



RBC BlueBay
Asset Management



痛ましい世の中

イスラエルでの衝撃的な出来事は地政学的リスク及びマクロ経済における不確実性を高めました。

2023年10月13日

著者
マーク・ダウディング
ブルーベイ債券部門
最高投資責任者(CIO)



コメント要約

- マクロ及び地政学不確実性の高まりを背景にボラティリティが上昇するなか、市場では引き続き緊張感が広がっています。
- 地政学的リスクの高まりを背景とした質への逃避が加速するなか、主要国債利回りは低下しました。
- 原油価格やリスク資産は広範に安定を取り戻しています。
- 米国のインフレ指標は概ね市場予想に沿った内容となりました。
- ユーロ圏では、ドイツ国債が引き続き米国債の動きにつられる格好となりました。

先週は、前週末に発生したイスラエルでの残虐行為が金融市場にも暗い影を落とし、投資家はグローバルに予期せぬ影響をもたらしかねない地政学リスクの高まりを意識しました。イスラム組織ハマスは、今回の行動によって自らの崩壊の道を意図的に選択したとも言われています。悲慘な光景が憎悪を高め、「ジハード」の名の下に他の参加者を巻き込んで広範な武力衝突につなげるとの目算があったとみられます。そのような歪んだ目的が完全に崩れ去ることが真に望まれます。

イランや米国は、明らかに戦争を望んでいないように見受けられます。広範な中東情勢という意味では、今回の出来事を精査するにあたり、ここ最近のイスラエルとサウジアラビアとの関係改善と、そ

れがパレスチナとの連帯意識を弱めた可能性を指摘する声もあります。

とは言いながらも、人々は感情を剥き出しにしており、今後数日間で起こりうる状況は予測不可能です。現時点で明らかであるのは、ハマスがその名称以外にはもはや過激派組織「ISIS（イスラム国）」と同じであり、ハマスがこの先生き残り、目的を達成する道はないであろうということです。

またそれが叶えば、和平協議や交渉への道にいずれつながるであろうとみています。しかし短期的には、さらなる軍事衝突の道に向かってるように思えます。目を覆うような卑劣な行為が続くことが予想されますが、そこに人々の慈悲や公平性の感覚が残されていることを願ってやみません。

このような中東情勢を背景に、先週は米国債利回りが低下に向かいました。しかし、足元の価格動向を分析すると、原油価格の動きは比較的落ち着いており、リスク資産に関しても、週初こそ下落が見られたものの、その後は広範に安定を取り戻しています。

実際、米国金利の低下をもたらしたより大きな要因として、過去数日間での米連邦準備制度理事会（FRB）の言動の微妙な変化が挙げられます。具体的には、直近の金融環境の急速な引き締めは既に現時点で十分な水準まで達しており、追加利上げの必要性を低下させる可能性があるとの見方があります。

その中で、複数のFRB高官の発言は幾らかハト派寄りに捉えられていますが、客観的に見れば、FRBの経済見通しや考え方がここ数週間で大きく変化したかどうかについては疑問を抱いており、これは単に解釈の問題であると考えています。

先週発表された米国のインフレ指標は概ね市場予想に沿った内容となりました。コア消費者物価指数（CPI）は前年比4%を上回る水準に留まり、経済見通しも概ね前向きである中、目標とする2%までのさらなるインフレ低下のペースは緩やかなものになると予想しています。

これらの要因は、政策金利がさらに長きに亘って高止まりすることを示唆しています。また、ソフト・ランディングの可能性は高まっているものの、依然として来年の後半には緩やかなリセッションの可能性の方が比較的高いとの見方を維持しています。

債券市場に関して言えば、これまでは長期デフレーションの取引を選好していた複数の運用者が、足元では（長期債のアンダーパフォーム継続を予想した）イールドカーブのスティープ化を想定したポジションを導入していることを驚きと共に受け止めています。

同時に、ヘッジファンド運用者も長期金利のショート・ポジションを積み増しているようです。したがって、前週金曜日の堅調な雇用統計後に上昇した水準から、米10年国債利回りが先週の間一時30bps程度低下したことは、これらの投資家にとって幾らか痛手になったとみられます。

米国金利に関して、前週の間ややロング・バイアスのスタンスに転換したと述べました。これは、マクロ環境が必ずしも大きく変化していない中で、利回りが短期間で急上昇すぎたとの見方に基づくものでした。

しかし、そのような見方は構造的と言うよりはややタクティカルであるということも申し上げました。したがって、先週利回りが低下する中で同ポジションの一部利益を実現し、米10年国債利回りが4.5%という目標に達した際にはポジションを解消することを検討しています。

これまでも述べた通り、債券に対してより構造的に強気な見方を持つためには、成長減速を示唆するさらなる証拠と、そのことが金利低下へとつながる道筋がより明確となる必要があります。

ユーロ圏では、ドイツ国債が引き続き米国債の動きにつられる格好となりました。発行が相次いだこともあり、周辺国債のスプレッドはここ最近拡大基調にあり、イタリア国債のドイツ国債に対するスプレッドは一時200bpsを超えました。しかし、スプレッドのさらなる拡大につながりそうな明確な要因は目先予想しておらず、この先はスプレッドがレンジ内の動きとなる環境が続くと考えています。

