



Global Asset Management
BlueBay Asset Management



メッシな世界

慎重なスタンス

2026年7月17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

- **中東情勢**：明確な終結と出口が見えない中、中東における紛争は引き続き原油価格を押し上げています。
- **米インフレ指数の下振れサプライズ**：これが米連邦準備制度理事会の金融引き締め圧力を取り除くと結論付けるのは誤りであると考えますが、米連邦公開市場委員会が今月下旬の政策変更を先送りする機会を提供したことは確かでしょう。
- **ユーロ圏**：基調的な経済が弱いことから、インフレリスクは米国よりも抑制されるはずですが、天然ガス価格の動きには注意が必要でしょう。
- **英国リーダーシップの交代**：シャバナ・マフムード氏が次期政権で財務相に就任する可能性がますます高まっています。同氏は財政責任を重視する人物と見られており、他の候補者よりも市場友好的な候補者と言えるでしょう。
- **日本債券利回りの低下**：片山財務大臣が、国内の年金投資家に対して国内資産への投資を増やすよう促したことを受けて、日本の債券利回りが低下しました。

先週も中東における紛争がグローバル金融市場に影を落とし続け、原油価格の上昇を受けて週初めに米国債利回りが上昇しました。米国内では地上軍の派遣にコミットすることに対して相応の抵抗がある一方で、トランプ政権はこの問題から手を引くことで、イラン政権がこの先中東地域の情勢を自由に形成し、主導することを許すことには消極的なようです。

懸念されるのは、妥協がない限り、明確な終結と出口のない戦争となるリスクがあるということであり、現時点では双方を交渉のテーブルに着かせるような目先の材料は見当たりません。

このような状況において、中東情勢とホルムズ海峡の通航は、「メッシー・ミドル（Messy Middle: 不確定で混沌とした中盤期）」に陥っているように見受けられ、紛争が断続的に激化しては鎮静化することを繰り返す可能性があります。これは原油価格が現在の水準近辺で推移し続ける可能性を示唆しており、結果としてインフレ率がより長期にわたって高止まりし続けることを意味します。

とはいえながらも、今週発表された米国の消費者物価指数（CPI）は下振れサプライズとなり、前月のエネルギー価格の下落によって政策当局者には若干の安堵感がもたらされました。しかし、今回の指標は、その数字自体を深読みするものではなく、むしろ個別の月次経済指標は引き続き高いボラティリティを伴う可能性があるということを、改めて認識させるものとして捉えるべきでしょう。

したがって、これが米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締め圧力を取り除くと結論付けるのは誤りであると考えますが、米連邦公開市場委員会（FOMC）が今月下旬の政策変更を先送りする機会を提供したことは確かでしょう。

ユーロ圏では、基調的な経済が弱いことから、インフレリスクは米国よりも抑制されるはずでしょう。しかし、天然ガス価格の高止まりは懸念材料であり、来る冬季シーズンに向けて、今後数カ月で備蓄を積み増す必要性も高まっています。

カタールの液化天然ガス（LNG）の生産・輸出が混乱したことでガス価格が上昇しており、これは欧州中央銀行（ECB）や欧州の他の中央銀行が今後数カ月にわたって注視するポイントとなるでしょう。この点で言えば、ECBは他の中央銀行よりも優れた対応をしたと考えています。つまり、早期に利上げを行ったことで、より積極的な政策対応を後に必要とする恐れのある中期的なインフレ期待の上昇を防ぐことに成功していると言えるでしょう。

このような観点から、当社では引き続き米国債と比較して欧州債を選好しています。先週は、3.12%近辺の利回り水準でドイツ10年国債のエクスポージャーを追加しました。また、米CPIの発表を受けて魅力的な水準となった米国のインフレ・スワップへのエクスポージャーも追加しました。

一方、英国では、シャバナ・マフムード氏が次期政権で財務相に就任する可能性がますます高まっています。同氏は財政責任を重視する人物と見られており、社会保障費の削減を明言していることから、他の候補者（特にエド・ミリバンド氏）よりも市場友好的な候補者と言えるでしょう。

