



BlueBay  
Asset Management

## 市場アップデート – 2017年10月30日

### インフレが利回り上昇に蓋をする

#### —米国債利回りは年末に掛けて上昇基調に—



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

イタリアにおいてポピュリスト勢力の台頭を抑える選挙改革法案が成立するなか、米国では利回り上昇を食い止めている唯一の要因はインフレ率であると見られます。

先週は、米国で発表された経済指標が軒並み良好な内容となるなか、米国債金利は上昇を続けました。一方で、先週木曜日に欧州中央銀行(ECB)が現状の月次債券購入額を2018年1月から300億ユーロに減額するとともに、期間を9月まで延長することを決定するなか、ドイツ国債金利は米国債金利とは逆方向に動きました。ECBの決定は概ね市場コンセンサス及びブルーベイの予想通りでした。ただし、あまりにも多くの投資家がユーロ金利上昇に備えたポジションを取っていたと見られることに加え、ECBがおそらく2019年に入るまでは政策金利を低位に留める方針と見られるため、スティーブ化した利回り曲線がドイツ国債の売り圧力を抑制すると予想されます。この傾向は特に欧州周辺国で顕著に見られます。ユーロ圏では、ECBの量的緩和縮小(テーパリング)が来年に掛けてイタリアをはじめとした周辺国国債に及ぼす影響に関する過度に悲観的な見方が織り込まれていると見られます。

同時に、ここ最近継続的に述べている通り、欧州周辺国に関連したポジティブな報道が相次いでいます。全般的に成長見通しが堅調であるほか、先週イタリアでは、選挙改革(Rosatellum)が上院を通過したことで、「五つ星運動」の勢いが今後低下する見込みとなったほか、現段階でイタリアの欧州連合(EU)離脱(イタレグジット)の機運を高める思想は大きく後退したと見られます。さらにカタルーニャにおける状況は概ねブルーベイの予想通りの方向に進んでおり、市場の懸念が後退するにつれ、カタルーニャの地方債が顕著な上昇を見せていることは特筆に値し、今後もこの基調が続くと予想しています。

**「年末までに米10年債利回りが2.75%を上回っても不思議ではなく、特にトランプ政権の財政政策が実現すればなおこの可能性が高いと見ています。」**

一方、エマージング市場では全般的な見通しにやや陰りが見られます。トルコに関しては、直近の实地調査を踏まえ弱気な味方を維持しているほか、南アフリカ及びメキシコでは政治的進展が投資家の懸念を深めると見て、やや警戒感を強めています。最終的には、グローバル経済が堅調で、緩和策の引き締めが非常に緩やかなペースで行なわれるのであれば、多くのエマージング国は概ね堅調に推移する可能性があると見ています。ただし、多くの国のパフォーマンスが今年に入って堅調であることを踏まえれば、ポジションに関しては厳選する必要があると考えています。

今後の見通しとして、短期的には次期FRB議長の指名発表が市場の注目を独占すると見ています。ここ最近の報道に基づくと、足元ではジョン・テイラー氏とジュローム・パウエル氏が最有力候補であると見られ、パウエル氏が就任した場合は現状の金融政策が概ね維持されると見られる一方、テイラー氏はややタカ派であるとの見方が大勢です。ただしこれらの議論とは別に、米国で減税法案及び財政刺激策が成立しそうであることは、来年に向けた市場を見据える上で、より影響力を持つ出来事であると見ています。ブルーベイではこれまでも、市場が減税策の達成に関して悲観的すぎると考えていましたが、ここ最近の米国債金利の上昇は、債券投資家が減税策のような政策が金利の上昇圧力となる可能性を視野に入れ始めたことの表れであると捉えることが出来るかもしれません。

またここ最近の市場動向で興味深いのは、これまで米10年国債利回りが2.4%に達すると力強い買い圧力が働く傾向が見られていましたが、足元で利回り水準が2.4%を上回る水準まで徐々に上昇してきている中で、米国債にとっての需給面での支援材料が薄れてきており、今後数日間で2.5%を上回る水準まで上昇する可能性もあると見ています。実際、インフレが低位に留まっているということのみが利回り上昇の妨げとなってきたとも見られるなか、今後数ヶ月で価格は上昇を始めるとのブルーベイの見方が正しければ、年末までに米10年債利回りが2.75%を上回っても不思議ではないと見ています。特にトランプ政権の財政政策が実現すればなおこの可能性が高いと見ています。

ある時点では、金利上昇はリスク資産にとって脅威であるとの懸念を抱いていました。ただし、冬が到来したとしても、金融市場にはまだ晴天と穏やかな気候を楽しめる場所は存在すると言えるでしょう。

---

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）、投資適格債絶対リターン戦略：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）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（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10月30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をご遠慮下さい。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