



BlueBay
Asset Management

市場アップデートー2017年12月25日

ゴルディロックスな1年の終わりに

—来年の投資テーマ—



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

足元では米税制改革の可決を背景に債券利回りが上昇しています。2018年も今年の市場動向が再現される可能性は低く、来年中に市場動向や投資家のポジションが大きく変動する時点が訪れる可能性があると見ています。

先週はグローバルに債券利回りが上昇し、米国債利回りは過去9か月間で最も高い水準で年末を迎えようとしています。ブルーベイが税制改革の分析を行う中でここ数か月間に亘って述べてきた通り、市場参加者は米税制改革の詳細を把握するなかで成長見通しを上方修正させていると見られます。米住宅市場が2007年以降の活況となっているなか、経済指標は堅調さを維持しており、2018年中の4回の利上げは議論の余地がない予想のように見られます。ただし金利市場で織り込まれている水準と比較すると、この利上げ予想は非常にタカ派的であると言えます。投資家がクリスマス休暇からデスクに戻ってからポジションに反映させようとすることを加味すれば、米金利のショート・ポジションは理にかなった投資ポジションであると考えます。これまでも触れたとおり、このような投資テーマを早期に見出し、それらに基づくポジションを予め取っておくことで、多くの人が飲んだり食べたりしてお祝いムードとなる12月の後半は超過収益を創出する好機となる可能性があります。

2017年の金融市場を振り返ると、いわゆる「ゴルディロックス」な金融市場であったと言えるでしょう。来年も今年同様の穏やかな市場動向を予想することは困難で、経済成長はこの地域を見てもこれ以上は望めない状態に近いと見られます（ただし英国に限っては目立ってその例外で、欧州連合（EU）離脱（ブレグジット）という流感ウイルスにとらわれ、今後数か月もしくは数年間抜け出すことは難しいかもしれません。インフレは抑制され、緩和的な政策が維持されるなか、金融状況は今年一年を通して緩和しました。さらに政治的リスクは後退し、市場変動性も低下しました。

振り返ってみれば、12か月前に行った予想で正しかったものもあります。例えば、米連邦準備制度理事会（FRB）は今年4回の引き締め（1度はバランスシート縮小発表）を行いました。米経済成長は依然として勢いを保っています。原油価格は予想レンジであった1バレル45～65米ドル近辺で変動し、トランプ米大統領が「欧州を」再び偉大にしてくれたことも手伝って、欧州の政治的リスクは後退しました。さらに今年中に英国で総選挙が行われるとの予想も的中しました。ただしその他では、結果はまちまちでした。例えば米10年債利回りは2.5%ではなく3.5%まで上昇して年末を迎えると予想していました。また金融政策において米国が欧州及び日本と大きく異なる方向へ進むとの予想を踏まえ、米ドル高基調が続くとも予想していました。インフレ率の伸び悩みに驚いたことは事実ですが、インフレは底を打ち、景気循環的な要因から今後緩やかなペースで上昇していくと見ています。さらに言えば、幾つかの予想は必ずしも間違いではなかったものの、やや時期尚早であったと言えるでしょう。例えば3.5%の米10年債利回りに関しても、直近の市場を踏まえれば、来年末時点の予想としては現実味がありそうです。

来年の市場を予想することは馬鹿げたことかもしれませんが、気軽な読み物としてご参考までに、以下に2018年の投資テーマを挙げます。

- 2018年を通して、また2019年に掛けて米国及びグローバル経済の成長は勢いを保ち、FRBは2018年に4回の利上げを行い、さらにその後も金融引き締め策を実行する
- 金融政策は効果がほとんどない状態にあり、金利上昇は経済に大きな影響を及ぼさない
- 米国のコア個人消費支出（PCE）は2018年4-6月期以降上昇傾向となり、2018年末には2%を超える
- 株式市場及び社債市場では銘柄間のリターンのばらつきが拡大し、ベータよりも勝者及び敗者を見極める選択が重要となる
- グローバルに足並みを揃えた経済成長を背景に、主要通貨はレンジ内の変動に留まる
- 原油価格もレンジ内の動きに留まる—ただし2018年のレンジは今年よりも高く、1バレル50~75米ドルとなる
- 2018年末までに日銀が10年国債利回りの目標レンジを0.25%近辺まで引き上げ、グローバルの金利上昇を促す要因となる
- 米10年国債利回りは2018年末までに3.5%まで上昇し、欧州ではECBのQE終了以降の下半期に金利が上昇し、ドイツ10年国債利回りは1.0%に近づく
- 英国ではブレグジット交渉は引き続き難航し、ブレグジット当日までに（労働党が勝利する可能性のある）再選挙が行われる可能性が相応に（25%近く）ある
- 市場の変動要因となる地政学リスクは、朝鮮半島よりも中東地域において高まる可能性が高い
- ビットコインはあるときには100,000米ドルをつけ、またあるときには1,000米ドルをつけるなど大きく変動する
- ボラティリティは高まる—ボラティリティ低下は2017年最大のサプライズの一つであったが、ボラティリティ上昇は2018年最大のショックとなる可能性がある

こうしたことに関わらず、足元ではインフレが資産価格のパフォーマンスの鍵を握る変数となっている事実に向き合っています。コアPCEが来年の今の時期に1.5%であるか、もしくは2.5%であるかによって大きく異なる結果が予想できることを踏まえれば、これは至って自然なことであると言えます。さらに、2018年は単に今年の市場の再現とはならない可能性が高いと見ており、来年中に、市場動向や投資家のポジションが大きく変動する時点が訪れる可能性があると考えています。ブルーベ이의戦略は2017年に概ね良好なリターンを収め、フランスの大統領選や米税制改革に関する分析、欧州の銀行に関する分析などにおいて市場の一步先を行くことが奏功する局面もありました。市場状況が結果として予想と大きく異なっても、今年の良いリターンを再現することが出来るよう努力していきます。今回の週次コメントは年明けとなります。メリークリスマス、そしてよいお年を。

■手数料等

当社の提供する投資一任業務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。

その他、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12月25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をご遠慮下さい。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