



今週のトピック – 2017年7月31日

惑わされずに



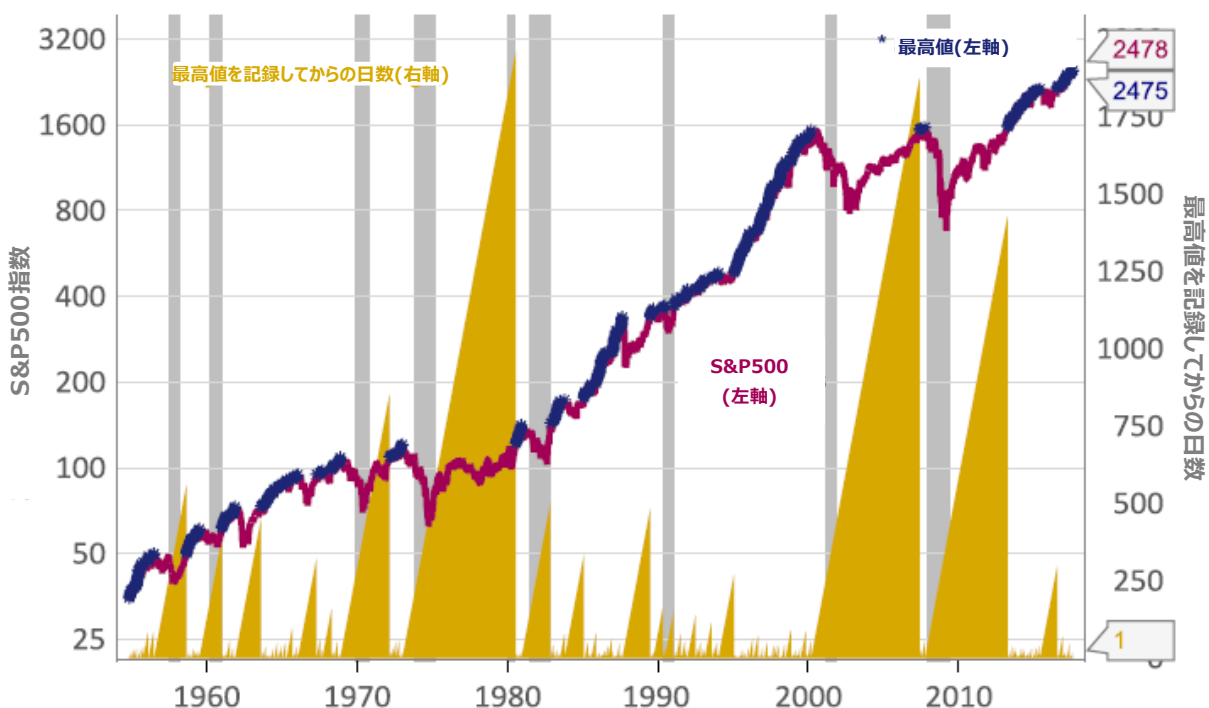
デビッド・ライリー

パートナー兼クレジット戦略ヘッド

S&P500指数のパフォーマンスは投資家のリスク選好を示しており、7月27日までの10日のうち5日間、過去最高値を記録しました。強気相場において、過去最高値を更新する頻度が多いことは普通で、それは景気後退の兆候とともに終焉を迎えますが、このリスクはまだ当面遠いところにあると考えています。一部のコメントーターは最高値を更新する度にめまいがしているようですが、リスク資産の上昇をもたらしているファンダメンタルズは引き続き磐石であるとみています。

図1では、青線でS&P500指数が最高値を更新した日を示しており、黄色部分は最高値を更新するまでに要した日数を表しています。株式市場は景気後退後に下落していますが、それを表しているのがグレーの部分で、この下落は数年に亘って続くことがあります。金融危機後の「グレート・リセッション」では、2007年10月の最高値をS&P500指数が更新するまでに5年以上かかりました。S&P500指数が一ヶ月に数回最高値を更新するようなリスク資産の上昇は、通常景気拡大と連動しています。最終的に、金融不均衡が起こり、余剰資金が金利の上昇にさらされることで、景気は後退期に突入します。以前のレポート([米国ークレジット・サイクル上それほど進んでおらず](#))でもお伝えしたように、こうしたサイクルの後期にみられる経済不均衡はまだみられず、景気後退リスクは低いと考えています。

