



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2017年9月19日

米国リスクは上昇基調に—FRBが緩和策縮小を発表—

米連邦準備理事会（FRB）が量的緩和（QE）縮小を開始するなか、
経済見通し及び減税に関する合意見通しは、米金利上昇圧力となる
可能性があると見ています。



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

先週行われた米連邦準備理事会（FRB）会合では、FRBがバランスシートを緩やかなペースで縮小する量的引き締めを10月に開始することが発表されました。市場はこの発表を概ね織り込み済みであったものの、米連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーによる金利見通しはややタカ派寄りであり、今年12月に再度の利上げ、その後2018年に3回の利上げを示唆する内容でした。これはブルーベイの見通しと合致するものですが、市場の価格とは乖離があります。9月初めの時点で市場が織り込む2018年末までの利上げ回数は1回以下で、今月に入ってから金利上昇を経ても、足元で織り込む同期間の利上げ回数は依然として2回未満となっています。FRB同様に、ブルーベイでも今後数か月間で景気循環的な圧力がインフレ率を押し上げると見ており、引き続き堅調な成長見通しを踏まえ、金利は2-3%程度の中立的な水準まで漸進的に正常化していくと見ています。一方で、減税に関する合意見通しは更なる金利上昇圧力となる可能性があり、結果として米短期金利のショート・ポジションは理にかなったポジションであると考えています。

米国金利の上昇につられる形で、足元ではユーロ金利でも上昇が見られました。FRBがよりタカ派姿勢を強めれば、欧州中央銀行（ECB）は債券購入プログラムの縮小を導入しやすくなるとの見方に基づくと思われる。ただし、ブルーベイが政策担当者で行った会合の内容を踏まえれば、ECBはユーロ圏全体で勢いを増す景気回復の妨げとなり兼ねない、更なるユーロ高圧力を抑制するため、今後も慎重にハト派姿勢を維持すると見られます。結果として他の先進国国債と比較して利回り曲線の勾配が急であり、今後一年半は利上げも予想されていないことを踏まえても、ドイツ国債金利の上昇圧力は抑制されていると見ています。一方で、英国債に関しては、米国債の利回り上昇により影響を受けやすいと考えています。英国資産に織り込まれるインフレや政治に関するリスク・プレミアムは十分ではないと見ています。先週金曜日にはメイ首相が欧州連合（EU）離脱（ブレグジット）方針を巡る演説を行いました。ブレグジット交渉において他のEU諸国との早期の合意期待はいずれも短命に終わると見ています。英議会の政治家は、実際は正反対であるにも関わらず、英国がEUを必要としているよりもEUが英国を必要としているという勘違いをしていると考えています。ドイツ政府にとって英国の要求を渋々受け入れる意向はなく、EUは2019年を迎えるまで英国の政治的混乱が加速することを静観すると見ています。一方で、ギリシャを始めとする異端の国に対して強硬路線を維持したことは足元でEUにとって利益を生み始めていると見られ、英国政府を服従させる、もしくはブレグジットを撤回する新たな選挙が行われることに対する期待が高まっています。これは2018年を通して慎重に吟味していくべき問題ではありますが、足元ではメイ首相の介入を背景に英国の政治的混乱は深まる可能性が大いにあると考えています。

その他欧州では、格付け会社S&Pがポルトガル国債の格付けを投資適格級に格上げしたことを背景に、周辺国資産が堅調に推移しました。現段階ではポルトガルが再び欧州国債インデックスの構成国として採用されることはないものの、これは時間の問題であると考えています。流通市場におけるポルトガル国債の残高は比較的少ないことから、格上げのニュースは大幅な価格上昇につながり、ポルトガル国債のドイツ国債に対するスプレッドは週を通して40bps縮小しました。また先週は、BB+格のキプロスの信用見通しもポジティブに引き上げられたことから、ポルトガル同様の動きが見られました。ポートフォリオでは、同国の信用力が改善傾向にあることを好感し、キプロスに対して比較的大きなエクスポージャーを持っており、価格上昇による恩恵を受けました。社債市場でも週を通してスプレッドが縮小しましたが、より驚きであったのはFRBの発言がややタカ派寄りであったにも関わらず、米国株式市場が最高値圏を維持したことです。一方で、エマージング市場は大きく弱含みました。米ドル高による影響に加え、トルコ(イラクからのクルド独立を巡る住民投票)やメキシコ(大規模地震)、インド(財政政策の緩和)などの個別国の動向が市場に影響を与えたと見られます。

今後の見通しとして、投資家が自身に問いかけるべき重要な問いは、米国金利が継続的に上昇する中で、リスク資産が堅調なパフォーマンスを維持できるかということであると考えています。ハリケーンの影響によって経済指標に歪みが生じ、ほとんど有用な情報をもたらさない可能性があるとともに、12月に予定されているFRB会合までには依然として多くの出来事があると見られます。現段階でブルーベイが最も注目しているのは米議会の動向ですが、今後数カ月間で発表される可能性が高い、トランプ大統領によるFRBの次期議長の指名にも注目しています。これに関しては明確な見通しを持っていませんが、トランプ大統領が明らかにハト派寄りの「低金利の人」を選ぶと予想することはやや早計であると考えています。大統領は最終的に経済拡大が次期大統領選まで持続することを望み、その意味で、必要以上に緩和的な金融政策を続けることで金融安定性を犠牲にすることは適切とは言えないでしょう。

米国及び英国における政治的及び政策的な混乱とは対照的に、ユーロ圏は静寂のオアシスであるかのようです。ユーロ圏の政策担当者は、経済回復や銀行セクターの健全化、政治的リスクの余韻に浸っていると見られ、ここ最近では各主要都市で目に見えて前向きなムードが漂っています。ECBに関して言えば、ダンスする理由を探すことは容易であるようです。

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。

その他、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25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