目先では、10月20日の大手格付機関によるギリシャの信用格付レビューを待ち構えています。ギリシャのソブリン格付がBBB-に格上げされることで、ギリシャが主要な国債インデックスの構成要件を満たすことになると予想しているためです。これにより、パッシブ投資家はギリシャ国債を買い求める

必要があるものの、購入可能なギリシャ国債は限定されているため、ギリシャ国債のスプレッド縮小が促される可能性があるかとみています。

その他の地域では、先週は英国を取り巻く報道は比較的静かでした。最大野党・労働党の党大会は、来年にも総選挙が実施されようとする中で、政権獲得に向けた決起集会のように見受けられました。総選挙では労働党への政権交代が広く予想されているものの、スターマー党首が急進的な政策を多く実行するとは考えづらく、金融市場に対する影響も現時点では概ね限定的になるとみています。

為替市場では、米連邦公開市場委員会（FOMC）が幾らかタカ派色を弱めたとの受け止めによって、米ドルがやや軟化しました。地政学的懸念を背景とした質への逃避によって米ドルがそれほど押し上げられなかったことは多くの点からやや驚くべき展開で、前週の力強い雇用統計を受けても米ドルが大きく上昇しなかったことを踏まえれば、現時点では米ドル高基調は一服した可能性があると言えるかも知れません。

一方日本では、月末に予定されている日銀の金融政策決定会合に一層の注目が集まる中、円相場は嵐の前の静けさの様相を呈しました。今回の会合では、日銀が政策調整をして円が上昇するか、もしくは日銀が行動を起こさずに円安が進むか、のいずれかであると予想しています。その意味で、現時点ではやや不安定な均衡状態にあるとみていますが、過去数日間で投資家の注目は他の市場に集まっていました。

イスラエル・シュケルに関しては、ここ最近の出来事からおそらく予想された通り、先週は下落しました。しかし、中央銀行の介入によって値動きは抑制されました。イスラエル・シュケルのロング・ポジションについては解消し、現時点では方向性を持ったリスクは取らないことを選好しています。

その他エマージング市場（EM）では、米ドル安及び米金利低下に転じたことが、ここ最近圧力下にあったEM通貨の幾らかの反発につながりました。これを踏まえ、コロンビア・ペソのショート・ポジションについては解消したほか、メキシコ・ペソのショート・ポジションについても利益を実現しました。

社債市場に関しては、やや株価につられた動きとなっているものの、神経質な状況が続いています。米長期国債利回りの上昇が株価の重石となってきたことから、先週の米国債市場の反転は株価及び社債スプレッドに好材料となりました。

しかし、マクロ及び地政学的不確実性の高まりを背景にボラティリティが高まる中、慎重さを維持して進むことが賢明であると考えており、全般的にはCDSを通じたヘッジ・ポジションを維持し、スプレッドのベータ・リスクを比較的抑えた運用を維持する方針です。

今後の見通し

先週の出来事は、既に不透明であった景観にさらなる不確定要素をもたらしました。全般的には、引き続きリスクを抑制しながら、短期的な価格動向がいずれかの方向にオーバーシュートしたとみられた場合には、エクスポージャーを積み増すもしくは削減する機会として捉える姿勢を維持する方針です。

一般的には、よりタクティカルなポジションによってリターンを獲得することは難しいとされるかもしれませんが、市場の変動において適切なポジションを取ることは可能であると考えているほか、市場で大幅なミスプライスや、より力強い構造的なテーマを目にした場合、それを好機として捉えるための準備をしておきたいと考えています。

また、現時点で地政学リスクに関する過度な慢心は禁物であるように思えます。過去を振り返ってみれば、緊張が高まった後、リスクは抑えられるであろうとの推測に基づき市場は落ち着き、またそれが結果として正しかったこともありました。

しかしそれは、昨年のロシアによるウクライナ侵攻には当然当てはまらず、今回の中東での出来事に関しても同様かもしれません。イスラエルにおける民間人犠牲者の規模やハマスによる攻撃の卑劣さは、衝撃とともに恐怖、厳しい非難の声を呼んでいます。これを受けて、イスラエル国内で巻き起こる激しい怒りの感情は容易に理解できます。

しかし、イスラエル軍が目的達成のために報復作戦を遂行するにあたって、幾らか自制することを願ってやみません。西側諸国に目を向けると、各国政府は即座にイスラエル擁護の立場を取りましたが、ガザ地区における人々の苦難の映像はまた、他の地域での怒りにつながり、ヒズボラのような組織による行動を誘発してしまうことも容易に想像がつきます。

衝突が最小限に留められ、大規模な人道危機へとつながらないことを祈るばかりです。とは言いながらも、このような衝突は予測不可能な道筋を辿る可能性があり、現時点においては判断を留保することが賢明と言えるでしょう。その意味で、今は多くの側面から痛ましい状況となっているこの世の中に対して、ただただ深い祈りを捧げることしか出来ないのかも知れません。

ディスクレーム

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主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成報報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、別途記載のない限り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、当社の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



RBC BlueBay
Asset Management