

資産配分ナビゲーター

2017年10-12月期

市場の予想に反して、製造業及び国際貿易が牽引する足並みの揃ったグローバル経済の成長は、第4四半期を迎えるにあたり勢いを増しました。経済成長がプラスの場合、経済成長への感応度の高いリスク資産は通常上昇します。そして少なくとも今現在はインフレが落ち着いていることで、中央銀行は金融状況を引き締めることなく、緩和策からの退出を慎重に行なうことが許されています。しかし、特に先進国の資産価格が上昇していることで、資産価値にまだ伸びしろがあるのかといった点や銘柄選択の重要性が軽視されていると考えています。米国の予想を上回るペースでの経済成長、減税への期待が再浮上したこと、米連邦準備制度理事会（FRB）の新議長の可能性、などによって米国債金利及び米ドルは上昇しました。現時点では、クレジット・リスクをロングし、米国金利をショートするスタンスが、アセット・アロケーション型の戦略においては最も有効であると考えています。

スピード・アップ

直近の様々な経済指標から、経済成長は加速しており、グローバル経済は2010年以来最も堅調で、足並みの揃った成長を満喫していることが伺えます。主要経済圏において製造業は拡大し、国際貿易は2011年以来の水準まで活況となっています。緩和的な金融環境、企業業績の改善、グローバルな需要の高まりが、成長を維持するために必要となる投資支出の増加につながると考えています。

失業率は低下し、経済成長は勢いを増しているものの、まだインフレ率の上昇にはつながっていません。その結果、株式やクレジット債市場の急落といった広範な金融環境の大幅な縮小リスクを最小化するために、中央銀行は異次元の金融緩和策を縮小するペースを調整しています。また、地政学的要因がきっかけで「リスク回避」の市場となることが、現在のグローバルに友好的な経済環境に対するテイル・リスクであるとみています。

グローバル資産

経済成長への感応度の高いリスク資産、つまり株式、クレジット債、エマージング市場は、グローバルな経済成長や企業業績の回復に、実体以上にプラスの反応を示す傾向が強いです。とりわけ先進国では、複数の資産クラスにおける価格水準が高まっていますが、経済及び企業の信用力というファンダメンタルズの改善によって、年末にかけてリスク資産は押し上げられるとみています。

FRBによる利上げの道筋について、利上げ方向に価格調整が多少行われたことにより、7-9月期にかなり低い水準にあった米ドルや米国債金利は上昇がみられました。米国では減税の話題が再び注目を集め、FRB議長の交代の可能性もあることから、ボラティリティの高まりに対するヘッジとして、米国短期金利のショート・ポジションを取っています。しかし、エマージング市場にとっては問題となる可能性があることですが、米国長期金利が大きく上昇することや、米ドルの上昇が続くことは予想していません。

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

各資産クラスの短期見通し

(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	+
外貨建國債	□	■	□
社債	□	□	■
現地通貨建債	□	□	←

出所：ブルーベイ、2017年9月末

クレジット債

収益性の改善とデフォルト率の低下という環境にあつて、クレジット債は魅力的な収入源であると考えています。エマージング市場と欧州（除く英国）企業の信用ファンダメンタルズは改善しています。米国企業のレバレッジは徐々に上昇していますが、法人税改革と減税が実行されれば、米国投資適格債のスプレッドがさらに縮小する下支えになるとみえています。

特に米国ハイ・イールド債インデックスのスプレッドは、現在のクレジット・サイクルにおいて最も縮小した水準にあるものの、価格には伸びしろがあり、スプレッドの差別化が拡大していることで、銘柄選択によって魅力的なキャリーを得られる投資機会があると考えています。欧州の銀行劣後債と事業ハイブリッド債は、引き続き投資妙味があり、とりわけ銀行劣後債は、多くのアセット・アロケーション型の戦略において投資対象の中核となっています。

ローンは、多くの銘柄がパー近辺で取引されており、ローンの借り手のレバレッジが高まっている傾向が特に欧州でみられることから、ローンに対してはハイ・イールド債を引き続き選好しています。しかし、ローンはグローバルなレバレッジド・ファイナンスの商品の中で重要な構成要素となっており、金利上昇時にはより魅力的な投資対象になります。もうひとつ、デュレーションが短い資産クラスとして転換社債が挙げられますが、株価及び金利の上昇時では通常、ハイ・イールド債をアウトパフォームする資産クラスとなります。

エマージング債

製造業と国際貿易が牽引するグローバル経済の成長の加速は、エマージング諸国経済にとって非常にポジティブに働き、エマージング債はアセット・アロケーション型の商品において引き続き選好している資産クラスです。グローバルな投資家がエマージング資産をアンダーウェイトしていたことを背景とした資金流入は続いており、先進国社債の同等の格付け銘柄と比較して、エマージング社債はまだスプレッドの縮小余地があると考えています。

