



BlueBay  
Asset Management

## 市場アップデート – 2018年3月15日

### 毒杯にご注意を

トランプ大統領や貿易政策から距離を置けば、堅調なマクロ経済指標及び概ね緩和的な金融及び財政政策がリスク資産の下支えになると見えています。



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

先週の金融市場では、トランプ政権の貿易政策を中心とした政策に対する警戒感が継続したことなどからリスク資産の苦戦が続くなか、主要国金利は低下基調となりました。トランプ大統領がティラーソン国務長官を解任したことは、政権が無秩序状態になり始めていることを物語る出来事であったと考えており、政権内で貿易政策のタカ派がますます優位に立つなか、ホワイトハウスはトランプ氏が「You’ re fired; あなたはクビだ！」を決め台詞として出演していたリアリティ番組「アプレンティス」にますます酷似してきたと見られます。先週ワシントンD.C.を訪問しましたが、政権のポストの多くが空席となっていることが明確で、またその主要な候補者と話をした印象では、かつて出世の過程で名誉とされてきた政権の主要ポストが、今では貧乏くじのように捉えられており、高い能力を有する人材を惹きつけることが困難になっていると見られます。とは言いながらも、米経済が適度に堅調さを維持しているなか、過度に心配する必要はなく、中国に対する関税等の政策や知的財産権侵害に対する制裁措置の詳細を待つ必要はあるものの、現段階ではトランプ大統領が十分なレベルまで貿易関連政策を推し進めたと考えている場合、過度に警戒する必要はないと見えています。したがって、リスク資産に対する全般的に前向きな姿勢を維持することは適切であると考えており、マクロ経済が底堅く、全般的に政策も緩和的である限りは、仮に市場ボラティリティが上昇した場合は売りよりも買いの好機であると捉えることが賢明であると考えています。

また経済指標がここ最近でやや弱含んでいますが、いわゆる懸念材料としてではなく、過度に堅調であった状態からの小幅な調整と捉えることが妥当であると考えています。米アトランタ連銀による1-3月期の米GDP成長率予想は前年同期比2%増を下回る水準に低下しましたが、これは一時的な数字であると考えており、米経済は2018年を通して堅調な成長を続けると考えています。ただし、当月発表されたインフレ及び平均時給に関連した統計がやや軟調であったことも踏まえると、米連邦準備制度理事会（FRB）が時間稼ぎをする余地はあり、結果として今週予定されている米連邦公開市場委員会（FOMC）会合では政策金利の引き上げに加えてのタカ派方向への動きは小幅に留まると見えています。見方によっては、パウエルFRB議長の就任後初となる今回の会合を、パウエル氏がFRBの意思決定の継続性をアピールする場として活用すると予想することも可能で、任期開始早々に市場が彼を「タカ派寄りの議長」と見なすことは避けたい意向があると見えています。実際、ブルーベイの分析が正しく、米コア消費者物価指数（CPI）が今年4-6月期後半に2.3%近辺に到達すると同時に、コア個人消費支出（PCE）が1.8%を上回った場合には、6月に予定されている次の会合でタカ派サプライズがもたらされる可能性がより高いと見えています。

“ホワイトハウスはトランプ氏が「You’ re fired; あなたはクビだ！」を決め台詞として出演していたリアリティ番組「アプレンティス」にますます酷似してきたと見られます。”

欧州では、新発債市場が投資家の注目の的となりました。足元でポルトガル10年債利回りがイタリア10年債利回りを20bps以上下回る水準で取引されており、ドイツ国債に対するスプレッドと比較するとギリシャの

3分の1となっていることは興味深いと考えています。ここ最近のポルトガル国債の主な買い手は、ポルトガルのスプレッドが非常にワイドで価格が低かったときには近寄ることを避けてきたベンチマークを追随した運用を行う投資家であると見ています。同様に、ギリシャ国債の価格が上昇を続け、取引に価値があり続ける限りは、これらの投資家の多くが最終的にギリシャ国債を買うことになるであろうと予想しています。一方で、先週の流通市場の動きは比較的穏やかでした。とは言っても、10年国債の取引がほとんど皆無であった日本の国債市場ほどではないと言えるでしょう。日銀のイールドカーブ・コントロール（長短金利操作）は日増しに自らの成功の犠牲になっていると見られます。仮に日銀が資産購入額を減らし、総残高（ストック）というよりも毎月の購入（フロー）という意味での量的緩和（QE）の規模が縮小したかに見えたとしても、全ての市場参加者が日銀が金利を据え置くことを信じているのであれば均衡は長続きする可能性があると考えられます。

特に米国では、M&A(合併・買収)絡みの新規発行が増加する一方で、投資家の需要は比較的低調であったことが需給面で市場の下押し圧力となった結果社債スプレッドが拡大し、この影響が欧州社債市場にもやや波及しました。ブルーベイでは社債に対する概ね前向きな見通しを維持しており、特に欧州の金融劣後債に引き続き投資妙味があると考えています。欧州のリスク・プレミアムが縮小する中でスプレッドは縮小していくと考えており、トランプ大統領や貿易政策などとの結びつきが薄いリスク資産のクレジット・リスクをロングすることが現段階では賢明な投資アプローチであると考えています。

今週のFRB会合が終われば、四半期末及びイースター休暇が迫っています。つまり市場の流動性が相対的に低下する可能性があります。市場ボラティリティは3月末に掛けて上昇するより低下する可能性の方が高いと考えています。2月初旬にリスク資産が苦戦した状況は株式市場の下落に端を發したものでしたが、さらにそのきっかけとなったのは1月末に掛けての米金利上昇に対する市場の警戒感であったと捉えています。それ以降米金利が比較的落ち着いていることから、新たなきっかけがない限りボラティリティは落ち着き、堅調なマクロ経済指標及び概ね緩和的な金融及び財政政策が価格の下支えになると見ています。もちろん、リスク要因が新たに出現する可能性はあり、直近のロシアの元スパイ殺人未遂をきっかけとするロシア・英国間の関係悪化は、地政学的環境を取り巻く変動性及び不確実性を思い出させてくれる出来事であったと考えています。結局のところ、元スパイが神経剤で襲われたとされる英南西部ソールズベリーのレストランZizziで起こりうる最悪の事態は食中毒であると考えていた人が多かったことでしょう。聖パトリック祭のお祝いでグラスを掲げるときには、ロシアのプーチン大統領が慎重に飲み進めることを祈るばかりです。

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。

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（2018年3月19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