



BlueBay  
Asset Management

## 市場アップデートー2018年1月9日

パーティ・シーズンは当面の間続く

ーリスク資産は堅調な一年のスタートー



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

堅調なグローバル経済、低位に留まる市場変動性、商品価格の上昇を背景に、  
2018年のリスク資産は順調な滑り出しとなりました。

2018年は活況なスタートとなり米国株式市場は堅調な経済指標に押し上げられて最高値を更新しましたが、グローバル経済が「ブーム」にあることを反映していると考えています。グローバルに国債の利回りはわずかに上昇し、米国ではイールドカーブのフラット化がますます進みました。投資家は、米連邦準備制度理事会（FRB）が漸進的な利上げを行う中で、2018年は2017年の繰り返しのようになるという見方をしていると思われます。金融政策については、先物市場は年末までに56bpsの利上げしか織り込んでいない状況ですが、FOMCメンバーの将来の金利予想を示す直近のドット・チャートでは75bpsの利上げが示唆されています。しかし、2018年より後の利上げは市場にはほとんど織り込まれておらず、現状の経済の強さを考えると、今年後半に利上げが終了すると考えるのは楽観的すぎると思え、現在の金融政策サイクルは2019年より後はともかく、2019年は続く可能性が高いでしょう。こうしたことから、ユーロドル金利先物を通じたショート・ポジションは2018年12月限から2019年12月限に移行し、年を跨ぎましたが、引き続き短期の金利デュレーションのショート・ポジションは、最も確信度の高いポジションのひとつとなっています。

欧州の経済指標も堅調なことから、欧州中央銀行（ECB）は9月に量的緩和（QE）を終了する可能性が高まっていると考えています。欧州圏での利上げが1年後に迫ってきているという議論も出てきていることから、ここから数週間、ドイツ国債の利回りは米国債につられて上昇基調となる可能性があるかとみています。しかし、スティープ化したイールドカーブや、国債が不足しているというプレミアムが、金利上昇に対する抑止力として働くとみています。その他、イタリアの総選挙の投票日が3月4日に決定しましたが、当四半期はこのイベントが投資家の注目を集めることになるかとみています。この数週間、世論調査ではベルルスコーニ氏率いるフォルツァ・イタリアとサルヴェーニ氏率いる北部同盟による中道右派連合の支持が伸びており、30%超の投票を得る可能性がある一方で、五つ星運動は30%以下、民主党は25%をやや上回る水準の支持率に留まっています。各政党が単独勝利を得るためには、40%以上の得票率となる必要があるため、連立政権樹立の可能性がかなり高いとみられています。投資家は、ポピュリストな言動やEU域内におけるイタリアの立場への懸念から、北部同盟や五つ星運動が台頭するという結果を嫌う可能性が高いでしょう。しかし、この懸念は行き過ぎであろうとみており、連立政権（大連立もしくは連立樹立失敗による実務型政権のどちらになるかはわからないもの）が樹立されるというシナリオになる可能性が最も高いと考えています。この結果によってイタリア国債は上昇するかもしれませんが、根拠のない懸念によって短期的にイタリア資産が売られる可能性があることから、ロング・ポジションを取るエントリー・ポイントを待つことが賢明であると考えています。

“外的ショックによるグローバルなリスク・オフをもたらすようなイベントがない限りは、リスク資産の反発を阻む要因は米国金利の上昇だけであると考えています。”

リスク資産も概ね堅調な一年のスタートを切りました。株式市場の上昇、低ボラティリティ、米国での税制改革によって今後数ヶ月の新規発行は減退するとの見通しから、社債のスプレッドは縮小しました。エマージング市場も商品価格の上昇によって押し上げられ、イランでの混乱を背景に原油価格はこの一年で最高値を記録しました。エマージング各国でのニュースは様々であるものの、グローバルに堅調な経済成長、特に製造業の強さと商品価格の上昇は、エマージング市場にとって追い風となっており、外的ショックによるグローバルなリスク・オフをもたらすようなイベントがない限りは、リスク資産の反発を阻む要因は米国金利の上昇だけであると考えています。実際に、ここ数週間で株式市場の上昇は放物線を描くようになっており、取り残される不安（FOMO ; fear of missing out）が資産価格を押し上げ、さらに企業業績が上方修正されていることから、パーティ・シーズンはまだ当面の間続くと思われま

す。今後の見通しについては、一年のスタートは似ているかもしれませんが、2018年は2017年の繰り返しとはならないと考えています。しかし、現段階においては、今後数週間の市場の動向に注目しています。経済指標の趨勢と投資家の楽観的姿勢から主要国債利回りは上昇し、クレジット債のスプレッドは縮小するとみており、クレジット・リスクのロング・ポジションに対して金利リスクのショート・ポジションを維持する方針です。米国10年債利回りは、今後2.5%を超える水準まで上昇するとみています。先週発表された米雇用統計は必ずしもそのきっかけとはならなかったかもしれませんが、月中旬に発表されるインフレ指標が契機となる可能性があります。しかし、価格が上昇し、最低賃金が引き上げられ、原油価格が上昇するなか、インフレは永遠に低い水準を維持するという慢心は試されることになると考えており、この一年間のように米国10年債利回りは2.25から2.5%のレンジ内で推移する可能性は低いとみています。

今年どこからリスクがやってくるか誰が予想することが出来るのでしょうか。金正恩朝鮮労働党委員長が明るい色のスーツを着て韓国に友好的な態度を取る中、米国との言い争いはピークを過ぎ、自分の核のボタンの方が大きいとの主張はもうあまり意味がなさそうに見えます。中東情勢については心配をしていますが、今のところはゆっくりと燃焼する話であると思われま

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（2018年1月9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