今年に入ってパフォーマンスは非常に良好なものの、インフレ率の低下、比較的高い実質金利、エマージング現地通貨建て債のイールドカーブがスティーブなことは、エマージング現地通貨建て債への投資の魅力の下支えになっています。米国の利上げの道筋に関する価格調整が多少進み、減税への期待が再浮上していることで、米国債利回りの見通しは引き上げられ、米ドルが上昇しているため、機動的にエマージング現地通貨建て債への投資はやや減らしています。しかし、米ドルの上昇基調が続くとは考えておらず、エマージング通貨は経済ファンダメンタルズが改善する中で10年平均の水準を大きく下回る位置にあります。

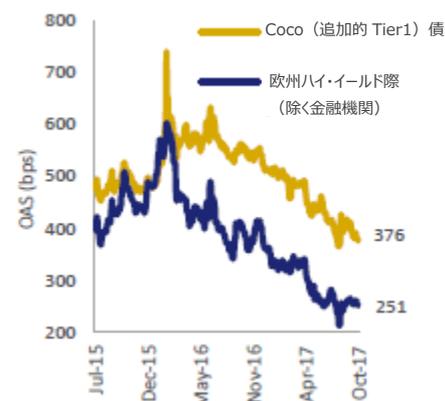
金利

FRB は今年三度目となる利上げを12月会合で行なうことが予想されていますが、これは2017年初めから変わらぬブルーベジの見通しと合致しています。繰り返すとはなりませんが、先物市場は今後一年間で二度の利上げを織り込むに留まっており、米国の経済成長のトレンド、失業率の低下、連邦公開市場委員会（FOMC）で利上げは国内賃金の上昇と価格圧力の高まりにつながるとの自信を過半数のメンバーが示していることから、市場は利上げ回数を過小評価しているとみえています。さらにFRBメンバーの席が4席あいていること、イエレン議長の任期が来年2月に切れることを踏まえると、議長が交代することにより、米連銀がより「タカ派寄り」なものになると予想しています。

FRBの利上げの道筋について市場の見通しが急速に調整されることが、リスク資産にとって最大の脅威とみており、クレジット・リスクのロング・ポジションに対するヘッジとして、米国短期金利のショート・ポジションを維持しています。一方、長期金利のフォワード金利はより適切な価格水準になっているとみており、米国のイールドカーブはますますフラットニングに向かうと考えています。

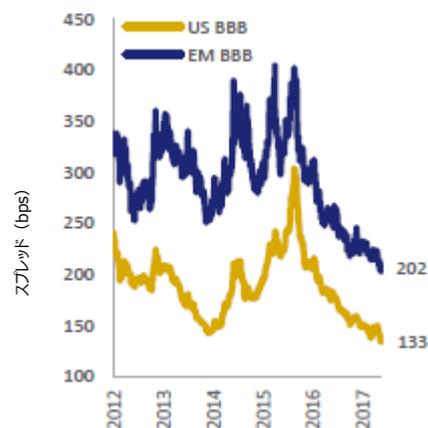
欧州中央銀行（ECB）は、資産購入の減額をゆっくりと行なうとみており、来年1月から月額の資産購入額を600億ユーロから400億ユーロに減らすと予想しています。

図1：欧州ハイ・イールド債（除く金融）（青線）及びCoco債（黄線）のスプレッド



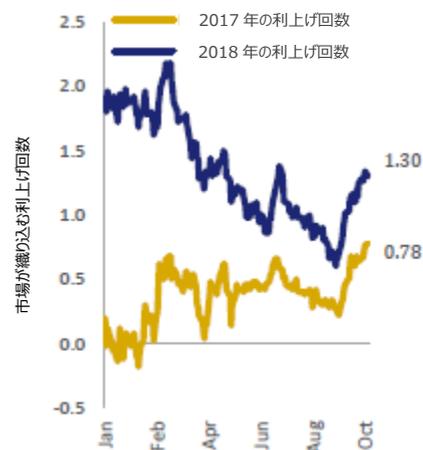
出所：パークレイズ、2017年10月3日

図2：エマージング社債と先進国社債のBBB各銘柄のスプレッド



出所：EM BBB - JP モルガン CEMBI BBB Index
US BBB - BoA メリルリンチ BBB US Corp Index (COA\$ Index) 2017年10月6日

図3：米利上げに関する市場の予想



出所：ブルームバーグ、2017年10月9日

そして資産の買入れは 2018 年後半まで実施され、政策金利は 2019 年に入るまでマイナスのままであるとみています。マイナスの短期金利とスティープ化したイールドカーブによって、欧州圏のファンダメンタルズが改善するなかでも、長期金利の上昇は抑制されるとみています。対照的に、英国経済の見通しは悪化をしており、政治リスクの高まりによって、英国金利は中期的に上昇していくと考えています。

注記:

1 「各資産クラスの短期見通し」は、ブルーベ이의資産配分委員会（AAC）のやや短期的な目線での戦略的資産配分見通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

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となります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：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、その利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。