



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2018年1月15日

ブレーキなしの金利上昇が脅威に

—米金利は年初からの上昇基調を維持—



マーク・ダウディング

パートナー兼投資資格チーム共同ヘッド

グローバル経済の成長は今のところエンジン全開ですが、リスク資産の上昇において最大のリスク要因は引き続き金利上昇であると見ています。

先週の金融市場では、経済成長への強気な見通しを背景に株式市場が堅調さを維持し、米国金利も週の初めから上昇基調となりました。「Dogecoin（ドージコイン、柴犬をモチーフにした仮想通貨）」など、半分は冗談で作られたものでも時価が20億米ドルを超えて上昇するなか、世界は吠え狂ってしまうのかと不思議に思うほどです。ただし、グローバル経済の堅調さは全体的に否定できないものになっていると見られ、企業業績が改善し、インフレ率が低位に留まる中で金融政策も穏やかであることを考慮すると、取り残される不安（FOMO: Fear of Missing Out）が高まり、儲かる話に便乗するという傾向が表面化しても不思議ではありません。米国について市場では今年2.4回の利上げが織り込まれていますが、ブルーベイでは引き続きこの回数は少なすぎると見ており、その意味では、これまで非常に低位に留まっていたブレイク・イーブン・インフレ率が足元で上昇を始めたことは興味深いと考えています。これは名目金利がここ最近緩やかに上昇するなかでも、実質金利は引き続き低位に留まっていることを示唆しており、実質金利が大幅に上昇しない限りは本来の金融引き締め効果はないと信じている人たちにとっては、ここ最近の金利上昇が今後の経済活動を引き締める効果は依然として限定的であると言えるでしょう。グローバル経済がエンジン全開となっているなか、債券利回りが大きく上昇しない限りは、今後数ヶ月間に亘って自己強化するようにモメンタムが継続する可能性があると考えています。したがって現段階では、クレジット・リスクのロング・ポジションに対して金利デュレーションをショートすることが適切であるとの見方を維持しています。

ユーロ圏では、多くの起債に対して概ね旺盛な需要があり、投資家が積極的に現金を投資に充てようとするなか、利回りのある国債のスプレッドが縮小基調を維持しました。中国が米国債購入の停止を検討しているとの報道はやや見当違いであると見られますが、為替ヘッジ後で見た場合のユーロ建て債の高い利回りを好感して、米ドル建て債と比較してユーロ建て債に対するアジアの投資家の需要が高まっている傾向が見られることは事実です。とりわけ米連邦準備制度理事会（FRB）がバランスシートを縮小していくことで、2018年は昨年比約2倍の米国債純発行額となることが予想されているなかで、米国債の利回り曲線のフラット化により、長期の米ドル建て債への需要が減退していると見られます。これとは対照的に、ユーロ建て債は不足しており、また短期金利が非常に低いことがユーロ建て債の利回りを低位に留める要因となっています。欧州中央銀行（ECB）が今年9月に量的緩和（QE）を終了すると発表していることから、利回りがここからさらに大きく低下する可能性は低いとは見ているものの、これらの需給要因が利回りの大幅な上昇を食い止める要因になると見ています。欧州の経済成長及び政治的情勢は概ね落ち着いていると見られ、ユーロ圏の崩壊に関する懸念が忘れ去られようとしているなか、欧州周辺国債のスプレッドは引き続き縮小の余地を残していると言えるかも知れません。

“インフレ見通しに関して市場に慢心が見られることから、予想を上回るインフレ率は市場に大きな影響を与える可能性があると考えています。”

全体として、現段階でリスク資産を取り巻く環境は引き続き良好であると見ています。社債市場では、主にローン市場でコベナンツが弱体化していることに対してやや懸念を強めているものの、堅調なマクロ経済動向が全般的に企業の信用力の下支えになっていると見ています。またエマージング市場も引き続きグローバルの経済成長による恩恵を受けると見ています。ただし足元で米トランプ政権にとっての最重要課題が貿易政策に

なっていると見られ、米国の北米自由貿易協定（NAFTA）離脱に関する6ヶ月前通知を、近く大統領がツイッター上で発表することを予想しています。これはカナダ及びメキシコにとっては痛手となり得るため、足元では（米短期金利のショート・ポジションに対して）カナダの短期債のロング・ポジション、通貨ではメキシコ・ペソのショート・ポジションに投資妙味があると見ています。その他の通貨では、引き続きスカンジナビア通貨に上昇余地があると見ており、特にノルウェーやスウェーデン、アイスランドの経済指標が非常に堅調であることを踏まえ、これらの通貨がここ最近ユーロに対して下落している一時的な傾向は反転する可能性が高いと見ています。

今後の見通しとして、先週金曜日に発表された米消費者物価指数（CPI）は毎月発表される予定となっている経済指標の中で最も重要な指標の一つであったと見ています。2018年はインフレ率が上昇基調になると見ていますが、本格的な上昇は4-6月期以降になると見ています。ただし、インフレ見通しに関して市場に慢心が見られることから、予想を上回るインフレ率は金利上昇や米ドル高、場合によってはリスク資産の下落といった形で市場に大きな影響を与える可能性があると見ています。一方インフレ率が市場予想を下回った場合には、リスク資産が過去最高値を更新し、その動き自体が金利の更なる低下を抑制することになる可能性があると見ています。その意味で、金利のショート・ポジションは非対称なリスク・リターンを提供しているとして見ており、ブルーベイのマクロ見通しをポートフォリオに反映させる上では、方向性を持った米ドルのポジションなどと比較してふさわしい選択であると判断しています。

より全般的には、引き続きリスク資産の上昇の主な脅威となるのは金利上昇であると見ています。アマゾンの時価総額が右肩上がりに拡大し、アマゾンの従業員はオンラインで何かを購入する際に実際に使用できる「アマゾン・コイン」の設定を検討してもいいかもしれませんが、市場が永遠に右肩上がりに上昇していくことは明らかに困難です。現段階では、仮想通貨であるリップルの動きを無視し、戊年にあやかってドージコインに投資してみるのもいいかもしれませんが（ポートフォリオでは投資しません）。

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。

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（2018年1月15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