



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2017年12月4日

リスク要因はすぐそこに

—米税制改革案が上院を通過するかに注目—



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

減税策が無事成立すれば、来年の米国の経済成長を 0.5%押し上げる効果があるとみており、更なる金融引き締めが必要になると考えています。

先週は、グローバル経済の健全な成長を裏づけるような経済指標が相次いだことで、国債利回りはやや上昇しました。また、コア個人消費支出 (PCE) 価格指数もやや上昇したことは、2018年にかけてインフレ率はターゲット水準に徐々に近づいていくという米連邦準備理事会 (FRB) の見方を立証しており、金利は上昇しました。インフレ率がやや押し上げられるという方向に行きがちな景気循環的な圧力が、インフレ率を押し下げている構造的なトレンドを凌駕してくるとみており、様々なセクターの米国企業の経営陣とのミーティングでもこうした見方が示されました。従業員への報酬、設備投資への意欲、M&Aへの関心など、いずれもこの1、2ヶ月で上昇トレンドがみられます。金融市場はインフレ上昇の可能性に対して無頓着すぎるとみており、その結果、FRBの姿勢や金利上昇について強情なまでに楽観的な見方になっていると考えています。このため、米国債金利のイールドカーブは大幅にフラット化し、2018年もこのフラット化のトレンドは続くかもしませんが、仮に10年債利回りが2017年の取引レンジの上限を突き抜けた場合、長期債がイールドカーブ上アンダーパフォームする可能性が高く、ボラティリティの上昇につながると予想しています。

欧州の利回りは、低金利と欧州中央銀行 (ECB) のハト派姿勢に引き続き支えられました。理事会メンバーのクノット・オランダ中銀総裁などの発言にみられるように、欧州圏の経済が堅調に推移する限り、来年9月で資産買入れを終了することが主流の考えとなるかもしれませんが、金融引き締めが2019年中旬よりも前に実施される可能性は非常に低く、米国よりも欧州のアウトプット・ギャップが大きいことを考えると、インフレが再び上昇に向かうまでには相当の時間がかかるだろう、と考えています。現段階では、欧州国債の不足が問題となっており、金利の動きが安定している中で超低金利の預金金利が、短期債の利回りをマイナス0.7%近い水準で安定させる役割となっており、その結果、イールドカーブが比較的スティーブ化していることから、この問題は早々には片付かないと考えています。そのため、相対価値の観点からみた場合、欧州金利の上昇は抑制されており、欧州と米国の金融政策が正反対の方向に向かうなかで、米国債金利上昇による影響はさほど受けないだろうとみています。

“共和党が政治的な勝利を得ることを切望していることから、何らかの譲歩がみられると考えています”

英国でみられたニュースでは、12月中旬に迫る欧州連合 (EU) サミットにおいて、EU離脱 (ブレグジット) 交渉を次の段階に進めるために、英国が譲歩に向かっているとの楽観論が広まりました。しかし、このことを深読みしすぎることには慎重なスタンスを取っています。最近ブリュッセル及びウェストミンスターでそれぞれ

ミーティングをしましたが、双方の隔たりはかなり大きいと感じました。ブリュッセルでは、ブレグジットのプロセスが止まる可能性への期待がみられ、現時点において交渉人が譲歩することには意欲的ではありませんでした。一方、アイルランドによる拒否権行使の可能性は今も問題となっており、国境問題の解決は困難なようです。一方、英国側の観点からみたと、EUに支払う慰謝料の額が最も重要な点であるとは考えていません。RBSに10年間に亘って資本注入をした金額を考えれば、この慰謝料は大した額ではありません。しかし、アイルランドの問題が示すように、ブレグジットにおいては詳細の部分が要となっており、多くの政党が違う結果を達成しようとするなかで、交渉が決裂し、EUと英国の両者が互いに非難をする中で、ハード・ブレグジットの結果に傾くリスクは高いと引き続きみています。

こうしたことから、英国債及び英ポンドについては引き続きネガティブな見方をしています。英国は道を変えるまでに一旦どん底に落ちる必要があると考えており、その結果、2019年3月以前に再び総選挙が行われる可能性は現実的であるとみています。この選挙が実施された場合、ジェレミー・コービン氏が勝利する可能性は大いにあり、そうなった場合英国は今とは全く違う方向の政策を辿ることになるでしょう(このことはウェストミンスターでのミーティングで確信しました)。これが良いことなのか悪いことなのか判断する立場にはありませんが、ハード・ブレグジットが回避されることがより明白となり、ノルウェー型の取引(EEA)がより容易になるのであれば、労働党が勝利した場合には英ポンドは上昇する可能性が高いと考えています。同時に、労働党政権下においては、英国債金利の上昇圧力は高まるとみています。しかし、価格や政府支出の上昇と足並みを揃えて賃金が上昇した場合、これはしばらく良いこととして捉えられるかもしれません。ひとつだけ確かなことは、英国での今後数ヶ月の政策及び政治の動きは投資家に数多くの投資機会をもたらすということです。

今週は、米国の税制改革案が上院を通過するかに注目が集まり、この進捗を見極めて、この減税策が2018年及び2019年の経済成長及び金融政策にどれほどの影響を与えるかへの考察を深めるためにワシントンDCに滞在します。共和党が政治的な勝利を得ることを切望していることから、何らかの譲歩がみられると考えていますが、12月12日に控えるアラバマ州の上院補選を前に物事を進めたいと共和党が望んでいることで、今後数日間が重要になってくるでしょう。減税策によって米国の経済成長は来年0.5%押し上げられるとみており、景気刺激が必要ない完全雇用に近い状況で減税が行われた場合、更なる金融引き締めが必要になると考えています。

FRBが金融引き締めを行ったにもかかわらず、米ドル安、市場最高値を更新した株式市場、債券のスプレッドのタイト化によって、2017年の金融環境は緩和しましたが、現在のFRBの議論の中では、減税については実現するまで考慮しないことが分かっており、税制改革が実施された場合2018年の利上げ予想は3回から4回に引き上げる方向でブルーベイでは考えています。そのため、年末にかけてはリフレ・トレードのリスクが高まっていると引き続き考えています。毎年感謝祭に向けて米国債市場のボラティリティは低下し、年末にかけて上昇するという統計があります。そのため流動性が低いことから、12月は一年でもボラティリティが高い月となっていますが、リスク要因がすぐそこに控えていることから、今年も同じような状況になると予想しています。

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12月4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