や最低所得補償が含まれるとみられていますが、これらは今後5年間で段階的に導入するとされる可能性が高いとみられ、2018年中は予算の枠組みが維持されるものと予想しています。このようにして、「同盟」及び「五つ星運動」の両党は、2019年中の再選挙も視野に入れながらそれぞれのマニフェスト達成への意思を示すことが可能になるかもしれません。結果として、「同盟」のサルビーニ氏と「五つ星運動」ディマイオ氏は、誇張した言い回しを好みながらも、危機が起これば責任を追及され、票を失うことになることから金融市場を混乱させることは避けたいとみられます。さらに、有権者の最大の懸念事項が移民問題であることから、長期的な視点に立ってみると、最も強気な発言の対象は移民問題になるとみています。これらを踏まえ、直近のイタリア資産

の下落は、イタリアに対するリスクを積み増す好機であると判断しています。ボラティリティの高まりには継続的に注視していく必要があるものの、これまでも述べてきた通り、最終的にイタリアの欧州連合（EU）離脱（イタレジット）に至る可能性は市場が想定しているよりも低いと考えています。

またここ最近では、トルコ資産の下落基調も続いています。エルドアン政権は中央銀行の信頼を回復するためのチャンスを逃してしまったとみられ、仮に利上げが行われたとしても、物足りなさや手遅れ感は否めない状況になってしまったと考えています。通貨リラ及びトルコ国内の銀行債の更なる下落は、海外資本を惹きつける必要があるトルコ経済にとって重要なホールセール資金の流出を加速させる可能性があります。結果として、資本流出リスクの高まりがトルコ資産の更なる下落につながる可能性があるとともに、金利の大幅な上昇は急速な景気後退と不良債権の増加につながりかねないとみています。同じエマージング（EM）市場では、米国の追加経済制裁を背景にロシア資産にも下押し圧力が強まりました。EM市場では、投資家が勝者と敗者を見極めることが重要な投資環境が続いているとみられ、価格動向は政治的進展や根底にあるファンダメンタルズ要因によって左右される展開が続いています。

英国でも政治的状況が困難を極めており、先週はリアム・フォックス国際貿易大臣が協定なしの「強硬離脱（ハード・ブレグジット）の可能性は50%以上である」と述べました。ブルーベイではこれまで長きに亘って、英国が今年後半に軌道修正するまでの間、ハード・ブレグジットの崖っぷちに向かって千鳥足で歩いているとの見方を持っていました。足元では、9月に予定されている党大会において、英労働党が2回目の国民投票を行うことを賛成多数で可決する可能性があるとの見方を維持しています。一方でボリス・ジョンソン氏は、ブルカ（burka）と呼ばれるイスラム教徒の女性の服装を郵便受けに例えるなどして愚か（burk）ぶりをさらし続けましたが、一部では彼のこのような言動が、党首選を控えて党内の右派からの支持を集めるためのものであるとの声も聞かれ始めました。英国の政治情勢は、今後数か月に亘って不安定な状態が続くとみられます。

今後の見通しとして、夏場の市場環境が続き、政治的ニュースが引き続きマクロ面で最大の価格変動要因になるとみています。流動性が細る中でミスプライスが発生するリスクは常にあり、その意味ではVIX指数で見た株式市場のボラティリティが今年1月以来の低水準をつけていることは興味深いと考えています。一般的な見方とは裏腹に、8月が1年の中でも最もボラティリティが上昇する月になることも頻繁にあります。ただし現段階では、トルコのような国における資産価格の下落が広範な市場に波及しない限りは、市場に過度に弱気な見方をする必要はないと考えており、グローバルな経済成長や米欧で概ね予測可能な軌道歩んでいる財政及び金融政策に対して全般的に前向きな見方を維持しています。より楽観的な見方として、市場は「不安の壁」を登っていくことを期待しており、パレード中にゲリラ豪雨に見舞われるようなことが起こらないことを祈っています。

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のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / エマージング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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8月9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