



BlueBay
Asset Management

用心しつつも前へ進もう

最近の市場の上昇、予想を下回るインフレ率、金利の方向性、今年後半に投資家が注意すべき点、これらについてデビッド・ライリーの考えをお伝えします

2017年7-9月期見通し



デビッド・ライリー

パートナー兼クレジット戦略ヘッド

主要債券市場と株式市場は史上最高値水準となっていますが、この上昇は続くのでしょうか。

リスク資産にとっての全般的なマクロ経済状況は良好であるものの、投資家にとっては「選択」と「規律」が今までにないほど重要になっていると考えています。

ファンダメンタルズ面がリスク資産の上昇を下支えしている状況は続いています。グローバル経済の成長は加速し、企業業績は上向き、デフォルト率は低下し、中央銀行は緩和的な金融政策を維持しています。

しかし、グローバル経済の成長はピークを迎えた可能性があり、市場のボラティリティはここ数ヶ月続いた非常に低い水準から今後は高まる可能性が強まっていると考えています。金利及び資産の価格水準は、予想外のことが起こった際にそれを吸収できるクッションがほぼない状況でしょう。

低ボラティリティに甘えて、クレジット債を見極めるという宿題をさぼるのはよくありません。

投資家は、とりわけハイ・イールド債及びエマージング資産が持つ投資価値を積極的利用する必要があると考えています。しかし同時に、リスク管理を行うことが重要で、今日行った投資を明日後悔しないようにしなければいけません。

なぜインフレ率は上昇しないのでしょうか、そして市場にどのように影響するのでしょうか。

中央銀行及び投資家が直面している難題は、上昇しないインフレ率です。なぜ、グローバルな経済成長に合わせてインフレ率は上昇しないのでしょうか。

インフレ率が低い理由は、構造的な要因と一時的な要因に起因していると考えています。技術革新は、多くのひとが認識しているよりも大きなディスインフレの影響を与えています。商品価格の下落、過去の低インフレ及びインフレ予想が影響している可能性があると考えていますが、こちらは一時的なものと考えています。

インフレと低失業率との関係が低下しているように見える一方、雇用の緩みがなくなれば、インフレ率は上昇してくるとみえています。一時的もしくは構造的なものであれ、どのような理由であっても、米連邦制度準備理事会 (FRB) が短期金利の引き上げを行う中でさえ、予想を下回るインフレ率は米国長期金利の上昇を抑制しています。これが、最近の米国債金利のベア・フラット化を招いている原因で、米国もしくはグローバルな景気後退リスクのサインではないと考えています。

米国債の名目及び実質金利の低さはエマージング通貨及び債券にとっては特にポジティブに働き、予想通り年内あと一回の利上げが実施されたとしても、この状況は変わらないと考えています。

米国金利見通しに何か変更点はありますか。

今年に入ってからからの主要な投資テーマのひとつは、金利の低下は終わった、というものでした。投資家が注意し、アクティブに運用しなければいけないのは、デュレーション・リスクであると考えています。

米国の金利については、FRBは2017年に3月を皮切りに少なくとも3回の利上げを実施すると今年初めに予想していました。これは市場のコンセンサスとはかなりかけ離れたものでした。FRBは6月にも利上げを実施し、おそらく9月にバランス・シートの緩やかな縮小を発表したあと、年内もう一度利上げを実施すると予想しています。バランス・シートの縮小はゆっくりと実施されていき、2018年の3回の利上げを妨げるものにはならないと考えています。しかし、市場は未だに2018年末までに1回もしくは2回の利上げしか織り込んでいない状況です。米国金利の見通しは引き続き強い確信度を持っていますが、我々及び市場の見通しが試されるのは今年終わりになってからだとみられます。

こうした見通しは、ブルーベ이의アセット・アロケーション型の戦略及びその他の戦略にどのように反映されていますか。

エマージング資産、特に現地通貨建て債及び社債への投資を増やしています。

欧州では銀行による偶発転換社債(いわゆるCoCo債)が高利回り資産の中で、魅力的なリスク調整リターンを提供していると見ています。しかし、ポピュラー・エスパニョール銀行のCoCo債が無価値となったように、この資産クラスにおいては、銘柄選択とリスク管理が非常に重要です。

全体としては、クレジット・ソブリン債及び社債のリスクはオーバーウェイトしており、良好な経済及び政治トレンドを受けて、欧州周辺国への投資を選好しています。しかし、その大きな例外となるのは英国です。

米国では金利リスクを抑えるために、10年債ではなく短期金利を使って、ショート・バイアスのポジションを取っています。10年債金利は、FRBの行動だけではなくグローバルな影響を受けやすいということが、このポジションの背景にあります。

今後数ヶ月間で、投資家が注意しないといけないことは何ですか。

投資家は、北京、ワシントンDC、フランクフルトという旅行先としても魅力的な都市に注意を払う必要があるでしょう。これらの都市で決定される政策の転換が、グローバル金融市場に大きな影響を与えるとみています。

ワシントンDCでは、ホワイト・ハウスではなく議会が国内の政策アジェンダを主導しています。市場は、結論を急ぎすぎているように見え、大幅な財政刺激策の可能性を完全に取り払っているようです。もし投資家が2018年にいくらかの財政刺激策を織り込みはじめた場合、米国債金利は上昇し、資産クラス間のパフォーマンス差が広がる可能性があります。

北京では、シャドー・バンキングに対する規制強化に取り組んでおり、信用と投資の成長が想定されている以上に大きく後退する可能性があります。今年後半にはリーダーが交代するという緊迫感が、中国市場全体に広がる可能性があります。中国の経済成長への懸念は、2015年及び2016年の市場のボラティリティをもたらしました。議論の余地はあるものの、中国関連のショックが市場で起こる可能性は、今や低下しているかもしれません。

フランクフルトでは欧州中央銀行(ECB)の政策に注目が集まります。量的緩和(QE)の縮小(テーパリング)の時期と方法については多くの不透明感が残っています。

7-9月期は、4-6月期よりもボラティリティの高まりがみられると予想しており、リスク資産のリターンはプラスとなるものの小幅に留まるかもしれません。投資家は、用心しながらも前へ進んでいく必要があるでしょう。

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。

エマージング債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマージング債オポチュニティ戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、エマージング社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、イベント・ドリブン・クレジット戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（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7月6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