

## 市場アップデートー2018年11月22日ー

### コールド・ターキー

需給面での下押し圧力を背景に、ここ最近では社債市場が弱含んでいます。社債市場の大きな弱気相場はグローバルな景気後退局面においてのみ訪れるとみています。



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

先週も金融市場にとって変動の激しい一週間となり、クレジット債のスプレッドは拡大し、株式市場もハイテク株主導の売り圧力にさらされました。社債の新規発行額が引き続き需要を上回るペースで増加していくとの見方が過去数か月間に亘って市場参加者の懸念材料となっています。

### ディコンプレッション

結果として、社債市場全体で価格が弱含むとともに、利回りの高い債券ほどパフォーマンスに苦戦する（いわゆるディコンプレッション）が起きています。米国の感謝祭祝日を控えて、短期的に価格が上昇する局面も見られましたが、投資家のリスク回避傾向を背景にスプレッドは依然として拡大基調となっています。

ブルーベイでは、前向きな経済見通しが引き続き社債のファンダメンタルズの支援材料になるとの見方を維持しています。とりわけ米国では、企業収益が底堅さを維持するとともに、デフォルト率も低位に留まるとみています。最終的には、グローバルに景気後退に陥る局面では社債市場の大きな弱気相場も予想されますが、目先はそのような展開は予想していません。とは言いながらも、短期的に需給面の大幅な改善は見込めない可能性があり、負債によって賄われた資金による自社株買いや、新規発行のペースが落ち着くまでには、直近ゼネラル・エレクトリック（GE）に見られたような、社債市場の弱含みやバランスシートにおけるレバレッジに関連した懸念が株価の下落につながる事例が、今後複数見られる可能性もあるとみています。

このような状況を踏まえ、ブルーベイではここ数か月で社債市場におけるクレジット・リスクを削減しています。しかしながら、欧州社債市場においては欧州中央銀行（ECB）の買入対象とはなっていない相対的に利回りの事業ハイブリッド債や金融劣後債を選好していたため、直近の社債市場の弱含みは足元のパフォーマンスの足かせとなっています。

### イタレジットへの道筋は見えず

また先週は、イタリアの国債入札への投資家需要に関連した懸念から、欧州周辺国国債市場のスプレッドも拡大する局面が見られましたが、週末に掛けてスプレッドは落ち着きを取り戻しました。欧州周辺国国債市場の変動性は高止まりしており、9月末にイタリアの予算案が発表されて以降、スプレッドは大きく変動しています。

イタリアに関しては、引き続き中長期的に前向きな見方を維持おり、足元では欧州連合（EU）離脱（イタレグジット）のリスクが誇張されているほか、信用格下げや債務持続性に関連したリスクも過度に資産価格に織り込まれているとみています。予想通り EU がイタリアに過剰財政赤字是正手続き（EDP）を勧告しましたが、この勧告はここ数年で多くの国が受けてきたということを念頭に置くべきです。さらに、これまで連続して EU の財政条件を遵守してこなかった国（たとえばフランスは、過去 11 年間のうち 10 年に亘って財政赤字を EU が求める対 GDP 比 3.0%以内に抑えられていません）に対しても科されたことのない罰金が、イタリアに科される可能性は低いとみています。

## 崖っぷち

英国では、現段階ではメイ首相が権力にしがみついている状況ですが、目新しい材料はそれほどなく、引き続き 12 月初めにも EU との離脱合意案が英議会で否決される可能性が高いとみており、英ポンドの下押し圧力になるとみています。実際のところ、メイ首相は、英議会で承認されなかった後に起こるある種の危機を望んでいるかもしれません。何らかの危機が起これば、離反していた議員が戻り、二回目の採決で首相の離脱案支持に回る可能性があると思込んでいるためです。しかしながら、その時点では、与党・保守党がメイ氏を退任に追い込む可能性も同等にあるとみています。仮にそうなった場合、英国は崖っぷちに立たされ、合意なしでのブレグジットが意味することを真剣に検討せざるを得ないでしょう。そしてその時点に立って初めて、二回目の国民投票や解散総選挙の可能性が現実味を帯びてくることになるでしょう。

## 英国債利回りは上昇へ

こうしたことから、短期的には英ポンドに極めてネガティブな見方をしたポジションを持っていますが、英国債にも中期的にネガティブな見方でポジションを取っています。もしメイ首相の計画が成功すれば、もしくは仮にブレグジットが覆されたならば、さらにまた労働党が政権を得たならば、英国債の利回りは大きく上昇すると考えています。それまでは、ハード・ブレグジット（合意なき離脱）が起きれば質への逃避によって、英国債の利回りは低下する可能性があります。それは一時的なことであろうと考えています。

最終的には、英ポンド危機が投資家の英国資産売りを誘発する可能性があり、英国が財政及び経常赤字を抱えるとともに、同シナリオ下において政府は大幅な財政緩和を余儀なくされることを踏まえると、英国債の利回りが低位に留まる状況は長続きしないとみています。

## 中国経済の減速

その他の地域では、中国経済の成長に対する懸念がより一層深まり、グローバル経済の成長見通しに影を落としています。ブルーベイでは、中国経済の成長が過去 7 か月間に亘って見られてきたように、今後も鈍化を続けると予想しています。ただし、北京（中国政府）は過去数週間で政策を緩和させ始めており、現状は中国に対して更なる弱気姿勢に転じるタイミングではないと考えています。米国経済は中国の成長鈍化に関連した懸念からは一線を画していると思込していますが、欧州経済に関してはより影響を受けやすいと考えています。特に、ポピュリスト的な言動が加速することで中国の企業及び消費者が自国製品及びサービスを優先的に購入する傾向が強まった場合には、注視する必要があるとみています。

## 祝福すべきことが少ない感謝祭

クリスマスが近づくなか、今年の感謝祭では祝福すべきことがそれほどないという状況を抱えている投資家が多くいても不思議ではありません。2018 年はこれまでのところ、やっかい

（“turkey”）な年となっていますが、感謝祭のディナーのように、気持ち良く終わられる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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（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11月22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