



BlueBay
Asset Management



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

市場アップデート – 2018年1月29日

米ドル安を読み解く—高山病に注意—

ここ最近の米ドル安基調は、米金融政策が引き続き緩和していることを示唆しており、投資家のポジションが集中した場合には特に危険な状況となる可能性があると考えています。

先週は、スイス東部のダボスで開かれている世界経済フォーラムの年次総会（ダボス会議）に各国首脳が集結することが話題となりましたが、ここ最近のグローバル株式市場の目もくらむほどの上昇基調の高まりは、政策担当者の注目をますます集めると見られます。米国株式市場は過去12か月間で26%程度上昇していますが、うち10%近くはほんのここ数か月間の上昇によるものです。強欲がますます市場を押し上げる投資テーマとなっており、価格動向は放物線の軌道を辿っています。資産効果が消費に追い風となるなか、市場に活気が戻ったことで投資も加速しており、グローバル経済の成長は加速を続ける態勢が整っていると見ています。ここ数日間で、スターバックスからドイツ労働総同盟といった多岐にわたる企業や団体において雇用主による賃上げに関連した話題が出始めていることは興味深いと見ています。また1-3月期の米コア消費者物価指数（CPI）が主に季節要因を背景としてやや下振れする可能性があるなど、インフレ率が当面は非常に低位に留まったとしても、米国が先週発表した輸入洗濯機に対する関税引き上げの動きを受け、韓国のLG電子などのメーカーが洗濯機の価格を引き上げる方針であると発表したことは、価格圧力が今後上向き基調になるとのブルーベイの予想を裏付けるものであったと見ています。

先週の欧州中央銀行（ECB）会合では特段新たな情報は得られませんでした。より全般的に見ると、先週は主要国金利の動きが小幅に留まった一方で、為替市場が市場の注目の的となりました。グローバルに強気なトーンが見られるなか、米ドルには再び下落圧力が掛かり、米ドル指数（DXY）は1年前の水準から10%近く下落し、90を下回りました。海外株式市場への資金流入が多く通貨の上昇を促しているなか、トランプ米政権も米ドル安を好感していると見られ、米ドルはここ最近孤立した存在となりつつあります。為替市場は移ろいやすく、その時々で変化しやすい一般的な投資テーマや投資手法によって変動しやすいと言えます。金利差が市場の変動要因になることもあれば、商品価格やキャリー、さらには構造的な経済不均衡や中央銀行の外貨準備高の差に注目が集まることもあります。ここ最近では、運用資金動向及び相対的な経済成長の差が為替相場の価格決定要因になっていると見られます。その意味で、足元では堅調な米経済指標をその他の国のより堅調な経済指標が凌駕しているとともに、年初来で2ケタのリターンを収めているCTA（商品投資顧問）などのトレンド・フォロー型の投資家が短期的な資金の流れを形成する中で、トレンド・フォロー型の価格の動きが、さらにトレンドを強めるという動きが出やすくなっていると見ています。

“為替市場は移ろいやすく、その時々で変化しやすい一般的な投資テーマや投資手法によって変動しやすいと言えます。”

また、直近の米ドル安を説明するその他の要因として米金融政策が緩和的すぎるという見方も挙げられるでしょう。2016年12月の米利上げ開始以降、金融状況が段階的に緩和しているという事実は驚くべきことで、リーマン・ショック後に政策金利が2%未満に引き下げられた際と同様に、米連邦準備制度理事会（FRB）は紐を押ししている（pushing on a string）、つまりさほどの影響力を与えていないと考えています。またこれを踏まえ、債券利回りは全般的に上昇基調になると見ており、FRBは最終的によりタカ派的姿勢

を取らざるを得なくなると見えています。ただし短期的にそのような動きに出る可能性は低いと見られ、米連邦公開市場委員会（FOMC）は今週予定されている会合で市場にサプライズをもたらすことを避けるように見えています。加えて、大統領就任後の精力のバロメーターとしてS&P指数に執着していると思われるトランプ氏によって指名されたことを考慮すれば、次期FRB議長となるパウエル氏が就任と同時に株式市場の上昇に冷や水を浴びせるとは考えづらいと見えています。

今後の見通しとして、全般的な投資テーマに変更はありません。引き続き、もっと利益を得たいという投資家の欲求が市場の変動要因となっており、目先はリスク資産を混乱させる要因が見られません。ただし、過去の経験に基づけば1か月間で株式市場が6%近くまで一方的に上昇を続けた場合、パーティーはややコントロールが効かない状態になることが多く、投資家のポジションが集中した場合には特に危険な状況となる可能性があります。したがって、クレジット・リスクのロング・ポジションに関しては一部の利益を実現し始めることが適切であり、クレジット・リスクのロング・ポジションと金利リスクのショート・ポジションを合わせて維持することは適切であるとの考えを維持しているものの、足元では短期的にやや慎重な見方に切り替えることが賢明であると考えています。また、今年初めの時点と比較してバリュエーションがやや割高になっている兆しも見られ、市場に短期的な調整が入った場合にポジションを積み増す余地を与える意味でも、足元でリスクを削減することが適切であると考えています。ダボスという山間の町で各国の首脳が顔を合わせるなか、急激な上昇後に見られる一時的な高山病の兆しには気を付ける必要がありそうです。

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となります。

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（2018年1月29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