



BlueBay  
Asset Management

## 市場アップデート – 2017年12月11日

### 悪魔は細部に宿る

#### —ブレグジット交渉は今後も難航、米国では税制改革法案成立へ—



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

米国における堅調な経済成長、低失業率、さらに財政刺激策は市場の想定を上回るペースでの利上げを促す可能性があるとしています。

先週は、前週末に米税制改革案が上院を通過し、トランプ政権のロシア関連疑惑を巡るマイケル・フリン前大統領補佐官の証言に対する市場の懸念が後退するなか、グローバル債券市場の値動きは限定的でした。先週ワシントンD.C.で行った米政府関係者とのミーティングはいずれも、既に完全雇用状態にあり、現段階ではさらなる景気刺激策を必要としない米経済に対して財政刺激策を実行するにあたっては、金融引き締めが必要となるという我々の考えを裏付ける内容でした。さらに、金融市場は個人に対する減税の効果を織り込んでいない可能性があり、低所得者層を中心とした前倒し減税は消費の活発化を下支えする可能性があるとしています。これらの減税が一時的であるとしても（10年後に失効する予定であるため）、項目別所得税控除を利用していない世帯の93%への短期的な影響によって、法人減税を加えると今後2年間で米GDPを年率0.5%近く引き上げる効果があるとしています。法案の行方については、今週中にも上院案及び下院案のすり合わせが完了し、法案が承認されると見えています。両院の妥協点が見出せなかった場合、法案自体を可決したいという政権の強い意向と、上院での議席数が僅差であることを踏まえ機動性に欠けるため、上院案を直に採用する可能性が高いと見えています。

米経済が引き続き堅調であると見られることから、2018年には4回の利上げが実施されると見ることが適切であると判断しており、先物市場が同期間で1.5回の利上げのみしか織り込んでいないことを踏まえ、引き続き米国金利のショート・ポジションを取ることが適切であると見えています。米連邦公開市場委員会（FOMC）はイエレン米連邦準備制度理事会（FRB）議長の最後の四半期会合となる今月末の会合にて、利上げを決定することが広く予想されています。イエレン氏がFRB在任期間中を振り返り評価する際には、自身に対する祝辞的なトーンになることを予想しています。今回の会合は市場にとって予想しやすい内容になると見られてはいるものの、足元で減税法案が成立間近となり、失業率も9月時点の4.3%から直近4.1%まで低下しているなか、2018年のドット・チャートは上方修正される可能性があるとしています。仮にそうなった場合、市場にとってはタカ派的サプライズとなり、FRBは年末にかけて混乱する市場から身を引く形になるかもしれません。ただし、ワシントンD.C.では確実にある種の自信が漂っており、FRBが引き締めサイクルにあるにも関わらず年初と比較して足元で米金融状況も緩和してきていることを踏まえれば、金利水準が絶対的に低いなか、金融政策は依然として勢いに欠けていると言えるかもしれません。

## “ワシントンD.C.では事が成し遂げられたとの安心感が広がっているように思われました”

その他にワシントンD.C.で受けた印象としては、トランプ大統領が来年初めにも北米自由貿易協定 (NAFTA)からの脱退を発表する可能性が高いというものでした。トランプ大統領は脱退にあたって、相手国への6ヶ月前通告を行えば事態の収束を他国の裁判所へと委ねることが出来ますが、カナダの首都オタワで行った他のミーティングの内容から、カナダが米国との二国間協定への回帰に前向きであることを踏まえると、NAFTAが来年半ば以降も存続すると考えることは困難であると考えています。またトランプ大統領がエルサレムをイスラエルの首都であると宣言したことで同地域の地政学的緊張を高めていることを踏まえれば、特にエマージング市場にとって来年は、今年の穏やかな市場環境と比較してより困難な年になる可能性があると考えています。

欧州では、引き続き英国が政治的混乱の中心となりました。騒々しい一週間を経て、メイ首相はブレグジット 交渉を進めるための譲歩案をようやく欧州連合 (EU) 交渉団に提出しました。ただし現段階で既に、ブレグジットに関しては「悪魔は細部に宿る」という兆候が見られており、残りのEU加盟国は密かに英国が決定を覆すことを望んでいるなかで、EU交渉団側にはメイ首相の仕事を容易にするインセンティブはほとんどないと考えています。今後は移行期間や貿易に関する交渉に移りますが、全てに関して合意に至るまでは何も合意がなされていないことを意味しているということは念頭に置くべきであり、今後も交渉が難航することが予想されます。その他では、マクロ経済面では概ね落ち着いた一週間となるなか、不正会計疑惑を背景に小売セクターのシュタインホフのCEOが辞任したことが市場の注目を集め、報道によって同社債券価格は約半値まで急落しました。欧州の社債市場が非常に穏やかであったなか、シュタインホフの事例はクレジット・リスクを積み増すにあたっては慢心しないことが重要であるということを思い出させる教訓であり、欧州中央銀行 (ECB) が社債購入プログラム (CSPP) 下で購入していた同社債券の損失を被るのかどうか注目が集まります。

今後の見通しとして、先週末に発表された雇用統計をはじめとする米経済指標及び今週の米税制改革案の進展が米国金利の上昇につながるかどうか注目を集めています。金利上昇を予想する投資家には多く遭遇する気がしますが、過去の場面でストップ・ロスを経験したことにより実際にそれに備えたポジションを構築している投資家は少ないと見られ、足元では市場にある種の慢心が見られると考えています。米税制改革に関しては、やや急いでまとめられた結果、不完全な部分が多く存在し、来年以降詰めるべき詳細があると見られます。ただしワシントンD.C.では事が成し遂げられたとの安心感が広がっているように思われました(アル・フランケン氏など一部の上院議員の度を越えた不適切な行動も明らかになっています)。

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12月11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