

資産配分ナビゲーター

2016年10-12月期

マイナス金利と量的緩和（QE）による歪みがより明白となり、経済成長の低迷から現状の政治体制に対する不満が募る中で、政治及び政策の不透明感が増えています。しかし、短期的なグローバル経済成長の見通しは改善しており、中央銀行の債券購入額は今年増額されたため、ボラティリティ及び主要国債金利は低下しました。このことを受けて、アセット・アロケーション型の戦略はフル・インベストに近い状態にしており、ハイ・イールド債からエマージング資産への投資配分を高めています。エマージング資産はファンダメンタルズに改善が見られ、魅力的な相対価値を提供していると考えています。



デビット・ライリー
パートナー兼クレジット戦略ヘッド

政治と政策

今後数カ月に亘って政治と政策が市場を左右するでしょう。11月8日には米大統領選が控え、12月4日にはイタリアの憲法改正を問う国民投票が実施されます。改正が否決された場合、欧州第3位の経済国であり、欧州最大の国債市場を有するイタリアで、早期の総選挙が開かれることになるかもしれません。そして、12月中旬には欧州中央銀行（ECB）及び米連邦準備制度理事会（FRB）による政策転換の可能性に市場の目が向けられることが予想されます。

市場は4分の1の確率で米大統領選におけるトランプ氏当選のシナリオを織り込んでいるものの、トランプ氏当選の可能性の高まりによって生じる米国の経済政策と中国を中心とした国際関係に関する不透明感、リスク心理の重石になると考えられます。

マイナス金利とQEの限界が近づく中で、金融政策も移行期にあると見られます。ECBは、2017年3月以降の月額800億ユーロに上る買入れを延長するのか、またどのようにして行うのかをまだ明らかにしていません。米国の利上げ時期とペースについても徐々に明らかになってくるでしょう。また、9月に日銀は一連の金融緩和策の中で、10年国債金利のターゲットを示すという政策を取りました。

しかし、中国当局による景気刺激策をはじめとして、今年前半の中央銀行による行動はグローバル経済の成長及びインフレ見通しを押し上げました。中国の短期的なハード・ランディングや米国の景気後退リスクはなくなりました。こうした状況にも関わらず、市場は年末にかけて「不安の壁」を登ることになりそうです。

グローバル資産

現在の政治や政策に対する不透明感が強まり、グローバル経済の成長が停滞している投資環境においては、信頼できるキャッシュ・フローであるキャリー収入を提供してくれる資産の方が、将来の経済成長に依存するような資産よりも、投資に適していると考えています。そのため、ディストレスト債及び転換社債への投資は減らしています。しかし引き続き、グローバル社債、転換社債、エマージング資産での個別の材料や相対価値からの投資機会を探っています。アセット・アロケーション型の戦略はフル・インベストに近い状態にしており、ハイ・イールド債からエマージング資産へ投資配分を移しています。エマージング資産のファンダメンタルズには改善が見られ、過去との比較や絶対水準で見たときに魅力が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		■	←
エマージング債			→ ■
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		■	

エマージング債

	-	中立	+
外貨建国債		■	
社債	→	■	
現地通貨建債			■

クレジット債

QEによって引き起こされた利回りへの需要により、先進国市場のクレジット債のスプレッドは縮小し、流動性リスク・プレミアムは低下しています。しかし、ここからスプレッドがさらに縮小する余地は消失してきており、今後のリターンはキャリー収入と、元本毀損を防ぐことに注力したアルファ部分から得られるものになってくると考えています。自国でインカム収入が得られなくなっている日本及び欧州の投資家にとって、米国投資適格社債は最も流動性が高く、ヘッジコスト考慮後でも安全資産の中で最も高い利回りを提供している資産クラスです。米国社債のファンダメンタルズはゆっくりではあるものの悪化を続けていますが、それでも一部の企業がマイナス利回りで起債をすることが可能であった欧州市場よりはリスク・リターンはわずかながらも魅力的であると考えています。

グローバル・ハイ・イールド社債の中での主な変更点は、レバレッジド・ローンへの投資を減らしたことです。これはポートフォリオ全体の流動性を高めるという目的と、ローン価格はほぼ額面水準となっているため、債券よりもアンダーパフォーマンスすると思われたためです。

一部の戦略では、追加的Tier1債やCoCo債を含む、銀行資本への投資を増やしました。銀行が直面しているのは、ファンダメンタルズの悪化ではなく収益の落ち込みという問題であると考えているため、銀行資本への投資は魅力的なリスク・リターンがあると見ています。さらに、銀行に対する規制及び政策は、中央銀行及び規制当局がマイナス金利による副作用を埋め合わせようとしていることから、銀行に友好的なものになる可能性があると考えています。

