



BlueBay
Asset Management

市場アップデートー2017年11月6日

欧州債券の電源オン

ー市場に突然の打ち切りは予想されずー



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

イタリア国債の格上げやカタルーニャ情勢の落ち着き、さらに債券需要の高まりが欧州債券の堅調なパフォーマンスにつながっています。

先週は、相次ぐマクロ経済関連のニュースにも関わらず先進国主要国債金利は小幅な値動きに留まりました。米国では経済指標が引き続き堅調な経済状況を示しました。米アトランタ地区連銀の経済予測モデルによると、2017年10-12月期GDPは年率4%という高い予想水準になっています。ただしインフレ率は、コアPCE(個人消費支出)で見ると依然として1.3%に留まっており、この水準が米連邦準備理事会(FRB)の利上げの妨げになるとの見方が米国債利回りを低位に留めていると見られます。ブルーベイの見方は引き続きこの見方とは異なり、次期FRB議長に指名されたパウエル氏が本格的に主導権を握れば政策の継続が見込まれ、米連邦公開市場委員会(FOMC)では今年12月に残り1回、さらに来年は3回の利上げが実施されるとの見方を維持しています。

ユーロ圏の経済指標は引き続き堅調で、ドイツのIFO指数は1991年に算出が開始されて以降、最も高い水準を更新しました。ただし欧州中央銀行(ECB)の政策面に当面は変更がなく、今後2年間は金利上昇が見込まれない中で、先日の量的緩和(QE)縮小の発表を前に多くの投資家が手元キャッシュを積み増していたことも影響し、利回りを求める動きによって周辺国国債及び社債のスプレッドが急速に縮小したことは興味深い動きでした。欧州周辺国では、イタリアでの格上げの動きやカタルーニャ情勢の落ち着きを背景に、ショート・ポジションをカバーする動きが周辺国国債のスプレッド縮小につながったほか、社債市場でも金融劣後債などの高利回りのセクターを中心に、供給不足の状況が債券需要を高める展開となりました。ユーロ圏の利回りカーブは依然として急こう配で、キャリー及びロール・ダウン効果を加味するとショート・ポジションを維持する代償が大きいと言えます。さらに現金預金金利がマイナス圏にあることを勘案すると、今後も金融的抑圧の状況が続き、より魅力的な利回りを提供する資産クラスへと投資家を向けることになると見えています。

先週の英イングランド銀行(中央銀行、BoE)による政策金利の引き上げは概ね市場に織り込み済みでした。英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)交渉が許容可能な移行案の合意につながる事があれば、消費者の需要が引き続き堅調である限り、今後数か月でBoEは再び利上げを行うと予想しています。しかしながら、ブルーベイではブレグジット交渉の進展に関して、英国の状況について非常に悲観的な見方を維持しています。英国会では、依然として英国が望む通りの合意案に達することが当然できると思ひ込んだおごりが存在すると見られる一方で、EU側は非常に厳格な線引きをし、数年前のギリシャとの交渉と同様に、英国を従わせる意図があると見られます。したがって英国は、協議が決裂し、ハード・ブレグジットに至るといふどん底に直面する可能性があるという状況を直視する必要があり、英ポンド安及び英国債下落というBoEの目をくらませるスタグフレーションに陥る可能性があると考えています。

“さらに現金預金金利がマイナス圏にあることを勘案すると、今後も金融的抑圧の状況が続き、より魅力的な利回りを提供する資産クラスへと投資家を向けることになると思っています。”

日本では安倍首相が再選されたことで、先週日経平均が20年ぶり高値に到達するという活況が見られました。日本経済の見通しに関しては概ね前向きな見方を維持しているものの、政策面での大きな変更は予想しておらず、当面は10年国債利回りが0.0%近辺で利回り曲線がコントロールされると見えています。より全般的に見ると、堅調な経済成長や低インフレ、緩和的な政策がゴルディロックスな市場環境につながっていることで世界的に株式市場は押し上げられています。現段階では、米国を中心に金利がより本格的に上昇し始めない限りは、このような市場環境が続くとも考えられるかもしれません。その意味で、ここ最近企業が再び借入を増やし、M&A及び事業活動の活発化に対する関心が高まっている兆しが見られることは不思議ではありません。過去8年間での米国株式市場の強気相場では、強欲が見られないことが返って目立っていましたが、経済見通しが加速の兆しを見せているなか、このような動きはこの先これまで以上に慎重に注視していく必要があると見えています。

今後の見通しとして、上昇した局面で利益を実現するタイミングとしては今が最適であると考えている一方で、現在の投資環境があと数週間続いたとしても不思議ではないと考えています。米予算案に関しては11月下旬まで明確な進展がないと見られるほか、ここ最近で経済指標及び中央銀行の発表が立て込んでいたことを踏まえると、今後数週間は相対的に静かな市場環境となる可能性があると考えています。これらを踏まえ、クレジット・リスクを引き下げるとしても非常に緩やかなペースで行うことを前提としており、急ぐ必要はないと考えています。幾つかの市場では価格評価がまるでトランプで作った家(ハウス・オブ・カード)のようにやや崩れ始めている兆しも見られますが、ケビン・スペイシーが主演するテレビ・ドラマとは異なり、この市場動向が突然でぶっきらぼうな終わり方をすることはないと見えています。

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契約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11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