



ジンバブエが救世主に？

中東地域における地政学は不安定となっていますが、英国ではアップサイドのサプライズを予想しています。

2020年は、米国とイランとの緊張高まりによって波乱の幕開けとなりましたが、ここ数日間ではグローバル市場に回復が見られています。

地政学リスク再燃

先週は、米国によるイランのイスラム革命防衛隊のソレイマニ司令官殺害に対し、イラン側が報復攻撃を行うとの警戒感から、市場では質への逃避が加速していました。

ただし、投資家が押し目買いを意識しているのか、価格動向は概ね落ち着いていたと言えます。

その後イランが米軍基地に複数のミサイル攻撃を行ったものの、犠牲者は出なかったことで、事態を（一時的な）収束に向かわせる意図があったと受け止められました。またトランプ米大統領が、「全て順調だ（All is well）」とツイートしたことから、市場ではリスク・ヘッジの巻き戻しが見られ、力強い価格動向につながりました。

一步引いたところから俯瞰すると、中東におけるイベントは、グローバルというよりは地域的な影響に止まる可能性が高いとみており、昨年の米中貿易戦争の脅威とは異なり、グローバルな経済成長への影響は非常に限定的なものになると予想しています。特に、足元でのシェール原油生産の伸びが、原油価格の大幅な上昇を抑制するとみられる中では尚更です。

したがって、中東地域自体に対しては全般的に慎重な見方を維持しているものの、今後数週間及び数か月間における中東情勢の新たな衝突に起因する質への逃避傾向は、いずれ収束に向かう可能性が高いとみています。

2020年1月10日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

その他の見方

マクロ的な観点から見ると、米経済の成長見通しは比較的底堅いとの見方を維持しており、中国との貿易戦争の一時休戦を踏まえ、グローバル経済成長も幾らか上向き可能性があるとみています。同時に、政策は落ち着いており、2020年には主要中銀が政策金利に変更を加えないと予想しています（米国では、少なくとも大統領選が終わるまでは）。

社債市場のバリュエーションを見ると、スプレッドが今後更に大幅に縮小する余地は限られているとみられるものの、財政政策が拡大傾向にあり、インフレも引き続き抑制されているなかで、全般的にはリスク資産の投資環境はかなり良好な状態が続くとみています。幾つかの点から、市場のベータ・リターンにとって非常に堅調な1年となった2019年が終わり、2020年はよりレンジ内の価格変動を予想しています。

実際のところ、政治及び地政学イベントによってボラティリティが一時的に高まる局面はありながら、穏やかでボラティリティが低下する状況を予想しています。仮にそうであった場合、リスクの積み増し及び削減に適切なタイミングを見極めることが重要になる可能性があります。

ブルーベイでは、現段階で社債及びエマージング市場に対してやや前向きな見方を持っていますが、金利の方向性については確たる見方は持っていません。

キャリア面での魅力が周辺国の下支えに

欧州周辺国については前向きな見方を維持しており、イタリア及びギリシャにおけるロング・ポジションを維持しています。ユーロ圏では、ECBによるPSPP考慮後の国債の純発行額が2020年にはマイナスになるとみており、利回りが超低水準に留まるなか、当面はキャリアを重視した取引が大きなテーマになるとみています。

また域内における国内の政治情勢も、少なくとも今後6～9ヶ月程度は比較的落ち着いたものになるとみており、早期の解散総選挙を懸念して投資家がイタリアのポジションを減らしていたことを考慮すると、スプレッドが2019年の最もタイトな水準よりも今後さらに縮小する可能性があるかとみています。

投資家の利回りへの旺盛な需要は社債市場でも見られており、先週は欧州で記録的な額の新規発行がありました。新発債にはいずれも発行額を上回る需要があり、既発債を小幅に上回るか、もしくはほぼ同等のスプレッドで発行されました。これは、現時点で市場の需給面が良好であることを示唆しています。

出遅れていたエマージング国は反発？

同様の傾向が米国社債市場及びエマージング債市場においても見られており、アナリストはいずれの市場においてもデフォルト率が当面低位に留まることを予想しています。多くの点で、昨年はややアンダーパフォームしていたシクリカル関連銘柄が、2020年にアウトパフォームするかどうかは興味深い点であると言えるかもしれません。

セクター構成を踏まえ、ブルーベイではその可能性に確信を持っていませんが、より広範に言えば、今年は信用格付けで見たコンプレッション、つまり低格付け銘柄がベータ値調整後で見てアウトパフォームする傾向が幾らか見られる可能性があるかと予想しています。

英国：慎重ながらも前向き

英国債に対するショート・ポジションは引き続き維持しています。ジャビド英財務相がインフラへの追加投資のために、魅力的な資金調達コストを利用する姿勢を示しており、英国ではさらに大幅な財政拡大が見込まれます。このような環境下でイングランド銀行（中央銀行）が利下げを行う可能性は低いとみており、景気後退リスクにつながる可能性のあるEUとの関係の進展は注視する必要がありますものの、現段階では英国の経済指標が市場予想を上振れることを予想しています。

また、今後数週間では、米国債利回りが低下するよりも上昇するリスクの方が高いとの見方から、足元では米国金利についても小幅なショート・ポジションに移行しましたが、これは比較的短期的な取引との位置づけです。米10年国債利回りのレンジ上限は2%よりも上であると考えています。

通貨では、キャリー面での魅力からノルウェー・クローネ及びアイスランド・クローナ、エマージング市場ではメキシコ・ペソ及びロシア・ルーブルを選好しています。主要通貨や英ポンドの方向性に関しては、足元で確たる見方を持っておらず、ユーロ圏の経済指標の改善がユーロの上昇を促したとしても、米国経済が他の経済をアウトパフォームする状況が続くと見方からユーロ高が勢いを増すことは想定しづらいとみています。ポートフォリオのリターンは年初来で比較的小幅に留まっていますが、過去数日間のリスク資産の上昇が今後数週間続けば、これによる恩恵を受けるためのポジションを有していると考えています。

今後の見通し

市場の方向性を見定めることが力強いリターンにつながった2019年とは異なり、今後数ヶ月はレンジ内での市場を予想しており、タイミングを適切に計ることがより重要になるとみています。したがって、レンジを見極めた上で、持続的な上昇局面で売り、下落局面で買う、というアプローチを採用することが賢明であるとみられ、そのためには一定の規律も求められることになるでしょう。

また、リスク資産が順調に上昇を続けた場合、金利の上昇を促す可能性もあり、結果として、トレンドが継続したとしても、2020年の債券資産のトータル・リターンが非常に良好となる可能性は低いとみています。

しかしながら、先週の市場でも確認された通り、投資機会をもたらすボラティリティ上昇局面は必ず訪れ、市場間のパフォーマンス差拡大によって相対価値に基づく投資機会も生まれるとみています。したがって、バリュエーション自体は多くの市場で良好であるとは言えないものの、魅力的なアルファ創出機会は豊富に存在すると予想しています。

中東情勢に話を戻すと、事態が再び緊迫化する時を予測することは困難であると言えるでしょう。ただし、直近の出来事によってイラクが米軍の本国への送還を命じることになれば、いずれかの段階でイランは満足する可能性もあるとみています。

その点につき憶測を巡らすことは明らかに困難ですが、ジンバブエの副防衛大臣が、米国が引き下がらないのであれば、中東情勢に介入をすると発言したとの報道を知って元気になりました。風雨が強まり、本格的な冬が到来した英国においては、微笑ましいニュースであったと言えるでしょう。

ディスクレームー

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） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレイント戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） / 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） / 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） / 成功報酬 20%

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。