



## お祭りムードが年末まで 続くとの見方は現実的か？

ボラティリティ指数が低下し、マクロ環境にも一定の安定が見られるなか、債券及び株式の双方にとって良好なベータ・リターンの年となった今年を振り返ってみるべきかもしれません。

### 貿易戦争の緊張緩和が楽観見通しの源に

先週は、米国で感謝祭の祝日を控え、主要国債利回りに大きな変動は見られませんでした。ただし、米中貿易合意への望みが年末に掛けての市場の上昇（年末ラリー）への期待感を高めるなか、米国株式市場は再び最高値を更新する展開となりました。

ボラティリティ指数が低下する中で社債スプレッドも縮小し、マクロ環境に一定の安定感が見られるさなか、投資家は手元資金を投資に回すことに積極的になり始めているようです。

多くの先進国経済で成長は概ねトレンド並みであると言え、価格圧力も引き続き安定しているほか、金融政策も広範に緩和的となっています。

### キャリアを積み増すことによるリターン

2020年を見据えるにあたり、主要経済の金融政策が据え置かれるであろうとの共通認識が広がっているとみられ、例えば米連邦準備制度理事会（FRB）も、大幅な下方リスクが表面化しない限り、大統領選の年となる来年は様子見の姿勢を取る可能性が高そうです。

このような環境は、結果として広範な債券資産の取引環境の下支えとなっており、政策金利が歴史的に見ても低水準にあるなか、投資家はキャリアを積み増すことによってリターン向上の機会を探ることに満足しているようです。

2019年11月29日



マーク・ダウディング  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

## 米国では政治的リスクが煽る

もちろん、12月を通して一連の報道が落ち着いていけば、穏やかな投資環境がリスク資産のメルトアップ（必ずしもファンダメンタルズを伴わない価格上昇）のような状態を招いても不思議ではないでしょう。しかしながら、S&P500種指数の直近の株価収益率（PER）が21倍であることを踏まえると、株価が足元で割安であると主張することはそれほど容易ではなく、仮に下方リスクが表面化した場合、ネガティブなヘッドラインを材料に利益確定の動きが加速する可能性はあるとみています。

そうした点を踏まえ、ここ最近の株式市場は物事を端から信用している側面があり、米中貿易合意が市場の落胆を誘った場合や、トランプ大統領の弾劾プロセスが海外投資家の動揺を誘った場合などには、年越しを前にした大幅な調整もあり得るとみて警戒しています。

したがって、概ね前向きな経済見通しを維持しながらも、米国金利に関してはショート・ポジションを構築することはせず、資産価格が上昇する中でリスク資産の利益を実現することを意識していく方針です。

## グローバルなリスク環境の落ち着きによる恩恵を受ける中南米

エマージング市場では、先週も中南米資産が大幅に下落する傾向が見られ、グローバルの投資環境がこれほど落ち着いていなかったとしたらどのようなパフォーマンスになっていたかを想像してしまいます。足元で見られている社会不安は、不快にも1980年代の混乱への回帰を彷彿とさせるものであると言えるでしょう。中南米では、成長が踊り場に差し掛かっているなか、所得不平等に対する不満の高まりが抗議活動の主因となっています。

ブラジルのような国に対しては、成長回復や前向きな構造改革などへの期待感から、多くの投資家がリスク資産を強気に見ていた傾向があるとみています。しかしながら、投資家のポジションの集中度に加え、ブラジルなどの経済が双子の赤字を抱えるとともに預金金利が非常に低いことを踏まえれば、これまでの前向きな見方が試され、保有ポジションがストップ・ロスに抵触することになったとしてもそれほど驚きではないと言えるかもしれません。

ブルーベイでは、引き続きエマージング市場の見通しは非常に不均一であるとみており、グローバルに投資環境が穏やかな中でも、特定の勝者及び敗者が生まれる状況を予想しています。したがって、エマージング市場という資産クラスそのものに対して明確なベータ見通しを形成することは困難になっており、ポートフォリオではエマージング関連のリスクを全体として小幅に留めています。

為替相場では、低ボラティリティ環境下において引き続きロシア・ルーブルやメキシコ・ペソなどの高利回り通貨が選好されるとみている一方で、南アフリカや韓国などの国では、脆弱なファンダメンタルズを背景に通貨安につながる可能性もあるとみています。

## 静かな一週間のなか、イタリア及びギリシャが際立つ

欧州市場では比較的静かな一週間となりました。スペインでは、過半数を獲得する政党が現れなかった総選挙後に資産価格が軟調に推移していますが、現段階では、同地域における大きな懸念材料としては捉えていません。

イタリア及びギリシャに関してはより投資妙味が増していると考えており、低位に留まる預金金利及びドイツ国債利回りを踏まえて投資家が引き続き利回りを追求するなか、政治的リスクは抑制された状態が続くとみています。

ギリシャのような国が再び投資適格に格上げされるまでには依然として時間が掛かるかもしれませんが、そのような方向に向かって前進していることは事実であるとみており、（投資適格の）主要債券指数の構成国として復帰する可能性が高まれば、ポルトガルが経験したような国債スプレッドの大幅な縮小がギリシャ国債に起きてても不思議ではないと考えています。ポルトガル国債のドイツ国債に対するスプレッドは足元で75bpsとなっており、これはギリシャ国債のスプレッドよりも100bpsタイトな水準です。

一方英国では、12月12日に控えた総選挙を前にした直近の世論調査が、与党保守党の過半数獲得により傾いているようです。野党・労働党の苦戦を受け、英ポンドはユーロに対して2017年初め以来の高値圏に上昇していますが、総選挙の結果を巡る予想を断言するにはやや時期尚早であるとみています。

## 米国の足並みは底堅い、ただし目先には不確実性も

12月を迎えるにあたり、債券及び株式の双方の市場で堅調なベータ・リターンが得られた今年の市場環境を思い浮かべることが出来るでしょう。昨年の同時期と比較すると、米国経済は明らかに底堅さを増していると見られますが、足元の市場には既に多くの好材料が織り込まれており、いかなるリスクオフの動きであっても、年末に掛けての流動性の低下も相まって大幅な価格変動につながる可能性があるとの見方を維持しています。

同時に、投資家が手元資金の置き場を探していることも理解でき、今四半期を迎えるにあたって慎重な投資スタンスを取っていた株式投資家は、直近の上昇局面を捉えられなかった可能性もあります。

このような不確実な環境を踏まえ、通常よりもリスクを抑えた運用を行うことが現段階では適切であると判断しています。

市場に調整が見られた際に、より割安な価格でリスクを積み増すために準備を整えておきたいと考えており、直近のリスク資産の上昇に追随しなければならない気持ちには駆られていません。また、マクロ経済及び市場環境がこれほどまでに落ち着いているなか、米トランプ政権内では中国との暫定的な通商合意において大幅に歩み寄る機運が低下している可能性もあるとみています。そのような中、香港の抗議デモ活動を実質的に支持する法案が米議会で承認されたことは、中国政府による新たな対抗措置につながることも予想されるため注視しています。

## 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。

以上