



## 市場アップデート – 2017年10月16日

### 2つのシナリオ

—市場に行き詰まり感、ポジションはやや慎重に—



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

**米インフレ指標、次期FRB議長の指名、さらに米利上げに関する市場予想が年末までの市場動向を特徴づける要因になると見えています。**

先週の債券市場は概ねレンジ内の動きとなりました。ドイツ10年国債利回りで見ると、先週金曜日までの11営業日連続で0.44%から0.47%の範囲内に留まっていることとなります。米国金利の上昇基調にも一服感が見られました。ただし前週末に発表された米雇用統計において、失業率が過去最低水準まで低下するなか、平均時給は押し上げられました。それらを踏まえると、定量分析に基づくファンドは2.4%を米国10年国債利回りの買いのタイミングとしていると見られ、さらに市場の変動性がここから高まることを予想したポジションを取っている投資家が存在していることも踏まえれば、ここから米国金利が一段と上昇するためには新たな要因が必要であると見られます。ただし、先週金曜日には米消費者物価指数(CPI)が発表され、さらに近日中には次期米連邦準備理事会(FRB)議長の指名に関連する発表もあると見られることから、市場が長期に亘って現状を維持するとは想定しづらく、ブルーベイでは引き続き米国金利が押し上げられる可能性が高いと見えています。インフレに関しては、今サイクルの底を打ったと見ており、年末に掛けて価格は緩やかなペースで上昇すると見えています。ハリケーン及び資源価格の影響もこの一因となっていますが、より重要視しているのは賃金が上昇基調にあると見られること、さらに米生産者物価指数(PPI)が上昇していることに見られるように、中国などの国から波及していたデフレ圧力が徐々に減退してきていることです。技術革新や多くの産業における競争の激化などの構造的な要因は引き続きインフレを押し下げる要因になると見られますが、景気循環的な圧力がインフレを押し上げることで、来年もしくは再来年にはインフレが目標水準まで達するというFRBの予想には十分な裏付けがあると考えています。

ブルーベイでは引き続きFRBが12月に再度利上げを行い、来年は3回の利上げを行うと見えています。つまり、仮に利回り曲線がブルーベイの予想通りフラット化する傾向が続いたとしても、米10年国債利回りは年末までに2.5%を上回る水準に上昇すると予想しています。また欧州金利も米国金利のこのような動きにつられる形となり、ユーロの急騰がそれほどの懸念材料ではなくなれば、結果として欧州中央銀行(ECB)がこれまで考えてきたよりもハト派色を弱める可能性もあると見られます。引き続き、ドイツ国債は米国債や英国債を上回るパフォーマンスになると予想していますが、足元ではややドイツ国債のデュレーションを削減しています。この一因となっているのは、ここ最近堅調に推移している欧州周辺国のロング・ポジションの利益確定を行っていることです。キプロスとポルトガルに関して言えば、足元でスプレッドがイタリア国債と同等の水準まで縮小しており、更なるスプレッド縮小の可能性は现阶段では限定的であると見えています。それとは対照的にイタリア国債は著しく割安であると見ており、更なる下落局面ではポジションの積み増しも検討していきます。さらに政治的混乱が深まっているスペインと比較して見ても、イタリアの選挙制度改正にあたって与党が提案している改正案(提案した議員の名前を取ってRosatellumとも呼ばれる)は、来年以降の選挙に

おける「五つ星運動」の勢いを大きく減退させ、投資家が現段階ではそれほど注目していないポジティブ・サプライズとなる余地があると見ています。

## “仮に利回り曲線がブルーベイの予想通りフラット化する傾向が続いたとしても、米10年国債利回りは年末までに2.5%を上回る水準に上昇すると予想しています。”

その他では、先週は米国との外交レベルでの衝突によりトルコ関連のニュースが大きな話題となりました。米国はトルコ国民が米国を訪れる際のビザの発給を停止し、これによりトルコ資産の価格は週初から大きく下落基調となったほか、エマージング資産全般のパフォーマンスにもやや影を落とす展開となりました。また北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉に対する懸念がここ数日間のメキシコ・ペソのパフォーマンスの重石となっているほか、株式をはじめとする他のリスク資産の堅調なパフォーマンスにも関わらず、エマージング現地通貨建て債券市場はここ数週間に亘って苦戦を強いられています。これとは対照的に、社債市場はグローバルに穏やかな市場環境となっており、特に米国社債市場は、9月の利回り上昇を経て国内外の投資家からの需要が追い風となり、スプレッドが縮小基調となっています。

今後の見通しとして、主に2つのシナリオが想定されると考えています。まず第一のシナリオとしては、仮にインフレ指標が想定を下回り、次期FRB議長がイエレン氏以上にハト派的であった場合、現状の低ボラティリティ環境が続くなか株式市場及び社債市場が堅調に推移し、年末に掛けてある種のリスク・オン基調が続くというシナリオです。このシナリオ下では、金利低下の妨げとなるのは堅調な経済状況と緩和的な金融状況であると考えます。また第二のシナリオとして、仮にインフレ指標が上昇し、FRBの利上げペースが想定以上になるとの懸念を市場参加者が抱き始めた場合、金利急上昇に伴いリスク資産の上昇には歯止めが掛かるというシナリオです。これらを踏まえ、ポートフォリオ全体のクレジット・リスクを小幅にロングする一方で、金利リスクをショートするという、年初来で維持しているポジションが現段階では最も適切であると判断しています。ただし、今後数日間で、上記のどちらのシナリオが年末の金融市場を特徴付けることになるか見極めるヒントが得られる可能性があり、どちらの方向であっても対応できるよう準備しておく意味で、ポートフォリオ全体のリスクをやや低めとしておくことが適切であると考えています。市場にはやや行き詰まり感がありますが、これは一時的なものであると予想しています。それとは対照的に、欧州連合(EU)交渉団による発言に基づけば、英国のEU離脱(ブレグジット)交渉は現段階でまきに行き詰まっていると見られます。

---

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10月16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