

資産配分ナビゲーター

2018年1-3月期

直近の株式市場の下落及びボラティリティの急上昇は、堅調なグローバル経済及び失業率の低下が量的緩和（QE）時代の終焉の始まりを意味することを投資家に気づかせるための警告であったと見ています。グローバルに足並みを揃えた経済成長及び期待インフレ率の上昇は、主要中央銀行に過去10年にわたる異次元金融緩和からの脱却を促す可能性があると考えています。米連邦準備制度理事会（FRB）及び米国債市場につられ主要金利及び債券利回りは足元で上昇しており、資産クラス間のパフォーマンス格差の拡大及びボラティリティ上昇を伴う可能性があると考えています。ただし経済成長に対する感応度が高いリスク資産のファンダメンタルズ（グローバル経済及び企業業績の改善）は堅固であると見ています。今後「QE時代の終焉」を迎えるなか、アセット・アロケーション型の戦略においては、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最も有効であると考えています。

移行の苦しみ

2018年の見通しで警告していた通り、投資の枠組みは経済成長の加速や超緩和的な金融政策、低ボラティリティによって象徴される「ゴルドロック」な投資環境から、名目及び実質金利の上昇やボラティリティ上昇局面、資産間のリターン格差拡大に特徴づけられる「QE後」の投資環境に移行していると見られます。2月初めに金利上昇への反応として見られた株価下落及びボラティリティ急上昇は、QE後の投資環境への移行には痛みを伴うことを示唆する出来事であったと考えています。

クレジット債及びエマージング債はこれまでのところ株価のボラティリティの高まりに対する耐性を示しており、株価の下落幅と比較すればスプレッド拡大は小幅に留まっています。ただし主要金利は株価下落時のヘッジ・ポジションとして機能しておらず、特に米国債利回りは上昇を続けています。これは、QE後の投資環境への過渡期において、リスク資産にとって最大のリスク要因は金利上昇であるとのブルーベイの見方を裏付ける動きです。マルチ・アセット戦略では、クレジット・リスクのロング・ポジションに対して米国金利のショート・ポジションを維持しています。

株価下落及び金利上昇にも関わらず、金融状況は依然としてグローバル経済の支援材料になっていると考えています。グローバルに足並みを揃えた経済成長や企業業績の改善、債務不履行（デフォルト）率の低下が経済及び企業の信用ファンダメンタルズの下支えとなっています。結果として、クレジット債、とりわけエマージング債に対する前向きな見通しを維持して います。グローバル経済の成長加速は金利上昇による影響を凌駕すると見ていますが、道のりは2017年と比較してやや険しくなると予想しています。

