

資産配分ナビゲーター

2016年7-9月期

英国が国民投票でEUを離脱する結論を出した「ブレグジット」はローカルな出来事でしたが、金利市場にとってはグローバルなイベントとなり、利回りへの需要がますます高まりました。低金利環境が長期化し、グローバルな経済成長はプラスでありながらも強すぎず、企業収益がまずまずであることは、クレジット債やエマーシング債を代表とするプラスの利回りを提供する資産の下支えになると考えています。利回りへの需要が引き続き市場を主導すると見ていますが、ボラティリティの高まりには注意を払う必要があります。米国の短期金利は米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げを再び織り込み始めた場合変動しやすいと見ていますが、長期金利が大幅に上昇する可能性は低いと考えています。アセット・アロケーションとしては現状フル・インベストとしていますが、格付けの高い利回り資産を選好し、柔軟なポートフォリオを構築しながら、年限のプレミアムではなく信用力のプレミアムに着目した運用をしています。



デビット・ライリー
パートナー兼クレジット戦略ヘッド

ブレグジットを越えて

英国経済は今年後半に景気後退に陥る可能性が高いと考えられますが、ブレグジットのショックにも係わらず、欧州中央銀行（ECB）の金融緩和姿勢に支えられて引き続き欧州経済には回復基調が見られます。グローバル経済の成長にとってより重要なのは、中国及びエマーシング国経済の安定と米国経済の回復で、少なくとも今のところ、今年前半に市場を悩ませたグローバル及び米国のリセッション懸念は後退しました。

中国経済はソフト・ランディングに向けた道筋を辿っていると考えており、当局による為替管理への信頼を失わせた民間部門の資本流出も落ち着いてきています。しかし、人民元は徐々に下落しており、年末に向けて、財政支出及び信用緩和の効果が色褪せていく中で「中国リスク」が再燃するかもしれません。

米国経済は完全雇用に近い状態で、インフレ率は徐々に上昇していくことが予想されます。しかし、低成長及び低金利環境下では、FRBにとってドル高が利上げの障害となるでしょう。そのため、1回を超える年内利上げは難しく、米ドルはレンジ内で推移すると見ています。

グローバル経済及び金融市場はデスインフレの状況にあり、欧州（とりわけイタリア）の銀行を巡る懸念への対応の失敗、米国の企業業績の落ち込み、原油価格の下落、政治リスク、といった要因による影響を受けやすくなっていると見ています。しかし、ネガティブ・サプライズがない限りは、キャッシュを投資に充てるのが賢明で、リスク資産は上昇が期待できる状況にあると考えています。

グローバル資産

欧州及び日本では国債の多くがマイナス利回りとなっています。自国市場の伝統的債券という枠を超えて利回りを求める以外、他に代替はないと思われます。金融政策はさらに向こう見ずなものになるかもしれませんが、少なくとも今は投資家の利回りへの需要は続くものと見ています。米国債、社債、エマーシング社債といった米ドル資産は、欧州及び日本のマイナス利回りからの逃避による恩恵を最も受けやすいと見ています。エマーシング外貨建て国債及び米国投資適格社債は、あまり高くないリスクでプラスの利回りを提供しており、マイナス利回りの安全資産への投資によりマイナスを被るよりも魅力的な投資対象であると考えています。

各資産クラスの機動的見通し (3-6 カ月)¹

グローバル資産

	-	中立	+
株式		■	
クレジット			■
エマーシング債		→	■
米金利		■	
欧州金利		■	←
キャッシュ	■	←	

クレジット債

	-	中立	+
米国 IG		■	
欧州 IG		■	
欧州 HY			■
米国 HY		■	
ローン			■
転換社債		■	

エマーシング債

	-	中立	+
外貨建国債		→	■
社債	■		
現地通貨建債			■

マルチ・アセット型の戦略においては、エマージング外貨建て債の投資を増やし、キャッシュ比率を低くしました。米国ハイ・イールド債といった先進国のクレジット債と同様にエマージング資産はすでに年初来から堅調に推移して来ていますが、ここ数年の大幅な資金流出によって投資家の投資割合が低くなっていたことから、エマージング資産は先進国資産と比較して割安な水準にあります。そのため、次四半期はグローバル・ハイ・イールド債の利益を実現しながら、エマージング資産への投資を増やしていく方針です。

クレジット債

商品価格の上昇とECBによる社債購入プログラム、利回りへの需要により、グローバルなクレジット債のスプレッドは縮小しました。特に欧州ハイ・イールド債と米国投資適格社債はさらなるスプレッド縮小余地があると考えています。しかしながら米国ハイ・イールド企業のデフォルト率はエネルギーセクター以外でも徐々に高まっており、欧州投資適格債の市場最低水準の利回りを考えると、これらの資産のさらなるスプレッドの縮小は限定的であると見ています。

