



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2017年7月10日

転換点を迎えたグローバル債券の利回り

米雇用統計及びコアCPIが今後のグローバル債券金利の方向性を
揺さぶるかもしれません



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

先週はグローバルに債券利回りが上昇を続けました。多くの主要市場でテクニカル分析上の下位支持線が試され、のちに破られるなか、商品投資顧問(CTA)やその他のクオンツ系ファンドが債券を売却する動きが加速しました。その意味で、先週は価格動向に影響を与えるような新たなファンダメンタルズに関するニュースは乏しく、特に米国の投資家が独立記念日(7月4日)で市場を離れたこともあり、週初は概ね静かでした。ここ2週間の市場を振り返り、投資家が過度に楽観的であった期間を経て、直近の金利急上昇のほとんどが中央銀行に関する市場の見方が変化したこと起因するものであると分析しています。ただし、金利上昇が拡大するなか、米雇用統計はグローバル債券市場にとって非常に重要な意味を持つ指標になると考えています。底堅い数字であれば引き続き金利上昇圧力になると見られ、市場のボラティリティを高めるとともに、リスク資産にとって穏やかな投資環境の脅威となる可能性があります。一方、雇用統計がやや弱含むようであれば、主要国債金利は過去半年間のレンジ内に再び低下し、上半期に見られたキャリー・トレードが夏場も続く可能性があります。

ドラギ欧州中央銀行(ECB)総裁のポルトガル・シントラでの発言は、直近の国債売りを加速させるきっかけとなったと見られますが、ここ数日でECBのスタンスは実際に大きく変化していないと見ています。ブルーベイではこれまで、ECBが、量的緩和(QE)による月次の債券の買入れ額を400億ユーロに来年1月から減額することを9月にも発表する可能性がある予想してきました。インフレが落ち着いた状況が続く限り、テーパリングが緩やかなペースで行われることで2018年末まで債券購入が続き、本格的な金利上昇は2019年に入ってからになると見ています。ECB関係者の直近の発言でこの見方に矛盾するものは見当たらず、またこの見方が概ね市場のコンセンサスであることを考慮すれば、ドラギ総裁の発言後にドイツ国債金利のボラティリティが上昇したことはやや意外であると言えます。したがって、米国債金利の上昇に伴うグローバルな金利上昇の流れの一環としてでなければ、ドイツ10年国債金利が0.6%を超える水準まで継続的に上昇する可能性は低いと見ています。結果として、ブルーベイではドイツ国債金利がさらに上昇したタイミングでドイツ金利のエクスポージャーを高め、金利全体のポジションにおけるショート・ポジションを減らすことを検討しています。

ユーロ圏のその他の地域では、周辺国国債のパフォーマンスが比較的底堅いものの、グローバルの投資家は足元で低下している欧州の政治的リスクに対して依然として懐疑的な見方をしていると見られます。ブルーベイではイタリアの政治状況に関して前向きな見方をしており、経済成長見通しの改善に加え、

モンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ銀行の再編計画の進展などに見られる銀行セクターの不良債権の清算の動きによって信用力も改善していると考えています。また興味深いことに、足元で域内でQE終焉が近づいているとの観測からドイツ国債金利が上昇しているにも関わらずユーロ圏のクレジット債のスプレッドが縮小しています。社債も引き続き概ね安定的に推移しており、ECBの社債購入プログラム(CSPP)の結果として非金融セクターのスプレッドは既に大きく縮小していることから、特に銀行セクターが直近の良好なパフォーマンスを牽引しています。より広範に見ると、スプレッドの縮小傾向は引き続き市場の主要テーマとなっており、とりわけ欧州ハイ・イールド債のドイツ国債に対するスプレッドは足元で300bpsを下回る水準まで縮小しています。これは年初来と比較して100bps近く縮小していることを意味し、ECBが社債購入プログラムを開始する以前の2016年2月の水準と比較すると2分の1程度となっています。

今後の見通しとしては、次の金曜日に発表される米消費者物価指数(CPI)に市場の関心が移ると見えています。コアCPIの更なる下落は中央銀行の神経を乱す可能性があります。既に6月のインフレ統計が発表された欧州では、市場予想を概ね上回る内容であったことは興味深いと言えます。また米上院では医療保険制度改革法(オバマケア)廃止に向けた代替案が可決されるかどうか注目しています。ただしその結果に関わらず、ヘルスケア改革に関してはいずれにせよ月末までに一旦脇に置かれ、それ以降は予算案が最優先事項になることは明確であると見られます。

欧州では、債券指数のリターンが年初来でマイナスとなり始めるなか、2019年満期のギリシャ国債の利回りが過去2年間で33.9%から3.5%まで低下してきていることは特筆すべきタイミングであるかもしれません。ブルーベイでは、ギリシャが比較的早期に新規発行を行ない国際金融市場に復帰する可能性が高いと見ており、時代は移り変わることを象徴する事例であると考えています。上がるものはいずれ必ず下がる、ということわざもありますが、これが最近中国にオープンした崖の縁を行くスカイウォークに挑戦した人たちに当てはまらないことを祈るのみです。

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。

エマージング債戦略：年率 0.95% (税抜き)、エマージ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)、エマージ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7月10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