

資産配分ナビゲーター

2017年1-3月期

グローバルに経済回復がみられることは、経済成長への感応度が高いリスク資産にとってポジティブに働きます。先進国だけでなくエマージング国でも企業収益は改善し、デフォルト率は低下しています。経済のファンダメンタルズの改善と量的緩和（QE）がピークにあることで、先進国の主要国債金利は上昇しています。アセット・アロケーション型の戦略における足元の特徴は、クレジット・リスクのロングと金利リスクのショートです。資産クラス間のパフォーマンスの差が拡大して相関が低下するほど、国、セクター、銘柄選択によって収益を獲得できる投資機会が増加します。



デビット・ライリー
パートナー兼クレジット戦略ヘッド

体制の変化

超緩和的な金融政策、緊縮財政、グローバル化の時代は終焉を迎えていると考えています。新たな体制は、経済及び政治面でのナショナリズムの高まり、政府による介入の強まり、インフレ及び金利の上昇が特徴になるとみられています。中央銀行が市場のボラティリティ及び資産価格の広がりを抑える時代は終わり、国、セクター、企業レベルで勝者と敗者を見極めることが出来るアクティブ運用を行う投資家にとっては、収益機会が増すとされます。体制の変化により、投資家は、高利回りでデュレーションの短い資産を選好し、ポートフォリオのボラティリティは高まるものの、銘柄選択により注力していくことになるとみられています。

体制の変化は、昨年の中頃から始まった実質と名目面でグローバル経済の成長が高まる中で起こっています。欧州での信頼感指数は6年ぶりの高水準となり、日本での経済見通しも改善しています。エマージング市場の経済成長は2012年以降の回復となっています。米国では、トランプ新大統領が減税、インフラ投資、規制緩和を約束しており、これが企業や投資家の「元気の源」となっています。原油価格が昨年ほぼ2倍となったことによる、消費者物価指数のベース効果は、先進国で今後数カ月のうちにみられると考えており、コア・インフレ率も上昇しています。

2016年前半に広まったグローバルなデフレへの懸念は払い除けられましたが、政策及び政治の不透明感は存続しています。トランプ大統領の「アメリカ・ファースト」の政策の実施及び影響については、答えよりも疑問のほうが多くあります。フランス及びドイツ、もしかしたらイタリアでも実施されるかもしれない選挙は、経済及び政治の転換をもたらす可能性がある一方で、ブレグジットは知られているけれどもよくわからないリスクとなっています。

グローバル資産

金利デュレーションの短さと企業収益の改善による感応度が高いことから、転換社債、レバレッジド・ファイナンス、銀行債は、米国が牽引するグローバルな経済回復により最も恩恵を受けやすい資産であると考えています。フォワード金利が米国債金利上昇の可能性を過小評価していると共に、トランプ氏の貿易及び外交政策の不透明感から、ベータの観点からはエマージング外貨建て債市場に対してはより慎重な見通しです。金利デュレーションが短く、高利回りなエマージング社債は価格評価面でより魅力的な投資機会があり、全く影響を受けないわけではないものの、米国の金融及び外交政策の影響を受けにくいとみえます。

各資産クラスの機動的見通し (3-6 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	■		

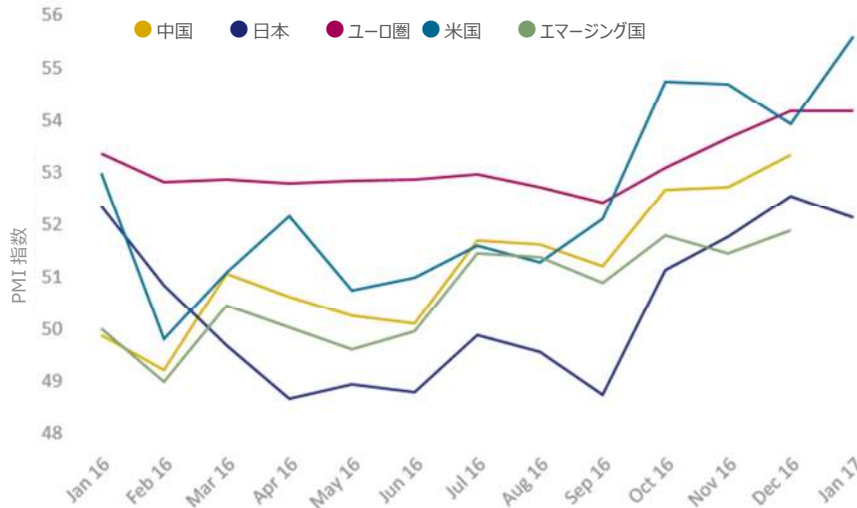
クレジット債

	-	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		■	←

図1：グローバルPMIの上昇



出所：Macrobond, 2017年2月3日

クレジット債

経済成長と企業収益の改善によってクレジット・サイクルが先延ばしとなったことで、米国及びエマージング市場で2016年に高まった信用リスクは低下してきています。歴史的に見て借り入れコストが低水準にあることや経済成長が続いていることにより、M&Aは増加し、欧州企業のレバレッジはやや高まると予想しています。これは低デフォルト率とスプレッドの安定を伴った、クレジット・サイクルにおける景気拡大期に典型的にみられる動きと言えます。