図1：S&P500指数の最高値と米国の景気後退

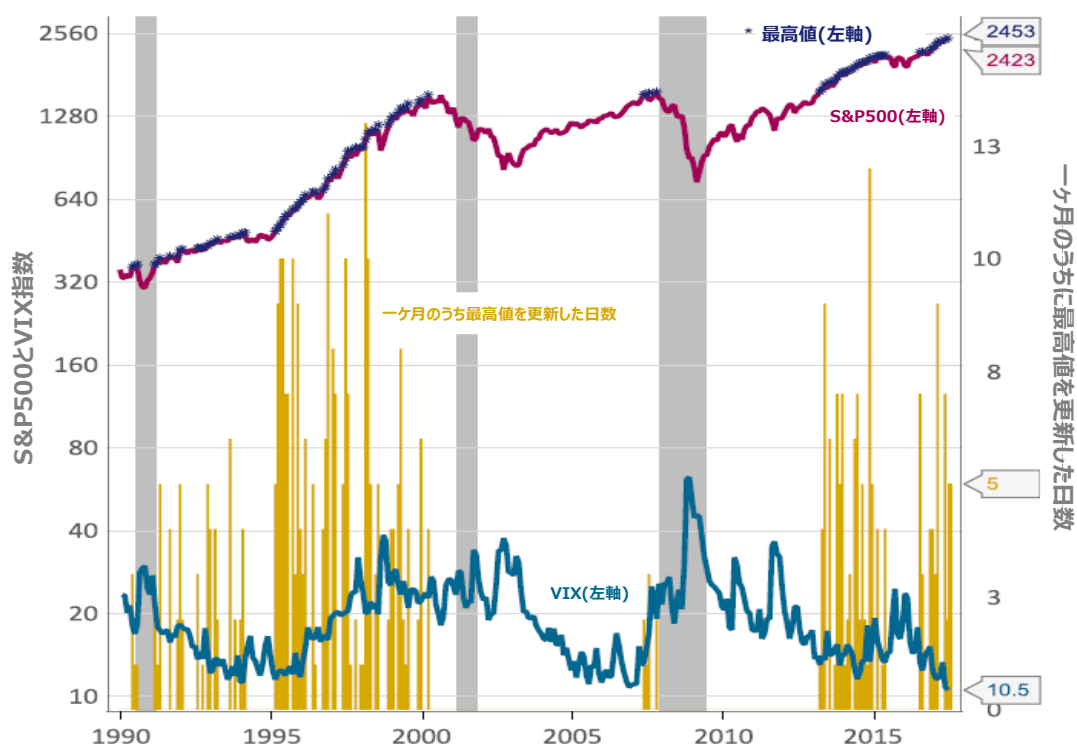


出所：MacroBond、ブルーベイの算出 2017年7月27日

注：グレーの網掛け部分は全米経済研究所が示す景気後退期を示しています。黄色部分はS&P500指数が最高値を更新するまでに要した日数を表しています。青線は最高値を更新した日を示しています。赤線はS&P500指数の推移です。

図2の黄棒では、一ヶ月のうちに最高値を更新した日が何日だったかを示しており、青緑線はVIX指数(オプション市場で織り込むS&P500指数の将来のボラティリティを計測する指標)の平均価格を示しています。実績及びインプライド・ボラティリティは強気相場では通常低下しますが、投資家が経済成長及び企業業績見通しについて自信を深めていることから、足元は過去最低水準となっています。しかし、2000年のドット・コム・バブルで終わりを迎えた1990年代のS&P500指数の上昇から学んだことは、投資家の自信は「根拠なき熱狂(irrational exuberance)」につながり、VIX指数が上昇するという警告がみられるなかでも資産価格の上昇(赤線で示される)が続きませんでした。しかし、足元ではこうした警告もみられません。

図2：S&P500指数の最高値を更新した頻度とVIX指数



出所：MacroBond、ブルーベ이의算出 2017年7月27日

注：グレーの網掛け部分は全米経済研究所が示す景気後退期を示しています。黄棒は一ヶ月のうちに最高値を更新した日が何日だったかを示しています。青緑線は最高値を更新した日を示しています。赤線はS&P500指数の推移です。

S&P500指数が最高値を更新していることをはじめとするリスク資産の上昇は、グローバルな経済成長、企業業績の改善、緩和的な金融政策に下支えられていると考えています。めまいを覚えるという感覚は、たとえ下落の不愉快な前兆であっても注視する価値があるかもしれませんが、現段階においてはリスク資産の上昇を招いているのは「根拠なき熱狂」ではなく、ファンダメンタルズ面でありそうです。

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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80% (税抜き)、エマーシング社債戦略：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)、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7月18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