ファンダメンタルズの改善と現在の価格水準を考えると、特にイタリアの銀行を数年間に悩ませている不良債権問題がブルーベイが予想しているように解決した場合には、欧州銀行の劣後商品は魅力的な投資機会があると考えています。約400億ユーロ(GDPの2%に相当)の資本注入は、約2,000億ユーロ(引当後)の不良債権への対処には十分な金額であると考えています。欧州の政策当局と銀行は、劣後債の保有者のほとんどが国内の個人投資家であることから、構造改革派のレンツィ首相の足場を崩さないために、ペイルインをせずに資本注入を行う解決策を見出すと考えています。

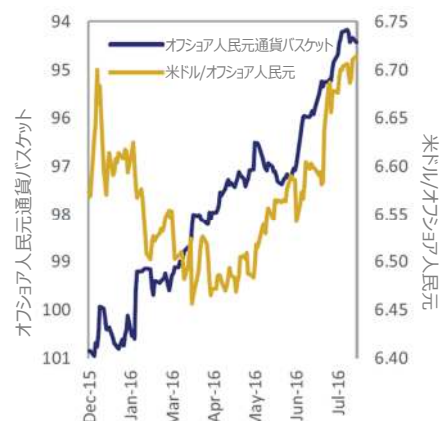
エマージング債

エマージング市場と先進国市場の金利、特に実質金利の差は大きく、中央銀行には利下げ余地があります。現地通貨建て債については投資比率を高めています。自国通貨が上昇した場合、中央銀行はこれを外貨準備を積み上げる機会として利用すると考えることから、通貨の上昇は限定的であると考えています。外貨建て国債は、供給が限定的であることと、グローバルな投資家からの米ドル建てのスプレッド商品への需要による恩恵を受けると考えています。エマージング社債についてはまだ慎重なポジションを取っていますが、今後グローバル・ハイ・イールド債から投資を移行していく可能性があります。エマージング市場では、最近見られたクーデターのように政治リスクが存在していますが、価格水準が先進国よりも適正に評価されていると考えています。さらに、エマージング国の経済成長見通しは改善の兆しが見え、商品価格の下落と中国の経済成長の鈍化への調整がされてきています。

金利

欧州主要国でマイナス利回りの国債が増えていることから、多くの戦略においてユーロの長期金利のロング・ポジションを減らしました。しかし、安全資産の不足と量的緩和は、欧州金利のアンカーとしての役割を果たすと考えています。一方で、米国金利の特に短期部分は、年内1回の利上げの可能性を市場が織り込んでいく中で、上昇する可能性があると考えています。米国金利は全体として現在の水準よりも上昇する可能性があります。安全資産の利回りへの需要により金利上昇はゆっくりとしたものになると予想しています。

図1. 米ドル/オフショア人民元及びオフショア人民元バスケット



出所: Bloomberg, 2016年7月15日

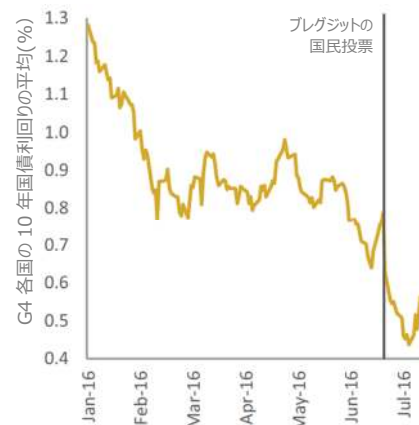
図2. エマージング市場と先進国市場の利回り差



出所: Macrobond, JP Morgan; 2016年7月15日

注: G4各国の5年国債利回りの単純平均; エマージング現地通貨建て債はGBI-EMの利回り

図3. プレグジット後、G4各国の国債利回りが低下



出所: Macrobond; 2016年7月14日

注: 米国、ドイツ、日本、英国の10年国債利回りの単純平均

注記:

1 「各資産クラスの戦術的見直し」は、ブルーベイの資産配分委員会（AAC）のやや短期的な目線での戦術的資産配分見直しをまとめたものです。ボックスの色づけ部分は、各資産クラスおよびサブ資産クラスの相対的なウェイトを示しています（あくまでもイメージ図であり、特定の戦略の配分を示すものではありません）。矢印は前回の資産配分ナビゲーターからの戦略的資産配分の変化を示しています。

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
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

■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となります。

エマーシング債戦略：年率 1.215%（税込み）/ハイ・イールド債戦略：年率 1.165%（税込み）/投資適格債戦略：年率 0.715%（税込み）/転換社債戦略：年率 0.715%（税込み）/オルタナティブ戦略：年率2.215%（税込み） 成功報酬 20%（税込み）

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（2016年7月26日）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。