昨年とは対照的に、金利は2017年の投資適格債のトータル・リターンにプラスよりもマイナスに寄与するとみています。スプレッドの縮小は金利の上昇によって一部失われるものの、銘柄ごとのスプレッド差の拡大によって、アルファ獲得機会は増加すると考えており、一桁台前半が予想されるベータのリターンに上乘せられることになると考えています。欧州では、欧州中央銀行(ECB)の資産買い入れの縮小によって影響を受けにくい銘柄を選好していく方針で、具体的には事業ハイブリッド債や銀行債、ハイ・イールド債が挙げられます。

レバレッジド・ファイナンスのポートフォリオではローンの投資比率を高めており、主要先進国の金利上昇による影響を受けにくいようにしています。アセット・アロケーション型の戦略においては、金利リスクを減らすと共に、経済成長及び企業収益の改善による上昇の可能性を見込んで転換社債への投資を増やしています。同様に、銀行債のなかでも劣後債は、金利の上昇とイールドカーブのスティープ化からの恩恵を受けやすく、厳格すぎる規制の緩和とファンダメンタルズ面の改善がみられることから、投資比率を高めています。

図2：米国ハイ・イールド債のデフォルト率の低下



出所：Moody's, 2016年12月

エマージング債

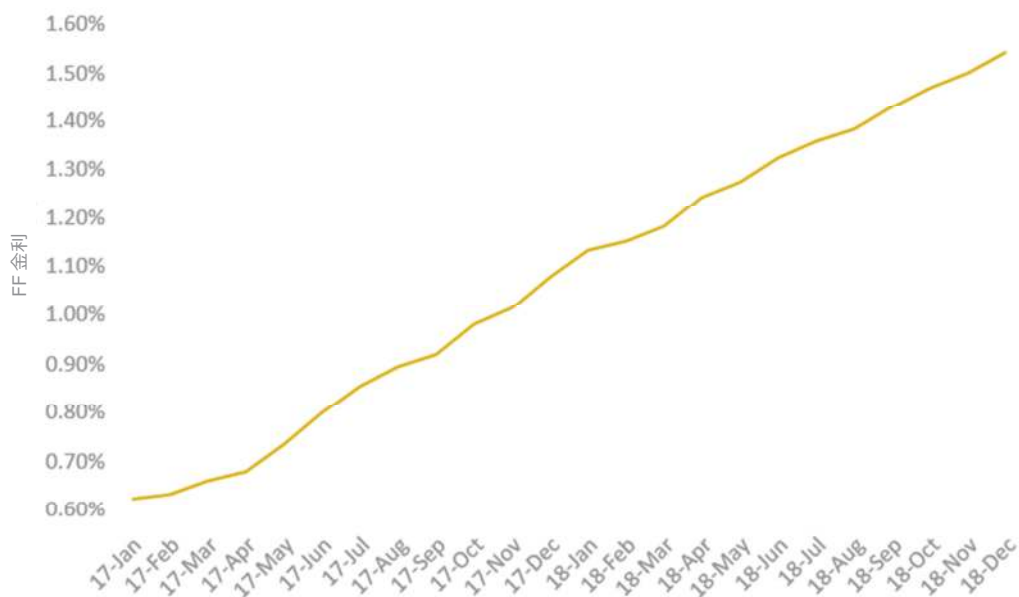
エマージング市場のファンダメンタルズは改善傾向にあります。経済成長の改善、貿易赤字及び対外債務の縮小、企業のデフォルト・リスクの低下がみられます。金利デレーションが短く高利回りのエマージング債を選好しており、個別国や銘柄選択によって収益を獲得していくことに注力しています。特に、米国でのポピュリスト的な経済政策によって、勝ち組となる国と負け組みとなる国を見極めることを重視しています。またS&Pが最近示した、エマージング市場といわゆる先進国市場との間の政治及び体制上のリスクが縮小しているという見方に賛同します。しかし、この変化は先進国の資産よりもエマージング市場の資産価格に反映されていると考えています。

金利

米国での堅調な経済成長と財政拡大の可能性から、米連邦準備制度理事会 (FRB) は今年少なくとも3回の利上げを行うと考えています。市場のコンセンサスは25bpsの利上げが2回となっていることから、米国金利のショート・ポジションを取っています。また、米国10年債利回りは年末までに3%に達すると考えていますが、1年物フォワード・レートでは2.7%までの上昇を示しています。しかし、短期的にはトランプ政権下における税制及び財政計画がより明白となるまで、米国債金利はレンジ内の動きで推移すると考えています。

12月には、ECBは月次の資産買い入れ額を800億ユーロから600億ユーロに減額することを発表しました。欧州の経済成長とインフレ率は上昇しており、ECBが予想外にタカ派な姿勢を示すリスクが高まっていると考えています。例えば、金利のフォワード・ガイダンスの変更や、市場参加者が過小評価しすぎているQEのさらなる縮小の発表などです。さらに、政治リスクは欧州周辺国及び準コア国の利回りへの圧力となるでしょう。唯一本当に安全資産となっているドイツ国債の不足によって、ドイツ国債が利回りの上昇を抑制する役割を果たすと考えています。

図3：市場は2017年は2回の利上げを予想



出所：Macrobond；BlueBayによる計算；2017年2月3日

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。

■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。

エマーゼン債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマーゼン社債アルファ戦略：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）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.0%（税抜き）成功報酬 15%（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）/ダイバースファイド・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。