

予想を上回る米国政策金利はリスク資産を混乱させることはない

過去を振り返ってみると、投資家は米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げサイクルにおいて、利上げ幅を常に過小評価してきました。しかし予想よりもタカ派な利上げによって、短期的にリスク資産は大幅な調整に見舞われる可能性はあるものの、利上げサイクルを通じてはプラス・リターンとなっています。リスク資産にとって中期的により重要な影響を与えるのは、FRB の政策金利ではなく、経済成長となります。

インサイト



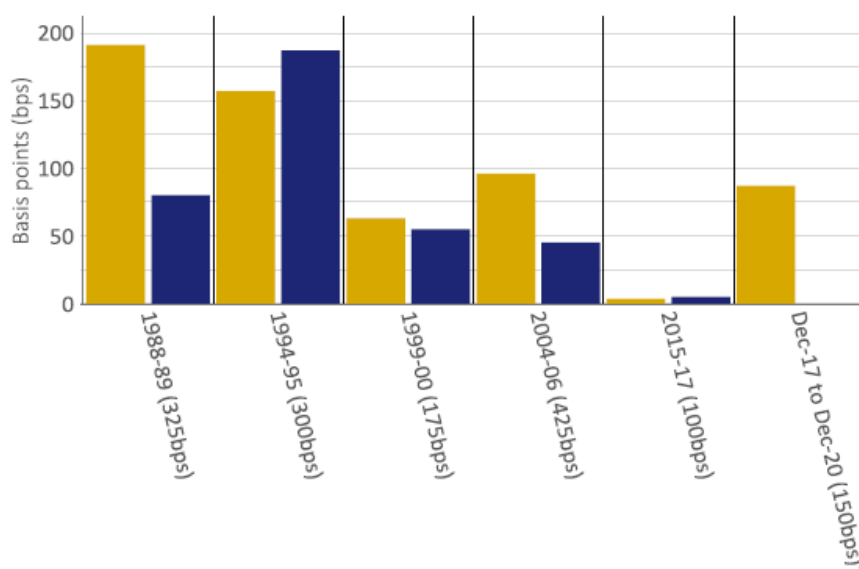
デビット・ライリー
 パートナー兼
 クレジット戦略ヘッド

市場は利上げサイクルを過小評価

過去をみてみると、FRBの利上げ開始時において投資家は、政策金利が達する水準を過小評価しています。図1の黄棒はFF金利の利上げ終了時の誘導水準と、利上げサイクルのスタート時に先物市場が織り込む金利水準との差を示したものです。青棒は、利上げサイクルの開始時と終了時の米国10年債利回りの差を示しています。10年債利回りの上昇幅は、政策金利の上昇幅（各利上げサイクル時の利上げ幅はカッコ内に示しています）を下回っており、つまりイールドカーブはベア・フラットニングしています。

図 1：市場は通常利上げサイクルを過小評価

- FRB が実際に利上げを行った水準と、利上げサイクルのスタート時に先物市場が織り込む金利水準との差
- 利上げサイクルの開始時と終了時の米国 10 年債利回りの差



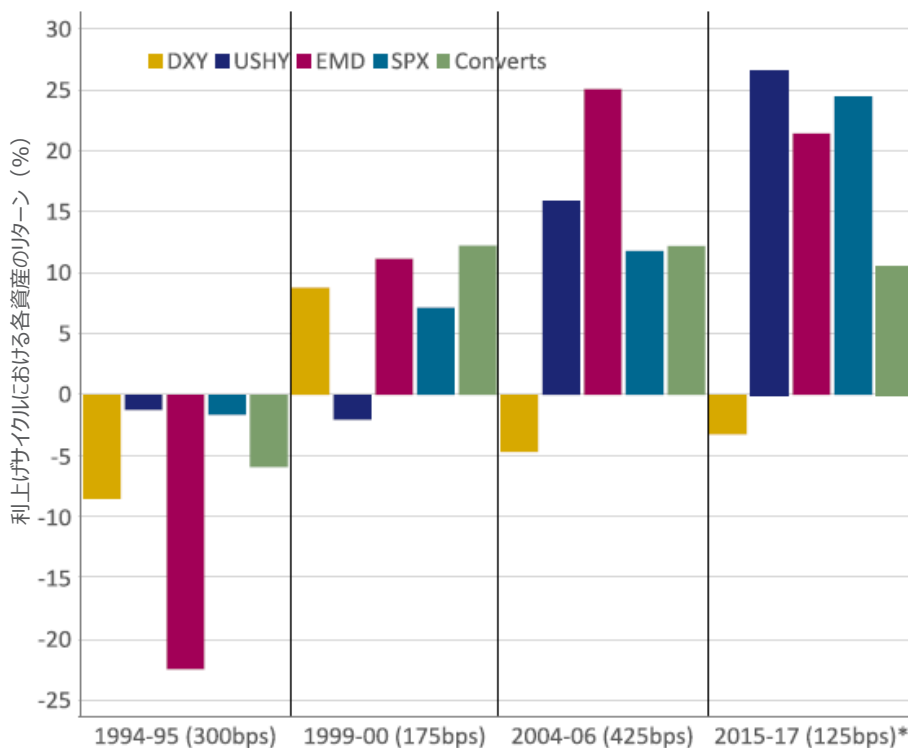
(注) 各利上げサイクル時の利上げ幅はカッコ内に示しています。*2017年12月から2020年12月の期間の150bpsの利上げ幅は、2017/9/20のFOMCのドット・チャートで示された利上げ予想に基づいています。2020年12月限月のユーロドル先物市場が2020年12月までに織り込む利上げは65bpsに留まっています。黄棒はFF金利の利上げ終了時の誘導水準と、利上げサイクルのスタート時に先物市場が織り込む金利水準との差を示したものです。青棒は、利上げサイクルの開始時と終了時の米国10年債利回りの差を示しています。

