



BlueBay  
Asset Management

## 市場アップデート – 2017年9月19日

### 嵐が去り、堅調な経済に光が当たる

米欧の堅調な経済指標は、金融市場を覆っていた雲に晴れ間が差し、見通しが明るくなってきたことを示唆しています。ただし米利上げに関しては様々な見方が存在しています。



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

先週は、米国でハリケーン・イルマによる脅威が収まるにつれ、金融市場でも嵐が過ぎ去ったかのような展開となりました。投資家の質への逃避傾向が後退するなか、米国株式市場は再び過去最高値を更新し、米国債金利が上昇する一方でクレジット債のスプレッドは縮小しました。先週発表された米消費者物価指数(CPI)はここ最近の予想を下回る傾向を覆し、今週に控えた米連邦公開市場委員会(FOMC)を前に、ブルーベイでは引き続き米連邦準備理事会(FRB)が来年を通して金利正常化路線を維持する方針を再確認すると予想しています。また、人工知能(AI)や技術革新、市場への新規参入増による競争激化、規制緩和などの、より中長期的かつ構造的な要因はインフレを押し下げると見ているものの、今後12カ月間のインフレ動向を見据えると、足元の米ドル安による輸入物価へのパス・スルー効果の影響、商品価格の回復、グローバルの経済成長、労働市場の引き締めなどの要因が景気サイクル的に見てインフレを押し上げる可能性があるとしています。コア個人消費支出(PCE)物価指数で見たインフレ率が今後更に低下せず、底打ちの兆候が見られれば、低インフレがFRBによる利上げの妨げにはならないと見ており、経済状況が底堅く、労働市場の引き締めが続けば、FRBは中立的と判断する水準まで利上げを続けるとしています。その意味で、政策担当者がインフレ及び金利に関連した既存モデルの有効性につき疑念を抱いていることは明確であるものの、保守的な中銀担当者がこれらのモデルを早急に放棄するとは考えていません。さらに、株式市場が上昇を続け、金融状況が継続的に緩和されていることも、FRBが金融刺激策を徐々に解消していくことを促す要因になると見えています。

欧州に目を向けると、英国のインフレ統計がイングランド銀行(英中央銀行)をややタカ派方向に促していると思われれます。英国が引き続き欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)の余波に依然として苦戦するなか、直近の英ポンドの下落を背景に今後も価格圧力は高止まりすると見えています。一方で、英国政府が公務員の賃上げを平均年1%までに抑える政策の撤廃を始めるなか、警察官及び刑務所職員の賃上げの発表があったことは、緊縮財政の日々が終わりに近づき、財政浪費の日々が到来することを意味していると思われれます。ブルーベイでは引き続き、英国資産にはより大きな政治的及びインフレのリスク・プレミアムが付与されるべきであるとの考えを維持しており、過去1年間で英国債のパフォーマンスは驚くほど持ちこたえたことは事実であるものの、金利が現状の水準からさらに低下するとは考えづらく、今後数カ月間で金利は上昇する可能性が高いと見えています。

ユーロ圏では、全般的に各国国債のパフォーマンスが堅調さを維持しました。新規発行は投資家の旺盛な需要に支えられ、社債及びエマージング債のスプレッドも欧州の投資家の利回り選好の高まりを背景に、年初来で最も縮小した水準まで縮小しました。対照的に、米国社債市場では巨額の新規発行が需給面で市場の重石となりました。ただし、市場のボラティリティ指標の低下や堅調な株式市場は全般的に良好な市場心理の下支えとなっています。為替市場では、米国債金利の上昇が前週下落していた米ドルの反発につながりました。また中国では、

1米ドル6.50人民元を下回る水準への米ドル安を制限するとも受け取れる、国家外貨管理局(SAFE)による興味深い制度変更がありました。

今週の金融市場においては、FOMCが重要なポイントになると見えています。多くの市場参加者がFRBによる量的緩和(QE)の縮小(テーパリング)開始の発表を予想しており、これは約10年間に亘るQEの終焉を意味します。テーパリングの発表は概ね市場に織り込まれているため、現段階ではこの前進が市場に大きなインパクトを与えるとは考えていません。ただし今後数カ月間に亘って、債券市場を取り巻く需給面での市場環境はやや悪化する可能性もあると見ており、直接的に金利上昇にはつながらないかもしれませんが、グローバル経済の成長鈍化の明確な兆候が得られない限り、更なる金利低下は難しくなる可能性があると考えています。

一方で、FRBによる広範な経済評価の発表に市場の注目が集まると見ており、最新の成長見通し及びインフレ見通しに加え、政策担当者の将来の政策金利見通しを反映したドット・チャートの発表が焦点になると見られます。足元で市場が織り込む2018年末までの利上げ回数は1回のみで、これは7月時点でのドット・チャートが示す同期間での4回の利上げと大きく異なります。直近の予想を下回るインフレ指標を背景に、次回会合でFRBがよりハト派寄りの方向に傾くのか、もしくは堅固な経済状況を踏まえ、安定的かつ漸進的な金利正常化の道筋を再確認することを選択するのかに注目が集まります。ブルーベイでは実際の政策担当者との会話を踏まえ、後者になる可能性が高いと判断しています。仮にイエレンFRB議長がタカ派な顔を見せることを選択したとすれば、新型iPhoneの顔認証機能がそれでも彼女を認識してくれる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19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