



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2017年1月6日

まだ未消化



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

経済指標が堅調でリスク資産によっては良好な背景が備わっているにも係わらず、需給面が市場を主導する一年の幕開けとなりました

米国債金利は年明けから低下し、12月末からの傾向が続きました。経済指標が堅調であるにもかかわらず、こうした動きがみられていることから、これは需給面主導の反発であると考えています。米供給管理協会 (ISM) 製造業景況指数及びサービス・セクターの指標は予想を上回り、新規失業保険申請件数は1973年以来の最低水準を記録し、自動車販売台数は2005年12月以来の増加率となりました。トランプ氏が保護貿易主義の姿勢を強め、フォードなどは米国での雇用を創出するためにメキシコでの投資を取りやめることを発表する中で、こうした経済指標のトレンドは今後数ヶ月間続くと予想しており、政策転換への期待により設備投資と消費は盛んになるとみえています。より保護主義的な貿易政策が取られることとなればインフレ率は押し上げられ、商品価格が前年比大きく上昇していることを考えると米国の消費者物価指数 (CPI) は3%を今後数ヶ月の間に超える可能性もあると考えています。こうした背景に対して、最近の金利低下は弱気市場での調整であると考えており、金利は再び上昇基調となるとみえています。2017年は4回の利上げが実施されると引き続き予想しており、今週公表された連邦公開市場委員会 (FOMC) 議事録の内容を考えると、3月にまず最初の利上げが実施される可能性が高く、特に2016年10-12月期にみられた3%を超えるGDP成長率が2017年1-3月期も続けばこの可能性は益々高まるでしょう。

欧州では、12月のユーロ圏のCPIが予想を上回る前年比1.1%の上昇となりました。インフレ率は今後数ヶ月のうちに、欧州中央銀行 (ECB) がターゲットとする2%に達する可能性もみられ、消費者物価指数の伸びがコア・インフレ率の上昇につながった場合、ECBは年末に量的緩和 (QE) を終了することについて、今四半期末までに示唆するかもしれないと感じています。企業信頼感も堅固で、中央銀行は債券買い入れプログラムから最短でいつ脱却できるのか、その機会を探っているとみえています。一方、債券市場では、新規発行の増加によりドイツ資産以外はスプレッドの拡大がみられました。欧州の政治リスクは2017年前半の市場を左右する主因となることは予想されていたことから、スプレッドの拡大は目新しい材料ではありませんが、ポルトガルなどのスプレッドが昨年2月以来の水準にまで拡大していることは驚きです。

一方、対照的にエマージング債のスプレッドは縮小を続け、米大統領選以降みられた下落を取り戻しました。商品価格の上昇とグローバル経済における景気改善の兆しによる恩恵を受けました。しかし、勝ち組と負け組の差は大きくなり、ブラジル、ロシア、南アフリカが勝ち組となる一方で、メキシコはトランプ政権からの影響が懸念され負け組となりました。そのほかのクレジット債市場では、スプレッドは縮小傾向となり、欧州の銀行セクターにおける投資家心理の改善と米国の長期米ドル建て債への海外投資家からの需要が助けとなりました。

他に大きな動きを見せたのは中国での進展でした。中国人民銀行がオフショアの流動性を引き締めていることを発表し、個人が上限5万米ドルの海外資本を取得することを制限する政策を発表したことで、投資家は人民元のショート・ポジションを阻止されたことになり、人民元は二日間でここ最近ではもっとも大きな上昇を見せました。この動きは一時的なもので、中国当局の通貨切り下げのペースを遅らせたいとの意向を反映したものであって、人民元の下落傾向を転換させようというつもりではないと考えています。中国の居住者は現金を海外に送金したがっており、12月には人民元の下落は加速の兆しがみられました。

今後の見通しについては、2017年の初めは、経済指標と政策が市場の動きを主導するとみえています。需給面が市場を左右するという新年の幕開けとなりましたが、これは短期的な動きに留まると考えています。もしブルーベイの米国経済に対する見通しが正しければ、今後数ヶ月間は債券の投資家が持つ「底値で買う」というメンタリティは苦戦を強いられ、長

期的な景気後退に対する心配は過去の遺産として見做されることになるかもしれません。米国株式市場は史上最高値に近い水準となる中で、リスク資産の後ろ盾はかなりしっかりとしており、中国当局が人民元の下落が加速することを回避しようとしていることから、中国当局は統制を失っているという見方によってリスク・オフの動きが強まった2015年8月のようにはならないと考えています。

より広範に言えば、債券市場は2016年中に起きた大きな変化をまだ消化している最中であると言えるでしょう。量的緩和（QE）のピークは過ぎ、グローバリゼーションのピークも過ぎました。所得の不均衡がポピュリズムの台頭をもたらしましたが、これはインフレ・ターゲットを低く設定しすぎた中央銀行が何年にも亘ってディスインフレ政策を取ってきたことにも一因があると考えられます。財政政策は拡大路線となり、インフレ及び賃金は上昇することが予想されることから、債券の利回りは大きく上昇することが予想されます。この5年間でみてきた金利水準が新たな標準であると惑わされることは簡単です。しかし、マイナス金利や30年債の利回りがインフレ率を下回っていることが標準であるはずがありません。2016年は変革の一年となり、この変化の一部は2017年も続く可能性が高いと考えています。今年は決してつまらない投資環境にはならないでしょう。最後となりましたが、皆様、明けておめでとうございます。本年も宜しく願い申し上げます。

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
関東財務局長（金商）第 1029 号
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

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1月10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、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上