(出所) Macrobond; Bloomberg; ブルーベイの試算 2017年11月2日

現在のFRBの利上げサイクルは、十分な周知の後に、2015年12月16日にFF金利の誘導レンジを0.25%~0.5%へと25bps引き上げて始まりました。これまでのところの利上げは先物市場で示された当初の市場予想に近いものとなっており、2017年12月までの利上げ幅の差は小さくなっています(次回会合で1.25%~1.50%の誘導水準に利上げが行われることを予想)。しかし、最終的に黄棒が示す、2020年12月までのFOMCが想定する政策金利と市場が織り込む金利予想との差はおよそ85bpsとなっており、25bpsの利上げ三回分に相当します。そして、もし減税策が可決され経済成長及びインフレ予想を押し上げることとなった場合、FRBは現在想定しているよりも多くの利上げを行う可能性があると考えています。

経済成長への感応度の高いリスク資産、つまり株式、ハイ・イールド債、エマージング債、転換社債といった資産は、市場がFRBの利上げ幅を過小評価してしまった中でも、直近三回の利上げサイクルにおいてプラス・パフォーマンスを残しています。一般的に言われていることとは対照的に、市場が利上げを完全に織り込んでいる状況はほとんどないにもかかわらず、経済成長への感応度の高い資産のリターンはマイナスとはなっていません。FRBの政策転換は市場に不安定さをもたらすことはありますが、リスク資産は利上げが経済成長に基づくものである限り、そうした不透明感に打ち勝ってきました。

図 2. FRB の利上げサイクル時におけるリスク資産のリターン



(注) 各利上げサイクル時の利上げ幅はカッコ内に示しています。*2015年12月から2017年12月の期間の125bpsの利上げ幅は、2017/12/13に25bpsの利上げが実施されることを想定しています。DXY-米ドル、USHY(米国ハイ・イールド)-BoAML US High Yield Index、EMD(エマージング外貨建て債)-JPモルガン EMBI GD Index、SPX(米国株式)-S&P Price Index、Converts(転換社債)-Thomson Reuter Global Focus USD Convertible bonds
(出所) Macrobond; Bloomberg; ブルーベアの予想に基づく; データは2017年11月2日

例外となるのは 1994 年からの利上げサイクルで、この時は投資家のサプライズの中でかなりの利上げが実施されました。そのため、ほとんどの資産クラスのリターンがマイナスとなりました。S&P500 については一時点で 9%下落することもありましたが、結果的にサイクルを通じては 2%の下落に留まりました。エマージング債は中でも著しく下落した資産でしたが、1994 年 12 月に起きたメキシコのテキーラ危機が大きな要因となっています。メキシコ・ペソは切り下げられましたが、その一因として FRB の利上げもあったものの、より大きな要因は国内の政情不安や持続不可能な政策でした。

過去及び足元をみても、FRB の利上げ幅を投資家は過小評価していますが、利上げ幅が予想を上回るものであっても、リスク資産はプラス・リターンを獲得してきています。唯一、例外であるのは 1994 年から 1995 年の期間で、ショックが大きすぎたことで債券市場が大幅な調整に見舞われ、それが他のリスク資産にも波及しました。また、利上げサイクルはベア・フラットニングをもたらすものの、必ずしも米ドル高をもたらすものではないということも、過去の教訓のひとつとなっています。

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契約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。