



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2017年11月20日

ボラティリティは底打ちか

—クレジット債のスプレッド拡大は一時的な調整—



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

足元で市場の勢いはやや減退していますが、これは一時的な調整であると見られます。ただしボラティリティは今後上昇していく可能性があると見ています。

先週は、週の初めに多くの投資家は不意をつかれ質への逃避傾向が強まり、特にハイ・イールド市場の上場投資信託(ETF)から巨額の資金流出が見られたことや多くの個別企業に関連した悪材料などから、クレジット資産のスプレッドが拡大基調となりました。ただし全般的に見れば、直近のスプレッド拡大はこれまでの長期に亘るスプレッド縮小局面の調整であると捉えることができ、実際に週の後半には市場に買い手が戻り、スプレッド動向は落ち着きを取り戻しました。マクロ経済面では、経済指標が引き続きグローバル経済の堅調さを示す内容であったとともに、米税制改革案が下院を通過したことが市場の安心感につながりました。今後注目は上院へと移り、感謝祭に伴う休会後の審議再開が税制改革案の明暗を分けることになると見られます。

社債市場においては、年初来で見られていた低格付け・高利回り銘柄が買われる傾向にやや揺り戻しが見られ、とりわけ先週は金融劣後債が軟調なパフォーマンスとなりました。米国債の利回り曲線がフラット化する環境下において銀行の収益見通しの悪化が株式投資家心理の悪化につながったことが影響したほか、イタリアの中堅銀行であるカリージェ銀行の救済計画が暗礁に乗り上げたことで、同国内の多くの中小銀行に対する懸念が広がったことが悪材料となりました。ブルーベイでは、各地域において最も堅固な経営を行っている銀行を中心に投資をするという方針に基づき、イタリアの銀行においては最大手のユニクレディとインテザ・サンパオロのみを選好しています。今後数ヶ月間で、大手以外の銀行統合がさらに加速する可能性があり、幾つかのケースではその結果投資家が損失を被る可能性もあると見ています。

“これはアクティブ投資家が長きに亘って待ち望んでいた投資環境であり、ボラティリティの高まりが銘柄ごとの差別化を生み出し、市場の非効率性及び投資機会につながる投資環境であると言えます。”

先週はクレジット国債も他のリスク資産と概ね同様の動きとなりましたが、ベネズエラにおけるデフォルト(債務不履行)のニュースにも関わらず、エマージング市場は市場の下落を牽引する存在ではなく、ハイ・イールド社債主導の下落基調にむしろ追随する形であったと見られます。力強い経済成長や堅調な企業業績、ボラティリティの低下、緩和的な政策、低位に留まるデフォルト率はクレジット債の投資家にとって「ゴールドイロックス」な投資環境をもたらす要因となってきましたが、市場は右肩上がりに上昇を続けることは出来ず、先月以降は相対価値の観点から割高感が強まるなか、上昇基調はやや勢いを失ってきていると見られます。企業の投資活動に活発化の兆しが見られ、事例証拠に基づけば貸金やM&A(合併・買収)活動も上昇傾向

にあることはクレジット債のファンダメンタルズにとってリスク要因となり始めており、過去1年間の堅調なパフォーマンスを踏まえれば、投資家が利益の実現を検討し始めても不思議ではありません。とは言いながらも、そのような価格動向はスプレッド資産にとっての持続的な強気相場における一時的な価格調整であり、大幅な市場の転換点にはならないと見ています。特に欧州では、欧州中央銀行(ECB)の継続的な債券購入及び低金利環境が引き続き強力な支援材料になると見ており、落ち着いたマクロ経済動向が続くことが予想されるなか、投資家の利回り選好が早期に後退するとは想定しづらいと考えています。

先週は主要国金利市場に大きな変動はなく、米国債の利回り曲線が引き続きフラット化するなか、主要国金利は全般的にほぼ横ばいで週を終えました。米連邦準備制度理事会(FRB)が12月に利上げを行うことは概ね市場に織り込まれていますが、金利先物市場では2018年に一回程度の利上げしか織り込まれていない状況です。ブルーベイでは来年三回もしくは四回の利上げがあると予想しており、とりわけ米減税法案が成立し、既に潜在成長率を上回るペースで成長している米経済に大規模な財政面での支援が加わることになることを考慮すれば、この予想は妥当であると考えています。米インフレ率は依然として落ち着いているものの、過去3ヶ月のインフレ統計を年率化すればコアCPIは前年比2.4%となっています。先週発表された指標ではブルーベイの見方通りコア個人消費支出(PCE)価格指数が底打ちしたことが確認され、今後は構造的な要因によるインフレ率押し下げ圧力を景気循環的な圧力が上回ってくることで、コアPCE価格指数は緩やかなペースで2%に近づいていくと見ています。

図：米国のCPI（除食品・エネルギー）

3か月データの年率換算



出所： U.S. Bureau of Labour Statistics (BLS), 2017年11月15日

今後の見通しとして、今週は感謝祭に伴う休暇により、やや静かな一週間になると見えています。12月12日に予定されているアラバマ州の上院議員補選が、12月初めに税制改革の成立を占う上で重要になると見えています。税制改革案においては、合意に達するのが難しいと懐疑的に見ている要素は複数存在するものの、ここ数ヶ月間に亘って維持してきた年末までの減税達成という見方には引き続き確信を持っており、現段階で米経済が財政支出を必要としていないことを考慮すれば、税制改革の成立は2018年の米連邦公開市場委員会(FOMC)の政策金利見通しの上振れ要因になると見えています。

したがって今年は興味深い年末を迎える可能性があり、季節的に市場流動性が低下することから12月は価格動向が増幅される可能性があると考えています。そのような事態に備えておくことは重要であり、足元のポートフォリオのポジションは下落局面でリスクを積み増すことが可能であると同時に上昇局面では利益を実現することも可能な適切なポジションであると考えています。より一般的に見ると、ECBが緩和的な政策を維持し、来年もバランスシートを拡大するとしているなか、FRBはこれとは反対の政策を実行していくことから、ファンダメンタルズの観点から見れば欧州債券にはより大きな下支えがあると見えています。一方で、先週のスプレッド拡大は一時的な調整であると考えているものの、ボラティリティは底打ちし、今後上昇する可能性が高いと考える理由は多く存在していると考えています。これはアクティブ投資家が長きに亘って待ち望んでいた投資環境であり、ボラティリティの高まりが銘柄ごとの差別化を生み出し、市場の非効率性及び投資機会につながる投資環境であると言えます。しかしながら仮に市場が転換点を迎えた場合、そのことを多くの人が感謝出来るかどうかはわかりません。よい感謝祭を！

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11月20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、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上