インサイト



デビット・ライリー

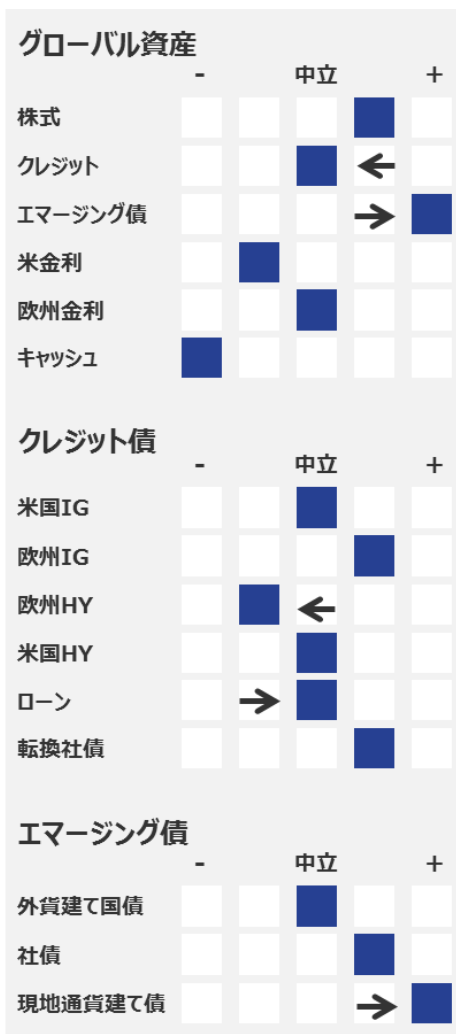
パートナー兼

クレジット戦略ヘッド

2018年2月

各資産クラスの短期見通し

(3-6ヶ月)¹



クレジット債

欧州企業は昨年、年間を通してレバレッジを削減し、欧州企業には及ばないものの米国企業も同様にレバレッジ削減を行なうなか、デフォルト率は低下基調にあります。ただし社債スプレッドはタイトな水準にあり、市場ボラティリティが高まる局面では、更なる縮小余地は限定的であると見ています。ただし、資産内容の改善及び金利上昇による恩恵を受ける欧州銀行銘柄は例外であると考えています。ブルーベイではアセット・アロケーション型の戦略において、グローバルハイ・イールド(HY)債に対するエクスポージャーを削減し、エマージング(EM)債券、とりわけEM現地通貨建て債に対するエクスポージャーを増やす判断をしています。

投資適格社債のスプレッドは、堅調な資金流入や米税制改革法案の成立、欧州中央銀行(ECB)の買入プログラムなどを背景に縮小しました。結果としてブレイク・イーブン・スプレッド(主要金利に対する上乗せリターンがマイナスにならない程度にスプレッド拡大を吸収するためのクッション)は薄くなっており、市場及び流動性リスクのアクティブな管理がますます重要となっています。また、銘柄間のリターン格差が拡大し、M&Aが増加する可能性も高まっていることから、アクティブ運用者の銘柄選択によってベータ・リターンを補完する重要性も増していると考えています。

低位のデフォルト率や金利及びボラティリティの上昇、HY債と同等の利回り水準を勘案した場合、ローンの投資妙味が増していると考えており、コバナントによるプロテクションはやや損なわれてきているものの、とりわけ 欧州HY債と比較してローンは魅力的な投資対象であると考えています。また同様に金利感応度が相対的に低い資産クラスとして転換社債が挙げられます。株価及び金利上昇局面においては、一般的に転換社債のパフォーマンスが他の資産クラスを上回ると言われています。

エマージング債

グローバル経済の成長や商品価格の上昇、さらに米ドル安基調は一般的にEM市場が先進国市場をアウトパフォームする局面であるとされています。また価格評価(バリュエーション)面での投資妙味が増しているとともに、過去の投資比率と比較して依然EM市場をアンダーウェイトしているグローバルな投資家からの継続的な資金流入も見込めると考えています。

アジアHYを例外として、EM社債は、クレジット・サイクルにおいて債券投資家に有利とされるバランスシート修復期にあり、デフォルト率はわずか2%程度に留まると予想しています。EM社債は依然として割安であり、先進国社債とのバリュエーション上の差は今後さらに縮小していくと見ています。

米国金利に対する感応度が相対的に高いことから、EM外貨建て国債は社債と比べ米金利上昇に対してより脆弱であると見ています。とはいえながらも、グローバル経済成長の加速はスプレッド縮小を促し、米金利上昇の影響を幾らか相殺することが出来ると考えています。ここ最近のFRBの利上げ局面において、EM債券がマイナス・リターンとなったのは1994年のみで、2013年のテイパー・タントラム時と比較してEM経済及び信用ファンダメンタルズは全般的により堅固であると考えています。

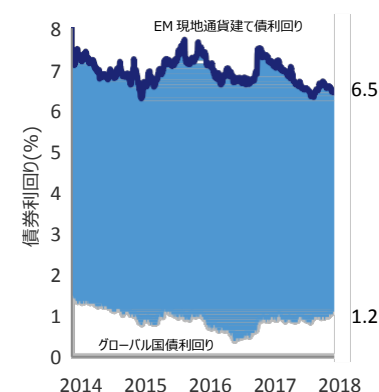
ブルーベイのアセット・アロケーション型の戦略では、今年初めにEM現地通貨建て社債及び国債へのエクスポージャーを増やしました。これらの資産クラスは1桁後半もしくは2桁のリターンを獲得する可能性が最も高い資産クラスであると考えているためです。またEM通貨についても、高い実質金利及び外部融資環境の改善が下支えとなるなか、過去と比較して引き続き割安であると見ています。ただし、ブラジルやメキシコの総選挙をはじめとして今年は政治的イベントが多く予定されていることから、国ごとの個別要因によって通貨ごとのリターンのばらつき及びボラティリティは高まる可能性があると見て注視しています。