先週の初めには、今後12カ月間でイングランド銀行（英中央銀行、BoE）による3回近い利上げが織り込まれていることを踏まえ、短期金利先物を通じて英国金利のエクスポージャーを追加しました。英国のインフレ見通しの悪化により、BoEは今後数カ月で政策引き締めを余儀なくされる可能性が高いものの、基調的な英国経済の成長の弱さから、利上げは全くないか、せいぜい1～2回の利上げに留まる可能性の方にリスクが傾いていると考えています。

他のグローバル市場の動きとは対照的に、先週は日本の債券利回りが低下しました。これは、片山財務大臣が、国内の年金投資家に対して国内資産への投資を増やすよう促したことを受けたものです。

当社がこれまで日本の国内投資家と行ってきた議論では、今年度は日本国債へのアロケーションを増やすことへの広範な支持があることが示唆されていましたが、利回りが上昇トレンドを続ける中では、そのような動きを実行に移すことに躊躇があったように思われます。しかし、そのトレンドが転換し始める局面に達したのであれば、投資待機中の資金がかなり存在する可能性があります。

日本のイールドカーブは海外市場と比較して極めてスティープであることから、今後数四半期で見て、長期債利回りに圧力を掛けることなく、政策金利の上昇を吸収する余地は十分にあると言えるでしょう。これはイールドカーブのフラット化を示唆しており、実際に先週は、日本国債利回りが低下する中、特に30年債がアウトパフォームする展開となりました。

その他の市場では、先週は中東情勢によってグローバル市場全体である種のリスクオフ的なトーンが見られました。とはいえながらも、株式市場や社債市場の動きは、過去の動きとの比較で見れば、非常に限定的なものに留まりました。

株式市場では、半導体とAIに関連したボラティリティの継続が引き続き注目を集めており、社債市場でも、新規発行額が高止まりしていることから、ハイパースケーラーの社債がアンダーパフォームを続けていることは注目に値します。しかし、それ以外では需要は堅調であり、調整局面での押し目買い意欲が継続していることもボラティリティの抑制につながっています。

それでも、当社では現在の市場環境は、クレジット・リスクをアウトライトでロングとするために十分な説得力のある状況ではないとの見方を維持しており、引き続きロング・ポジションについてはCDSのショート・ポジションでヘッジすることが賢明であると考えています。

市場の混乱や説得力のあるエントリー機会が生じた際に、選別的にエクスポージャーを追加する機会を引き続き探っています。そのような姿勢に照らして、先週は短期金利先物を通じて英国金利のエクスポージャーを追加しました。これは、他の投資家がこれまで英国債へのエクスポージャーを追加していたものの、その解消を余儀なくされ、短期ゾーンの利回りが大きく上昇した後のことです。

現在の市場環境下では、忍耐強く投資機会が訪れるのを待つことが出来れば、今後数週間から数カ月のうちに、そうした機会が訪れるとの見方を維持しています。

今年の後半を展望する

この先を展望すると、季節的に流動性が低下する時期であることから、今後数週間で地政学的・経済的ショックが広範なマクロ環境を変化させる場合には、市場のボラティリティが高まる可能性があると考えています。

過去数カ月間、グローバル市場では強欲が恐怖を凌駕していたため、コンセンサスのポジションはロング・サイドに偏っています。現時点では景気後退リスクは低く、何らかの変化がない限り、そのことが下落を抑制する助けとなるかもしれません。

しかし当社では、リスクとリターンとのトレードオフを考慮すれば、当面は慎重なスタンスが有効であると考えています。これは先週のサッカーワールドカップ準決勝で1点をリードした後にイングランド代表が取ったスタンスに少し似ています。明らかに、まだまだメッシ（Messi）な世界であることに間違いはないようです！

ディスクレマー

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 資産運用業協会会員、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になります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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