



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2017年10月23日

注目の的は政治及び政策

— キャリー・トレードか、リフレ・トレードか —



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

相次ぐ政治的イベントや今週に迫っている欧州中央銀行（ECB）会合、落ち着いた市場環境を踏まえれば、政治及び政策面が引き続き市場心理の主な変動要因になると見えています。

前週末に発表された米消費者物価指数がやや市場予想を下回る内容であったことを受け低下基調にあった米国債金利ですが、先週末に掛けてはやや方向感に欠く展開となりました。ワシントンDCで行われた国際通貨基金（IMF）の年次総会では、堅調なグローバル経済に対する信頼が高まっていることが確認されたと見られます。米政策担当者が緩やかなペースでの金融政策の正常化に満足していると思われるなか、インフレが相対的に低位に留まっていることも影響し、米国債の利回りカーブはフラット化を続けています。現段階では米連邦準備理事会（FRB）が12月に利上げを可能性を行う可能性が高く、市場が2018年にさらに1回の利上げのみしか織り込んでいないことを考慮すれば、米国短期金利は依然として大きく上昇する余地を残していると考えています。ワシントンDCで行った複数のミーティングは、税制法案が今年末までに議会を通る可能性は高いとのブルーベイの見方を裏付ける内容でした。来年に控える中間選挙を前に、共和党が何らかの成果を強く望んでいるということがその理由として挙げられます。以前にも述べた通り、多くの債券投資家がトランプ政権の政策実行能力を引き続き疑問視しているなか、そのような動きは米国金利の上昇圧力となると見えています。

その他、ここ最近では北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉やより広範な貿易動向にフォーカスした政策担当者とのミーティングを行っています。今年初めの段階ではNAFTA再交渉に対して比較的楽観的な見方を持っていましたが、ここ最近でよりタカ派的な見方に転換しており、足元では交渉が決裂し、NAFTAが解体されるリスクも高まっていると見えています。仮にそのような状況となれば、最大の負け組となるのはメキシコであると考えており、足元ではメキシコ・ペソに対する弱気な見方を維持しています。多くの悪材料が既に価格に織り込まれていると見られるものの、最悪のシナリオとなった場合にはメキシコ・ペソに更なる下押し圧力となる場合があると見ており、ショート・スタンスを維持しています。より強硬な貿易条件は経済成長にとって痛手となる可能性がある一方で、インフレをやや押し上げる要因になる可能性があり、今サイクルにおいて米インフレ率が底打ちし、今後はFRBのインフレ目標である2%に向けて上昇していく可能性が高いとのブルーベイの見方を裏付ける要因となっています。

“来年に控える中間選挙を前に、共和党が何らかの成果を強く望んでいることなどから、税制法案が今年末までに議会を通る可能性は高いとの見方を維持しています。”

欧州市場はECB会合を今週に控え、先週は比較的穏やかな市場環境となりました。市場では、ドラギ総裁が量的緩和(QE)策による債券購入を月額300億ユーロに減らし、より緩やかなペースで9か月間延長することを発表すると見方がコンセンサスになっていると見られます。ブルーベイでは、ユーロ圏経済が上向き基調にあることが確認されている中で、ECBは経済成長見通しに関して楽観的であることを示したい意向であると見えています。ただし、早期に政策を引き締めることに関しては疑心暗鬼になっており、ドラギ総裁はハト派寄りの姿勢を強調したいと見えています。一方で、QE縮小(テーパリング)が完了するまでの間は政策金利を低位に維持することに対するコミットメントは、他の主要国債金利が上昇した局面でもドイツ国債金利を低位に留める要因になると見えています。さらに、2018年に予定されている償還額はほとんど再投資されるとみており、結果として再投資を含めると4,000億ユーロを上回る額の債券購入が2018年を通して行われると予想しています。

スペインでは、政府がカタルーニャの自治権の停止に動きました。ブルーベイでは、引き続き両者の対話に基づくカタルーニャの自治権拡大への道はあると見えています。ただし、まずは州議会の解散・再選挙が行われる必要があると見ており、今回の住民投票における独立賛成派の行為が、支援を得ることが出来るのか、それとも跳ね返されるのかどうか注目が集まります。日本でも週末に衆議院の解散総選挙が行われましたが、安倍首相が続投する可能性が高いことから日本経済及び金融市場における現状に大きな変化は起こらないと見えています。また中国においても、中国共産党大会が開催されるなか、政治面が注目を浴びています。ブルーベイでは、習近平氏がいかに権力の集中を拡大することが出来るかが焦点であると見えています。政策面での大幅な転換は予想していません。とは言いながらも、政治及び政策がグローバルに注目を集める時期に引き続きあると見ており、グローバル経済が概ね安定している環境下において、これらの状況がマクロ面での投資機会につながる可能性があると考えています。

年末に掛けての2つの主なシナリオとして、キャリー取引が奏功するレンジ内での値動きが続く取引環境か、もしくはリスク資産にとってやや困難な環境となり得る、米国金利の上昇を背景としたリフレ・トレードの再来か、であると考えています。今年の4月から9月に掛けては前者のシナリオとなる可能性が高いとの見方を維持していました。しかしながら、直近の分析を踏まえてやや後者のシナリオが現実的であるとの見方に傾いてきています。ただし現段階では、いずれのシナリオになった場合でも安定的なリターンが創出できるよう、クレジット・リスクをロングし、金利リスクをショートするというポジションを維持することが適切であると判断しています。その他のシナリオも大いに考えられるかもしれませんが、今週話題となったトランプ大統領のメラニア夫人の影武者に関するニュース同様に、より明確な証拠がない限りはそれほど重要視しないつもりです。

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23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