



BlueBay  
Asset Management

## 市場アップデート – 2017年6月26日

### 王になりたい人



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

原油価格が再び下落するなか、グローバル経済の成長は引き続き堅調であると見られます。英国では、混沌とした政治情勢のなかブレグジットの交渉が始まりました

先週は原油価格の下落が市場に影を落としました。継続的な在庫高に対する懸念から、原油価格は先週1バレル42米ドル近辺まで下落しました。米国ではダドリー・ニューヨーク連銀総裁が、英国ではイングランド銀行のチーフエコノミストであるホールデン氏が、ともに今年後半の利上げを示唆するなど、各国の中央銀行関係者によるタカ派寄りの発言が相次いだにも関わらず、原油価格の下落は主要国債利回りの低下を招きました。エネルギーセクターの社債スプレッドは拡大し、エマージング市場においても価格の下押し圧力が見られました。ただしこの動きは、2015年後半や2016年前半に見られた動きと比較すると軽微であったと言えます。その一因として、シェール開発の損益分岐コストが下落し続けており、生産者のバランスシートが過去に原油価格が大きく下落した際と比較してかなり堅固になっているという事実が挙げられます。また、直近の価格下落は需要面ではなく供給面での問題であり、グローバル経済の成長は引き続き概ね健全であるという認識もこの背景にあると言えます。実際にこれを反映して米国株式市場は先週月曜日に再び過去最高値を更新し、エネルギーセクターを除けば社債は良好なパフォーマンスとなりました。欧州のCDSインデックスのスプレッドは年初来で見て最も縮小した水準にあります。

夏の気配が漂ってきていることもボラティリティの低下につながっていると見られ、原油相場の動向以外では特段目立った指標の発表もないなか、足元の市場ではほとんど何も起きていないように見えます。欧州では今のところ政治的リスクが引き続き低下していると見られ、英国でも、イングランド銀行内での意見の相違や閣外協力に関する合意で難航する保守党と民主統一党(DUP)、さらに今後就任すると見られる任期が明らかに限られた首相などに関して市場は楽観的であるかのごとく振る舞っています。

今後の見通しとして、原油価格の更なる下落は今後数週間の市場の緊張を高める要因となる可能性があります。しかしながら、全般的なグローバル経済の成長動向が前向きであれば、リスク資産に対する概ねポジティブな投資家心理は継続すると予想しています。この意味で、世界的なイーロード・カーブのフラット化は足元の景気減速を示唆していると主張する意見には同意しません。過去には引き締め政策が徐々に浸透するなか、引き締めサイクル中にイーロード・カーブがフラット化する局面がありました。ただし足元の投資環境下では、

イールド・カーブのフラット化は経済成長の鈍化ではなく低インフレに起因する部分が大いと考えており、原油価格が今年後半も足元の水準に留まるようであれば、原油のベース効果がマイナスに転じるなか、CPIは今後数か月に亘って低位に留まる可能性があります。実際原油価格の下落が消費者に恩恵をもたらすのと同様に、低位に留まるインフレも消費の加速と、その結果としての景気成長の加速につながる可能性があると考えています。したがって、今回の景気サイクルにおいては、イールド・カーブの形状で経済状況を判断するための兆候を探ることは誤解を招く可能性があります。

主要ニュースからは離れますが、米国ではヘルスケア改革及び予算案に関する協議が行われており、トランプ政権が何かを成し遂げることに期待が大きく低下していることを踏まえれば、夏休みが始まる7月末を前にして市場にとってポジティブ・サプライズとなるニュースが出てくる余地は十分にあると見ています。実際に、ジョージア州で行われた選挙で共和党が議席を維持し、民主党が「自らのブランドはトランプ以下である」と嘆く結果となったことは興味深い出来事でした。おそらく債券投資家は広範な市場見通しに対して過度に悲観的になっており、FRBの金利見通しが市場と大きく異なるなか、その責任をFRBが過度にタカ派姿勢を取りすぎているというところに求めていると見られます。これとは対照的に、株式投資家はより前向きな市場心理を維持していると見られます。アトランタ連銀の4-6月期GDP予想が引き続き+2.9%増を示し、米国のサプライズ・インデックスで見た経済指標のモメンタムも短期的に底打ちしたと見られるなかで、株式投資家はより合理的な見方をしていると見ています。

その他では、英国のEU離脱(ブレグジット)を決定した歴史的な国民投票から1年を迎えましたが、英国のマクロ経済及び政治状況は悪化の一途を辿っているように見えます。先週は正式なブレグジットの交渉が始まりましたが、20カ月の期限を残した今でも英国政府が何を達成出来るのか明確ではありません。支持率が過去最低水準に低下するなか、交渉が終わるときにメイ氏が首相である可能性は低いと見ており、安定的な過半数を有する政権を樹立するため今後12カ月で再び総選挙が必要となるリスクがあると見ています。現段階では、保守党内での内部闘争に対する危機感または今の首相という職が誰にとっても魅力的ではないという状況のみが保守党内のリーダーシップへの課題を塞ぎ止めているように見受けられます。ハリー王子が「英王室のなかで国王や女王になりたい人はいない」との見解を示しましたが、これはより広範な事例に当てはまるようです。そうは言いながらも、自分が真の王位継承者だと主張するかもしれない人の存在は思い浮かびます。英王室と保守党内にはいなさそうですが、労働党党首は王座につきたがっているかもしれません。

---

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のようになります。

エマーシング債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマーシング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）、エマーシング社債アルファ戦略：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26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