



BlueBay  
Asset Management

## 市場アップデート – 2017年7月31日

### 通貨が鍵を握る

#### ユーロと米ドルの動きが、欧州中央銀行（ECB）及び米連邦準備制度理事会（FRB）の姿勢に転換をもたらすかもしれません



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

米連邦公開市場委員会（FOMC）が特段のサプライズなく終わる中、グローバル債券の金利はほぼ横ばいとなりました。米連邦準備制度理事会（FRB）の声明のなかでは、バランスシートの縮小は9月より開始することが示唆されましたが、市場参加者にはすでに織り込み済みであった上に、夏場に入っていることもあり、ボラティリティは低下を続けて、VIX指数は1993年以来の水準にまで低下しました。こうした環境はリスク資産の下支えとなり、グローバルな経済成長は堅固で、インフレは落ち着いており、緩和的な財政及び金融政策が続くなかで、株式市場は最高値を更新し、クレジット債のスプレッドは縮小しました。しかし、市場がこうしたゴルディロックスの投資環境に慣れてきているように見えるなか、この状況に水を差すような懸念がひとつ高まっています。それは、通貨の動向です。

米ドルは貿易加重平均でみて2017年に10%下落しており、このトレンドは加速の兆しがみられます。ブルーベイの分析では、欧州中央銀行（ECB）の経済予想モデルで、ユーロの上昇を加味すれば2018年の消費者物価指数（CPI）予想は0.2%下方修正される可能性があり、中央銀行はこれまでのところ通貨の動きを楽観的に捉えているようですが、更なる米ドルの下落を抑えたいと考えているだろうとみています。このことで、ECBは今後よりハト派な姿勢を示す可能性がある一方、米国では金融状況の緩和が引き続きみられることから、FRBが今後の会合で金利を正常化していく力を強めていくかもしれません。もしそうなった場合、よりタカ派なFRBと米国金利の上昇が2017年後半のリスク資産にとって脅威となる可能性があります。当面の間、夏のキャリー・トレードは続くと考えており、状況が転換するかどうか見極めることになるのは、来月後半に予定されているジャクソン・ホール会議であるとみています。

先週は、その他のニュースもあまりありませんでした。欧州周辺国は、利回りへの需要による恩恵を引き続き受け、ギリシャは3年ぶりに国際市場に復活し、欧州周辺国地域の改善を示す大きな出来事となりました。一年半に亘ってギリシャについては前向きな見通しを維持しており、黒字のプライマリー・バランス、プラスの経済成長、EU離脱に対する支持の低下、民間部門の債務が10%程度であることを考えると、ポルトガルなどと比較してスプレッドは非常に魅力的な水準にあると考えています。しかし、格付けがCCC格であることから、多くの戦略において、運用ガイドライン上の制約から投資が難しくなっています。

今週は、米国の雇用統計が注目を集める材料になるでしょうが、最近の労働市場はかなり安定していることから、現時点の状況では雇用者数よりもインフレ及び賃金が注目を集めると考えられます。概して、8月は比較的落ち着いた状況でスタートすると思われれます。統計的にいうと、流動性が低下し、シニアな投資家が夏季休暇を取ることで、8月はボラティリティが高くなる傾向が強くなります。しかし、今年に関しては、ボラティリティ

が高まるきっかけを指し示すことが難しく、以前もお伝えしたように低ボラティリティが今後歪みを生む要因になったとしても、今のところはこの環境によって、市場のゆがみや価格評価面でのバブルはもたらされていないと考えています。

ダウンサイドのプロテクションは割安と考えられ、VIX指数が低下しているため、S&P500指数のわずかな動きによってもVIX指数は数ポイント上昇することになります。仮にS&P500が3.5%下落すると、VIX指数は21に上昇し、VIX一ヶ月先物指数は二倍になると推定されます。しかし、S&P500が2%以上直近で動いたのは、トランプ氏が大統領選に勝利した日であり、プロテクションのポジションを取ることは、それでもコストがかかり、不必要かもしれません。

チェルシー・ファンとして先週気になったニュースは、ジョゼップ・グアルディオラ監督がたった11人のマンチェスター・シティというチームのために2億ポンドをつぎ込むことを決めたことです。350万人の人口を抱えるボスニア・ヘルツェゴビナの年間歳出額は1.8億ポンドで、8200万人の人口を抱えるコンゴ民主共和国の年間歳出額は1.35億ポンドです。現実世界ではなんとも納得がいかないことが多いですが、市場は夏場のキャリー・トレードがまだ続く穏やかな状況になると思われます。

---

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%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率1.05%（税抜き）、ハイ・イールド債／ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）、投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）、転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）、オルタナティブ戦略：年率2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）、マルチクレジット戦略：年率 0.80%（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（2017年7月31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れるようお願いいたします。

以上