エマージング債

IMFの経済見通しは、エマージング国と先進国の経済成長の差は広がるという予想を裏付けるものとなっており、過去にエマージング資産のパフォーマンスを押し上げてきた要因でもあります。さらにエマージング経済は、中国の経済成長の低下及び商品価格の下落に対して調整をして、外貨建て資産を増強してきたことから、2013年のテーパー・タントラム（いわゆるバーナンキ・ショック）の時のような状況には陥らないと予想されます。先進国のクレジット債及び国債と比較したエマージング債の相対価値の魅力とファンダメンタルズ見通しの改善から、エマージング資産への資金流入は続くと思われています。

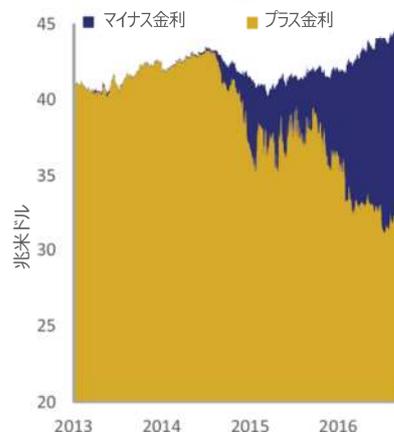
こうしたことから、エマージング債への投資配分を増やしてきており、その配分比率は2013年以來の高水準となっています。デフォルト率がピークをうち、信用力の改善の兆しが見られることから、エマージング社債のアンダーウェイトも閉じました。

金利

英国のEU離脱（ブレグジット）の結果となった国民投票以降、主要先進国の国債金利は低下を続けたことから、ユーロ金利のロング・ポジションを減らし、ほぼニュートラルのスタンスを続けています。それ以降、欧州及び日本での将来的な追加利下げの可能性が織り込まれなくなり、反対に米国の年内利上げの可能性が織り込まれ始める中で、主要国債金利は上昇基調となっています。さらに、原油価格は反発が見られ、今年初めの中国及びグローバルの中央銀行による金融緩和策は、インフレ・リンク債のブレイク・イーブン・インフレ率を含む市場のインフレ予想の高まりにつながってきているように見えます。

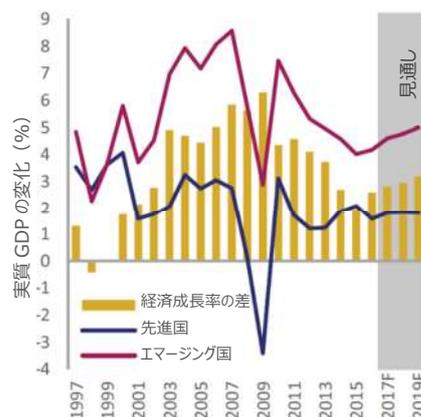
しかし、最近の長期金利の上昇基調だけでは、強い方向性のある金利のポジションを取るには十分な材料にならないと考えています。中央銀行は毎月1,700億米ドルを超える国債及び社債の買入れを行っています。プラスの利

図1. マイナス金利の債券



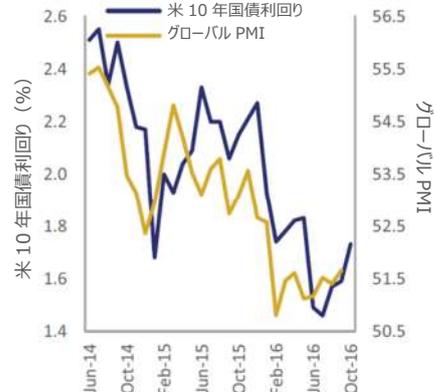
出所: BAML, 2016年9月21日

図2. エマージング市場と先進国市場の経済成長率の差



出所: IMF World Economic Outlook, 2016年10月

図3. グローバルPMIと米国債利回り



出所: Macrobond; 2016年10月10日

回りを提供する安全資産が不足することによって、主要先進国の国債金利の上昇は制限される可能性が高く、中央銀行も金融緩和策を取りやめることに非常に慎重です。

2017年のテーマは、イールドカーブのスティープ化と金利のボラティリティの高まりをもたらす可能性があるもので、経済成長押し上げのために金融政策から財政政策へのシフトの可能性です。しかし大幅な財政拡大には政治と債務の両面で制約があることから、こうしたシフトに向けたポジションを取することは時期尚早であると捉えています。

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のようになります。

エマーシング債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマーシング債オポチュニティ戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、エマーシング社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）、イベント・ドリブン・クレジット戦略：年率 1.65%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（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10月19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。