



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2017年9月4日

夏の終わり – 8月を振り返って –

「新学期」を迎えるにあたり、今後の運用見通しについて改めて見直してみたいと思います



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チーム共同ヘッド

先週のグローバル金融市場では大きな変動はありませんでしたが、8月を振り返ってみると先進国金利は低下基調となり、クレジット債のスプレッドは拡大しました。北朝鮮情勢や米国を襲った「ハリケーン・ハービー」の影響、さらに夏休み期間が終わり9月には例年新規発行が増加するとの見通しが投資家の懸念を高める要因となりました。その意味で、「新学期」を迎えるにあたり、市場で何が割り引かれて考えられているのかを見据え、今後の運用見通しについて改めて見直してみたいと思います。

まず米国に注目してみると、ここ最近発表された経済指標は概ね良好な内容でした。4-6月期の実質GDPは、堅調な個人消費を背景に前期比年率+3.0%増に上方修正され、(経済指標と事前の市場予想との差を示す)サプライズ指数も直近2カ月は安定的に上昇基調にあります。また、アトランタ連銀が算出するナウキャストによる7-9月期GDP予想は+3.3%増となっており、概ね現実的な数字であると考えています。米経済の成長により米連邦準備理事会(FRB)は漸進的な利上げを行うことが可能となり、政策金利を正常化していくと見られます。金利低下及びドル安を背景に金融状況は足元で緩和されており、次回の9月の会合では引き締め策として利上げよりもバランスシートの正常化に焦点が当たる可能性があるものの、FRBは2018年末までに残り4回の利上げを行うと見えています。低インフレがFRBによる利上げの妨げになっているとの報道もありますが、インフレ率がFRBの目標である2%近辺に留まるのであれば、漸進的な金利正常化の障壁とはならないと考えています。

また、競争環境の改善や供給サイドの発展による堅調な経済成長が確認されながらもインフレが目標水準を小幅に下回っている状況と、需要が後退していることによりインフレが低下している状況では、政策担当者の受け止め方が大きく異なります。市場は、インフレが低すぎれば二度と利上げを行うことが出来なくなるという考えから、更なる利上げの可能性を一切織り込んでいないことには驚いています。政策担当者との会話に基づけば、市場が織り込んでいるのはかなり極端なケースであると考えられます。したがって、米国債のイールドカーブの短期ゾーンはリスク・リターンがかなり非対称になっていると見えています。一方で、市場ではトランプ政権が減税や改革面で何かを達成する可能性を全く織り込んでおらず、財政面でのサプライズがあれば市場がこれらを容易に織り込む可能性もあると見えています。ハリケーン・ハービーは明らかに巨額の財政支出を要するものになると見られます。トランプ大統領は「史上最大の災害支援」を行うと表明しましたが、これはメラニア夫人が「FLOTUS(アメリカ大統領夫人の頭文字)」と書かれたキャップを被り、ハイヒールで被災地を訪れていた映像と同様、困惑を誘うものです。

ユーロ圏では、今週予定されているECB会合でドラギ総裁が量的緩和(QE)縮小(テーパリング)に言及する可能性があり、投資家の注目を集めています。ユーロ圏の経済指標は引き続き堅調で、前回ECBが経済見通しを発表した時点と比較してユーロが8%近く上昇している中で、消費者物価指数(CPI)予想は引き下げる必要があるかもしれませんが、成長見通しが2%を上回る水準まで押し上げられることを予想しています。実際、ユーロ高はECBによるテーパリングの妨げとなっており、ECBは一段のユーロ高を防ぐため、2018年の債券購入額に関する政策

発表を10月以降に先延ばしする可能性もあると見られます。最終的にECBは2018年上半期の月次債券購入額を600億ユーロから400億ユーロに減らすことを発表すると予想していますが、債券の償還金を再投資に充てることから2018年中は2017年とさほど変わらない額の債券購入になると予想されることも事実です。またECBは、金利差が為替相場の動きを決定づける主因になるとの見方から、テーパリングが完了するまで政策金利を現状の水準に据え置くことを約束するかもしれません。これらの進展はドイツ国債金利が急上昇する可能性を押し下げる可能性があり、周辺国国債のスプレッドに関しても今後の拡大を防ぐ要因になると見えています。

9月はドイツで選挙が予定されていますが、より市場の注目を集める可能性があるのは2018年のイタリアの総選挙です。連立政権がどのように樹立されるかを巡っては様々な憶測がありますが、ブルーベイでは政権の弱体化を予想しており、必要とされる改革実行が困難になると見えています。ただし、イタリアの欧州連合(EU)離脱(イタレグジット)につながる可能性のある選挙結果は予想しておらず、ユーロ圏の他地域における動向も概ね前向きであるなか、イタリア国債が下落した局面は買いの好機になる可能性があると見えています。またフランスではマクロン大統領が改革を推し進めることを期待しており、より広範に見れば、景気回復と失業率の低下がEU全般の信用力の底上げにつながると見えています。これとは対照的に、英国の状況はより一層不安定で、ブレグジット交渉が難航するなか英ポンドが下落していることを踏まえ、英国の政治的リスクは引き続き過小評価されており、メイ首相が2022年まで続投を宣言していることは非現実的であると考えています。

エマージング市場のクレジット債は、この夏、概ね良好な投資環境下で投資家の選好が続いたことによる需給面での追い風により、多くの先進国資産と比較して良好なパフォーマンスを収めました。一方社債市場では、低水準の利回りから投資家の需要が減退するなか、新発債市場が活況であることも相まって、足元でスプレッドが拡大傾向にあります。特に米国投資適格社債市場は海外投資家からの需要が急速に低下するなか、この傾向が顕著に見られています。リスク・オフ基調の高まりを背景に欧州金融機関のCoCo債のパフォーマンスが弱含んでいますが、この動きは一時的なものであると捉えています。全般的には、需給面のバランスを好感しているため、米国社債と比較して欧州社債を選好しています。グローバルで見れば堅固な成長、低金利、緩和的な金融政策に特徴づけられる環境下で、外的要因によるリスク・オフのイベント(朝鮮半島における衝突など)や、急激な米金利上昇及びドル高によってここ数ヶ月の動きに反転がない限り、年末に掛けてスプレッドが拡大する可能性は低いと考えています。したがって、社債市場に対して概ね前向きな見方を維持しています。

見通しの大半は既に述べた通りですが、今週は米雇用統計及びECB会合が間違いなく市場の注目を集めるイベントになると見られます。市場が乱高下した8月でしたが、ハービーが上陸したスピードと同じくらいの速さで洪水から被災地が一日でも早く復興し、快適な生活環境が訪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、契約資産を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9月4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