

ボラティリティの波を乗り切る

インサイト



デビット・ライリー
パートナー兼
クレジット戦略ヘッド

2018年1-3月期のボラティリティの高まりは、現在の経済サイクルの終焉の始まりを示唆しているのでしょうか

投資家はグローバル経済の成長見通しと、先進国とりわけ欧州の最近の経済指標が市場予想を下回る状況に神経質になってきています。しかし、これはグローバルな経済成長の転換点ではなく小休止として捉えています。

グローバルに足並みの揃った経済成長は続いています。総合的にみた需要はグローバルに堅調で、受注は旺盛で生産量が増加していることで、設備投資は増えています。財政刺激策は米国及び中国でまだこれから力強い経済成長につながる可能性があり、エマージング市場は堅調な成長を続けているとみられます。

ブルーベイの見通しでは、特に米国株式市場でみられた最近のボラティリティの高まりは、割高な価格水準、市場のポジション、貿易保護主義を巡るノイズを主に反映したものであり、経済成長や企業業績の鈍化を示したものではないと考えています。また、伝統的な債券資産、つまり高格付けの国債を保有することは、株式市場が下落するときに分散効果をもたらさないことが示されました。

そのため、量的緩和(QE)後の世界においては、投資家は債券の代替投資を探ることは不思議ではなく、ボラティリティの高まりや資産間のパフォーマンスが広がる中で、分散効果を得られるような戦略を求めて行くものと考えています。

2018年4月12日

2018年4-6月期見通し

新たな四半期を迎えるにあたり、ブルーベイの多くの投資戦略においては、戦略ごとにその度合いは異なるものの、全体としてクレジット・リスクをオーバーウェイト(ロング)し、金利リスクはニュートラルにするというポジションを取っています。

今年に入るに際しては、米国金利のショート・ポジションが多くのポートフォリオで戦略的なポジションでした。しかし、米連邦準備制度理事会(FRB)が25bpsの利上げを2018年に3回、2019年に少なくとも2回実施するというブルーベイの見通しを市場が織り込んで行く中で、このポジションは解消して利益を実現しました。グローバル金利市場は、ほぼ適正水準になっていると考えていますが、それが変わる可能性はもちろんあり、市場の調整についてはいつも注意深くみています。

クレジット債では、引き続き先進国市場に対してエマージング市場を選好しており、先進国の中では米国に対して欧州を選好しています。エマージング市場経済と信用ファンダメンタルズは改善している一方で、価格水準は先進国と比較して魅力的な水準にあります。中でも、外貨資金調達改善、名目及び実質金利の高さ、通貨の割安感を考えると、エマージング現地通貨建て債は魅力的な市場であるとみています。アセット・アロケーション型の戦略においては、先進国のハイ・イールド債の投資を減らし、エマージング現地通貨建て債への投資を増やしました。

需給面の逆風が市場を左右しており、通貨ヘッジコストの上昇によって、米国の債券への海外投資家の需要は減退している一方で、供給は活況な状況が続いています。欧州クレジット債の利回りは低いものの、需給状況はより安定しており、金融政策はクレジット債の下支えとなっています。

欧州の銀行のファンダメンタルズが改善していることは引き続き主要な投資テーマとなっており、これを受けて、多くの戦略で特に劣後債を通じて銀行銘柄のオーバーウェイトを維持しており、その戦略のなかにはアセット・アロケーション型の戦略も含まれます。

投資家はリスク・オンの姿勢を続けると予想していますが、ダウンスайд・リスクは何でしょうか

最も大きい、かつ唯一のリスクは米国と中国の貿易摩擦の高まりが、グローバルに足並みのそろった経済成長の足かせとなることです。トランプ政権の最終的なゴールは米国のビジネスの機会を狭めるのではなく、広めるための貿易協定を交渉することであると考えています。米国は、韓国との間で自由貿易協定を結び、カナダ及びメキシコとの北米自由貿易協定 (NAFTA) 再交渉において進展もみられます。攻撃的で外交上の国際貿易関係におけるアプローチとはかけ離れていますが、米国と中国は貿易戦争を回避すると考えています。リスク資産にとってもうひとつ脅威になると考えているのは、米国のインフレ率が財政刺激策を背景として予想を上回るペースで上昇し、FRBの利上げペースが加速することです。

しかし、こうしたダウンスайдのテイル・リスクを年初と比べて市場は織り込んできていると考えています。グローバルな経済成長は減速ではなく高い水準で安定しており、企業業績は引き続き強い改善がみられます。最終的に、健全なファンダメンタルズによって経済成長への感応度の高いリスク資産は恩恵を受けると考えています。

一方で、よりボラティリティの高い環境においては、投資家は強欲と恐怖によって動きが大きくなる市場で、往復ビンタを食らわないようにしなければなりません。今こそ、投資家は投資の基本;ファンダメンタルズ、バリュエーション(価格評価)、分散、リスク管理、に立ち返り、パッシブ運用において避けがたい「悪い銘柄」を回避するように努めなければならないと考えています。

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。最終的な利率・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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：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。

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ござい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