



BlueBay  
Asset Management

## 市場アップデート – 2017年6月19日

### FRB発言を読み解く



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チーム共同ヘッド

#### インフレが伸び悩む環境下にあいながらも、FRBは利上げを行ないました

米連邦準備理事会(FRB)は市場の予想通り25bpsの利上げを行い、イエレン議長はFRBが長期に亘る緩和策を経て金融政策を中立的に正常化させる過程において、今後数ヶ月間での更なる利上げの可能性を示唆しました。ドット・チャートは3月の会合から大きな変更は無く、2019年末までに残り2回の利上げのみしか織り込んでいない市場の予想と比較してタカ派な姿勢を維持しています。ただし、予想を下回るインフレ指標の発表がより市場の関心を集める結果となったため、FRBがややタカ派な姿勢を打ち出したにも関わらず金利低下を妨げるには至りませんでした。米国のコアCPIは前年比+1.7%に低下し、年初の水準を0.5%下回っている状態です。通信やケーブルテレビといったセクターの価格が下落していることが明らかに一時的なデフレ圧力を招いていると見られます。ただし驚くべきことに技術的変化が広範な価格の抑止力となっている兆候が見られ、FRBがここまで一時的な影響については概ね目をつぶってきたにも関わらず、今後この傾向が続き、平均時給に上昇の兆しが見られないのであれば、金利の中立的水準は今後も引き下げられていくかもしれません。

先週開かれた会合で、FRBは保有証券の満期分の再投資額に制限を設けることでバランスシートを徐々に削減していく意向についても具体的に言及しました。バランスシート縮小プロセスが市場の混乱を招く事態につながるリスクを最小限にするため、米連邦公開市場委員会(FOMC)は来年1-3月期に議長が交代した場合プロセスを自動操縦モードにすることを検討しているとしています。このプロセスが9月に開始されれば、非常に緩やかに導入されるバランスシートの縮小規模の総額は2018年末までに5,000億米ドルを超える可能性は低いと見られます。これに関してFRBの論文に基づくと、この動きは来年後半の25bps以上の利上げと同等の効果にはならないと見ており、市場心理が好転し米国債金利が上昇することで金融引き締めが起こるといった状況がない限り、結果として将来の金利に関する決定に大きな影響をもたらすことはないとしています。これらに関わらず、足元の金融状態を図る指標を見ると、実際に昨年12月にFRBが利上げを開始した時点と比較して金融政策は緩和的になっています。FF金利は当時と比較して75bps上昇していますが、長期金利は小幅に低下しています。また米ドルは下落し、米国株式市場は過去最高値近辺にあることで、プラスの所得効果をもたらしています。これらを総合的に見て、ブルーベイでは引き続きFRBが金融政策を正常化させると見ており、2018年末までにさらに4回の利上げが行なわれると予想しています。米経済は概ね堅調さを維持しているとしており、インフレ低下はややリスク要因ではあるものの、堅固な雇用市場によって平均時給は上昇し、結果としてグローバル経済に対する大規模な外的ショックがない限り、FRBは現在の路線を歩み続けることが出来ると思っています。

その他では、他の国とは反対に英国のインフレ率が2.9%に上昇したことは興味深い出来事でした。市場では前週行なわれた総選挙の結果を徐々に消化しているところですが、ブレグジットの見通しがより現実味を増し、経済活動が鈍化する可能性があるなかで、財政政策は緊縮ではなく拡大される余地があると見ています。結果として、直近の価格上昇トレンドが急激に反転する可能性は低く、イングランド銀行(中央銀行)が金融政策をこれ以上緩和する可能性は低いと見ています。英10年国債利回りが1%を下回り、実質利回りが大きくマイナスとなっているなか、英国債は大幅に過大評価されていると見ています。したがって、英国債に対してドイツ国債を選好しており、今後数ヶ月に亘って政治的混乱が続くと予想されることも勘案して、より広範に全ての英国資産に対して弱気な見方を持っています。

一方で、欧州及びその他の地域の見通しは英国と比べるとかなり明るいと考えています。堅調な成長及び業績の伸びが好感され、社債スプレッドは先週も引き続き縮小しました。直近の良好なパフォーマンスを背景としたナスダックのテクノロジー関連株式の下落にも関わらず、ほとんどのセクターでスプレッドの縮小傾向が続きました。しかしながら在庫や中国の需要減に対する懸念の高まりが原油価格の下押し圧力となり、商品価格は弱含んでいます。またこのことがエマージング市場の幾つかの銘柄の価格圧力となりましたが、多くのエマージング国でインフレ圧力が低下するなか、中央銀行が利下げを行なう可能性が高いため、エマージング現地通貨建て債のパフォーマンスはさらに改善する可能性があると考えています。

今後の見通しとして、市場の注目は再び経済指標に集まると見ています。米国の経済指標のサプライズ・インデックスは足元で2年ぶりの低水準にあり、統計的に見て今後反転する可能性があると考えられます。FRBが今年後半に再び利上げを行なうためには、雇用市場が底堅さを維持し、インフレの低下に歯止めがかかる必要があります。ただし、FOMCはさらなる金利正常化の遂行に概ね前向きな姿勢を示しており、FRBの軌道に対する市場の見方は依然として楽観的すぎると見ています。FRBの姿勢がタカ派のと捉えられることがリスク資産に影を落とす可能性もありますが、政策は金融状態によって示されている通り引き続き非常に緩和的であるとともに、過去の景気サイクルと比較して政策引き締めは非常に緩やかなペースで行なわれています。今後引き締めのペースが急加速することがあれば経済拡大により大きなリスクとなるため、FRBの行動は景気拡大を継続させるためのものと見ることも出来ます。さらに、インフレが落ち着いていることやイールドカーブがフラット化していることを、近い将来の景気鈍化の兆しであると過度に懸念する必要はないと考えます。技術的進歩は、インフレを構造的に低下させるものの、経済成長を加速させる可能性が高いと見ています。結果として、リスク資産にとっては良好な環境が続き、政策面もこれを後押しすると見ています。したがって、ポートフォリオではキャリアを重視したポジションを維持することが適切であると考えており、成長が加速し利回りが上昇を始めた際にはより全般的なリフレ取引からポートフォリオを保護することも大切であると考えています。

先週再び北朝鮮を訪問した「和平大使」であるデニス・ロッドマンがビットコインならぬ『ポットコイン』を宣伝していたことは興味深いニュースでした。仮想通貨のブームとは離れ、直近の価格評価においてバブルの兆候はほとんど見られず、全般的に夏場にかけてリスク資産からは堅調なパフォーマンスが見込めると見ています。ポットコインに関して言うと、大麻と交換可能で最終的には煙となって消えてしまうということを考慮すると、少なくとも投資家は、投資で損失を被っていたとしてもリラックスした状態のままいることが出来るようです。

#### ■手数料等

当社の提供する投資一任契約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。

エマーゼン債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマーゼン債オポチュニティ戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、エマーゼン社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、イベント・ドリブン・クレジット戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（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ござい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（2017年6月19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