



市場アップデート – 2018年2月22日

米金利のリスク／リターンはやや対称的に

直近の米金利上昇を踏まえ、米金利のリスク／リターン特性は対称的になってきていると判断しており、重大な新情報が明らかにならない限りは市場価格をさらに動かすことは難しいと考えています。



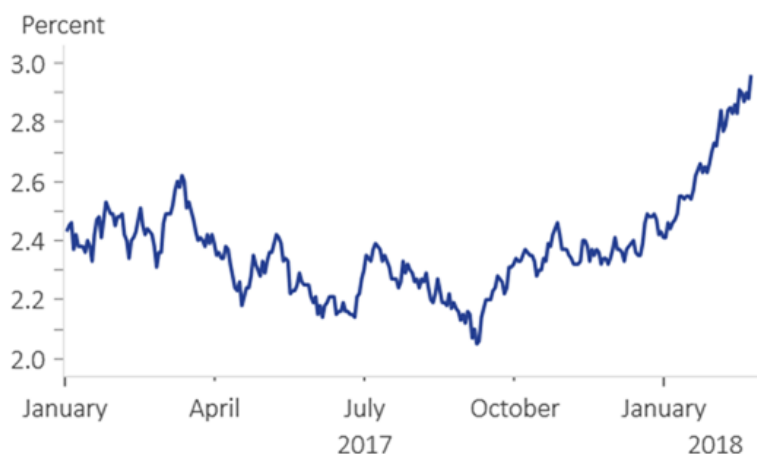
マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チームヘッド

先週は米国で大統領誕生日の祝日を挟んだやや短い一週間となるなか、2月初めの市場下落時からは幾分落ち着いたものの、市場ボラティリティが週を通して高止まりしました。先週公表された米連邦公開市場委員会（FOMC）議事録では特段目新しい材料はありませんでしたが、米国債の発行増が見込まれる中で海外投資家による米国債需要が減少するとの警戒感などから、米国債利回りは引き続き上昇基調となりました。米国債の利回り曲線がフラット化していることに伴うヘッジコストの上昇を背景に、アジアの投資家資金が欧州債券に向かっていく兆候が見られ、米国債利回りが上昇する中でもドイツ国債利回りの上昇が相対的に抑えられていることは興味深い現象です。ブルーベイでは足元でユーロ金利に対して相対的に前向きな見方を維持しており、ここ最近の金利上昇を踏まえてやや削減したものの、依然として米国金利のショート・ポジションを保有する一方で、ユーロ金利の小幅なロング・ポジションを保有し、ポートフォリオ全体の金利デュレーションをほぼフラットとしています。

大まかに言えば、米10年国債利回りが3%に近づく現状の水準で、米国債利回りの上昇に一旦小休止が入ると見えています。今年3回の利上げが市場にほぼ完全に織り込まれているなか、米連邦準備制度理事会（FRB）のより積極的な引き締めを市場が織り込むためには、インフレ圧力の更なる加速に関する何らかの証拠が必要であり、コア個人消費支出（PCE）価格指数が1.5%で、依然としてFRBが目標とする水準を下回るなか、4-6月期まではそのような証拠が得られる可能性は低いと分析しています。基本的に、市場が織り込む利上げ回数はここ数週間でFRBの利上げ見通しに並んだと言え、インフレ率が市場予想を大きく上回って上昇しない限りは、FRBが金融政策で後手に回っている（「ビハインド・ザ・カーブ」になっている）と市場が判断するに至るには難しい状況であると考えています。現段階では、パウエル新体制下のFRBが引き続き緩やかなペースでの利上げを行っていくと見ており、今回の米引き締めサイクルは市場の想定以上に長期化すると予想しているものの、長きに亘って非対称であったフォワード・ベースでの米金利のリスク／リターン特性が足元でより対称的になってきていると見えています。したがって、足元では方向性を持った金利リスクを削減することが理にかなっていると判断しているとともに、現状の水準ではグローバルに金利が上昇する局面に備えドイツ国債を積み増し、米10年国債利回りが2.75%を切る水準まで再び低下する局面では米国債をショートすることを検討しています。

図1：米10年国債利回りの推移



出所：Macrobond Financial AB, 2018年2月22日

先週は投資家によっては月初の損失を回復してきていますが、リスク資産に対する投資家心理は引き続きやや不安定でした。ただしブルーベイでは、このような時期こそファンダメンタルズにより一層着目し、下落局面の中で投資機会を発掘する好機であると考えています。そのような考えに基づき、直近の起債後にやや軟調なパフォーマンスとなっていたギリシャに対するエクスポージャーを積み増しました。先週は、フィッチ及びMoody'sがギリシャをそれぞれB-からB、Caa2からBa3へと格上げしました。これに伴い格付けに関する制約のある投資家層の中で、ギリシャ国債に投資が可能となる投資家が増えることが予想され、基礎的財政黒字などを踏まえ、格付見通しがポジティブであることなどと相まって、今後も更なる格上げの余地があると見ています。ユーロ圏の経済成長及び政治的状況は引き続き前向きな方向へと進展しており、3月に予定されているイタリアの総選挙に関しても全般的に楽観的な見方を維持しています。

“重大な新情報が明らかにならない限りは市場価格をさらに動かすことは難しく、短期的に市場はバランス感覚を取り戻すと見ています。”

より全般的に見れば、主要金利が現状の水準で当面落ち着いた場合、市場ボラティリティは低下し、リスク資産は直近の下落から反発すると見ています。マクロ経済状況は引き続き良好で、FRBが金融引き締めを緩やかなペースに留め、その他の主要中央銀行も相対的にハト派姿勢を維持すれば、警戒感が市場を支配するには至らないと考えています。

今後の見通しとして、変動激しい月となった2月が終わりを迎えるなか、3月はより穏やかな投資環境になると予想しています。市場が予想を上回るインフレ指標に敏感になることは明らかで、これについて言えば今週発表されるコアPCEの数字は非常に重要になると見られます。ただしより明確なインフレ上昇があるとすれば、2017年3月の携帯電話の料金プラン価格下落に伴う影響が前年比データから外れる今年4月以降になると予想しています。いずれにせよ、重大な新情報が明らかにならない限りは市場価格をさらに動かすことは難しく、短期的に市場はバランス感覚を取り戻すと見ています。引き続き魅力的な価格でポジションを積み増すタイミングを探っていきますが、先週フリースタイルスキー女子ハーフパイプでオリンピックに出場したエリザベス・スウェイニー選手が示した通り、とりわけ周りの人が転倒しているときには、必要以上のリスクを取ることなく目標を達成することは可能であると言えるかもしれません。

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（2018年2月22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