



BlueBay  
Asset Management

## 市場アップデート – 2017年9月11日

### 年末への備え – 米インフレや財政政策に注目 –

今年末に掛けて、米欧の中央銀行による重要な政策発表や米国の政治的進展が予想されるなか、注目すべき材料は多く存在していると見ています。



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

米国がハリケーン「ハービー」による甚大な被害から立ち直ろうとするさなか、今度はハリケーン「イルマ」が再び米国で猛威を振り始めたことから、先週の金融市場はこれらの自然災害によってもたらされる人的被害に対する懸念によって覆い隠される形となりました。ただし、このような懸念を抱えながらも米国経済の状況は引き続き投資家の安心感を誘う内容でした。先週発表された先月の米供給管理協会 (ISM) 製造業総合景況指数は6年振りの高水準となり、全米自営業連盟 (NFIB) 中小企業楽観指数も2004年以来の高水準を維持しました。したがって年末を迎えるにあたり、米国経済の拡大に対する楽観的な見方を維持するための多くの理由が存在していると見られます。さらにトランプ大統領が、民主党との間で債務上限引き上げ及びハリケーン被害救済法案で合意に達することが出来たことが、今後長期的に難航すると見られる予算案を巡る協議を前にした前向きな進展であると受け止められました。

投資家が継続的にインフレ見通しを後退させ、今後数カ月間で米連邦準備理事会 (FRB) が政策金利に関してさらなる行動を起こす可能性は低いと結論づけるなか、米国債金利は週を通して低下しました。その意味で、ユーロドル先物市場では2018年末まであと1回の利上げのみしか織り込んでおらず、これはブルーベイの見方と引き続き大きく異なります。ブルーベイでは、堅調なグローバル経済を背景にインフレがこれ以上低下する可能性は低いと見ており、結果としてFRBは来年も利上げを継続し、政策金利は2%を上回る水準まで上昇すると見ています。その過程で、米国債のイールドカーブは大幅にフラット化すると見ています。したがって、引き続きユーロドル先物を利用した米国金利のショート・ポジションは魅力的なリスク調整後リターンが見込める適切なポジションであると考えており、ポートフォリオ全体としても金利デュレーションのショート・ポジションが適切であると判断しています。

欧州では、先週開かれた欧州中央銀行 (ECB) 会合は特段の波乱なく終わりました。他の地域同様に、ECBもユーロ圏経済の成長見通しを引き上げ、インフレ見通しを小幅に引き下げました。ドラギ総裁は10月に量的緩和 (QE) 縮小の発表があることを投資家にほのめかしましたが、多くの側面から見て、ECBが可能な限り長期に亘って、可能な限りの緩和的な金融政策を維持することは確実に理にかなっていると言え、現在のような早すぎるタイミングで来年以降の金融政策に関する見通しを予告するのではなく、政策に関する柔軟性を可能な限り維持することが重要であると考えています。ブルーベイでは、引き続きECBが来年前半に月次の資産購入額を現在の600億ユーロから400億ユーロに削減すると予想しています。ただしECBは、2017年に急増すると見られる保有債券の償還金の再投資を強調しており、ドラギ総裁は現状のハト派な金融政策が今後も当面は継続することを強調することで市場の混乱を防ぎ、今後数ヶ月間におけるユーロの更なる急上昇を避けたい意向であると見ています。結果として、ドイツ国債金利は当面レンジ内での変動に留まると見ており、欧州周辺国債のスプレッドは、堅固な経済成長と落ち着いた市場環境による恩恵を受け、縮小傾向で推移すると見ています。

先週はエマージング(EM)市場も引き続き堅調に推移し、外貨建て債はドイツ国債や米国債の動きに追随したほか、現地通貨建て国債も引き続き底堅いパフォーマンスとなりました。EM資産は、足元で継続的な資産配分に伴う資金流入による恩恵を受けており、例えば米国投資適格社債などの資産クラスと比較すると、EM債市場に対する需給面での追い風が顕著であることがわかります。その他では、英国でブレグジット交渉が難航しており、党大会シーズンを迎えようとしているなか、政治的混乱が引き続き深まっています。政策担当者との面談では英国交渉団が適性に欠けているという印象を引き続き受けており、依然として英国の資産は十分に政治的なリスク・プレミアムを織り込んでいないようですが、これは時間の問題であると見ています。

今後の見通しとして、市場が織り込む利上げ回数が前回のFOMC会合におけるドット・チャートと大きく異なっていることから、20日に予定されているFRB会合は明らかに市場の注目を集めるイベントであると言えます。ただしそれ以前に、米インフレ率の発表が市場の話題を独占する可能性があります。これに関して言えば、インフレ低下に関して過度に悲観的な見方もありますが、米10年インフレ連動債に織り込まれたブレイクイーブン・インフレ率は1.8%で、ここ3ヶ月間ほとんど変化していないとともに、1年前の水準と比較すると大きく上昇しています。金属価格及びその他の商品価格が上昇を続け、より短期的にはハリケーンによる影響に伴う食品や石油・ガス価格の上昇が、CPIを小幅に引き上げる可能性があります。今後、AI技術の導入を背景とした労働市場における構造的な変化が賃金上昇の妨げとなり、コストの引き下げ効果をもたらすことは事実であるものの、グローバル経済における緩みが解消されるなかで、景気循環的に足元の事業環境を見れば、堅調な経済成長が続く限り、価格は低下ではなく上昇する可能性の方が高いと考えています。ブルーベイのマクロ見通しはここ最近で大きく変化していませんが、市場参加者の見通しはより速いペースで変化しやすいものであるということを念頭に置く必要があります。

米国では予算案に関する協議が始まろうとするなかで、先週最も興味深い出来事であったのは財政タカ派であるフリーダム・コーカス(共和党保守強硬派)が予算案を提示したことでした。ここで明らかなのは、財政支出削減よりも減税が優先されているということで、税制の中立性という概念は全く無視されているということです。今後トランプ大統領自身が本性を明らかにし、財政政策を利用した経済活性化というトランプ氏の当初からの目的を踏まえれば、年末までにこのことに関して何らかの進展があるというリスクが織り込まれていなさすぎであると見ています。今後数ヶ月間は、様々な出来事が市場を賑わす可能性があるかと見ています。

---

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となります。

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9月11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