図1: 低下基調にあるデフォルト率



出所: Moody's, 2017年12月

図2: EM現地通貨建て債の利回り



注記: グローバル国債利回り: Barclays Global Aggregate TreasuriesのYTW, EM現地通貨建て債利回りはJP Morgan GBI-EMのYTWを使用
出所: Macrobond, Bloomberg, 2018年2月8日

ただし主な下方リスクとして、中国の経済成長の予想以上の減速やグローバルの「貿易戦争」（これら2つのリスク要因はグローバルのリスク資産及びEM資産に痛手となる可能性があります）、米ドル高の再燃が挙げられます。ただし中国経済のハードランディングのリスクは低いと考えているとともに、一部セクターの偶発的かつ保護主義的な施策はグローバル貿易全体に与える影響は限定的であると予想しています。また、FRBが利上げを継続しながらも、グローバル経済の収斂及び成長、さらに設備投資の増加及び財政刺激を背景とした米貿易赤字の拡大は今後も米ドルの下押し圧力になると見えています。

金利

FRBは、直近のボラティリティ上昇や主要金利市場におけるターム及びインフレ・リスクプレミアム上昇の要因となっている「QE後の金融政策時代への移行」というトレンドにおいて、先駆的存在となっています。日本では、経済及びインフレ見通しの改善によって日銀が異次元緩和策の縮小を開始する可能性があります。また同様に欧州では、市場予想を上回る経済指標を背景に、市場はQE終了及び利上げ開始の予想時期を前倒しし始めていると見られます。ブルーベイでは、2018年の主要国債指数のリターンが2013年以降初めてマイナスになると予想しています。ただし、ボラティリティの高まり及び世界的な金融政策の移行に対する不透明感は、アクティブ運用によるマクロ債券及び国債の運用戦略が超過収益を獲得できる投資機会のさらなる増大につながると見えています。

今年初めの米金利市場では、堅調な米経済成長やインフレ見通しの引き上げ、政府の借入増加見通しなどを背景に、市場参加者が2018年に3回の利上げが実施されることを織り込み始めるとともに、米10年国債利回りが3%に近づくことを意識し始めました。米長期債利回りが今後大幅に上昇するためには、インフレ率が市場予想を上回って上昇するか、FRBが市場の想定を上回る利上げサイクルの最終到達金利に言及する必要があり、短期的にはいずれの可能性も低いと見えています。とは言いながらも、市場は依然として2019年までの米利上げ見通しを過小評価していると考えており、ブルーベイのアセット・アロケーション型の戦略においては米金利のショート・ポジションを維持する方針です。

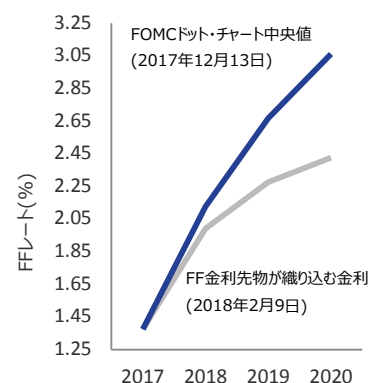
また欧州では、ECBが今年9月にQEを終了し、来年末までに50bpsの利上げを行なうことが市場に織り込まれています。ただし、ECB高官との意見交換を踏まえたECB内での政策反応関数及びユーロの大幅な上昇に対する警戒感を勘案すると、市場がやや過大に金融引き締めを織り込んでいる可能性があると考えています。したがって、幾つかの戦略では米金利のショート・ポジションとの相対という意味でも、機動的にユーロ金利のロング・ポジションを積み増しました。

グローバル債券市場にとって最大のサプライズ要因となる可能性があるのは日銀でしょう。日銀はマイナス金利及びQEの費用対効果について十分に認識しています。失業率が過去最低水準にあり、経済のスラックが減少し、インフレ見通しも上昇していくなかで、日銀が資産買入額を更に縮小し、イールドカーブ・コントロールにおける10年物国債の利回り目標を引き上げた後、政策金利をゼロ近辺に戻すという金融政策の正常化の道筋を歩み始める可能性は高まっていると見えています。そしてその可能性を市場は依然として過小評価していると考えています。

注記:

1 「各資産クラスの短期見直し」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戦略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。

図3: 米金利見直し



出所: FRB, 2017年12月13日; Bloomberg, 2018年2月9日

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れるようお願いいたします。