

資産配分ナビゲーター

2018年4-6月期

不気味なほど落ち着いていた2017年が終わり、2018年1-3月期は米国株式市場を中心としたボラティリティの高まりが特徴となりましたが、グローバル経済の成長と貿易に関する懸念は行き過ぎであると考えています。堅調な経済成長は続いており、米国と中国の貿易戦争はテイル・リスクに留まるとみています。グローバル経済の成長は持続可能であり、これはクレジット・リスクのオーバーウェイト（ロング）ポジションを下支える材料となる一方、市場の動きに左右されにくくなることを意識し、高い確信度と相対価値に基づく投資に注力していく方針です。エマージング外貨建て債及び現地通貨建て債、銀行銘柄はエマージング市場と欧州銀行の回復という投資テーマに基づいて最も選好している資産クラスです。米国金利のショート・ポジションについては利益を実現し、G3金利については概ねニュートラルなポジションを取っています。

一時休止と回復

グローバル経済の活動加速は、この1年半の間、経済成長への感応度が高いリスク資産の下支えとなってきましたが、1-3月期にその小休止がみられました。しかし、これはグローバル経済の転換点であるとは捉えていません。需要及び受注は堅調で、失業率は低下し、生産量は増加しており、経済成長の維持に必要な設備投資は増加しています。財政刺激策は、金融状況の引き締めを埋め合わせるだけの米国経済の押し上げ効果をもたらすと考えています。中国とエマージング市場の経済指標は、堅調な経済成長を示している一方、欧州では民間セクターの信用需要が高まっています。

米国債は、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを行い、バランス・シートを縮小する中で、株式市場の下落に対して限定的な分散効果しかもたらしません。量的緩和（QE）後の投資の枠組みに移行する中で、債券のパッシブ運用では避けたい「悪い銘柄」への投資を避けて、リスクを分散できる投資アプローチや資産を探すことの重要性がますます高まっています。

米国と中国の貿易摩擦が高まり、グローバル経済の成長を食い止めることになることは、主要なテイル・リスクであると考えています。トランプ大統領の交渉のアプローチは強硬で、一か八かの要素が強いですが、最終的なゴールは互惠貿易であり、米国のビジネスの機会を狭めるのではなく、広げることを目指していると思われます。韓国との自由貿易協定と同様に、北米自由貿易協定（NAFTA）の長きに亘る交渉も、経済成長の著しい減速をもたらす貿易戦争ではなく、一定程度の取引が合意されて終わるものとみられます。

クレジット債及びエマージング債市場は株式のボラティリティが高まる中でも、磐石なファンダメンタルズが下支えとなって比較的安定して推移しました。資産クラスごとの差異拡大とボラティリティは今後も続く可能性が高いでしょう。しかし、1月の堅調な上昇を経て、投資家のポジションはよりバランスの取れたものになったことや、トレンドを上回るグローバル経済の成長によって、この四半期についてもリスク資産に対しては前向きな見通しを持っています。

インサイト



デビット・ライリー

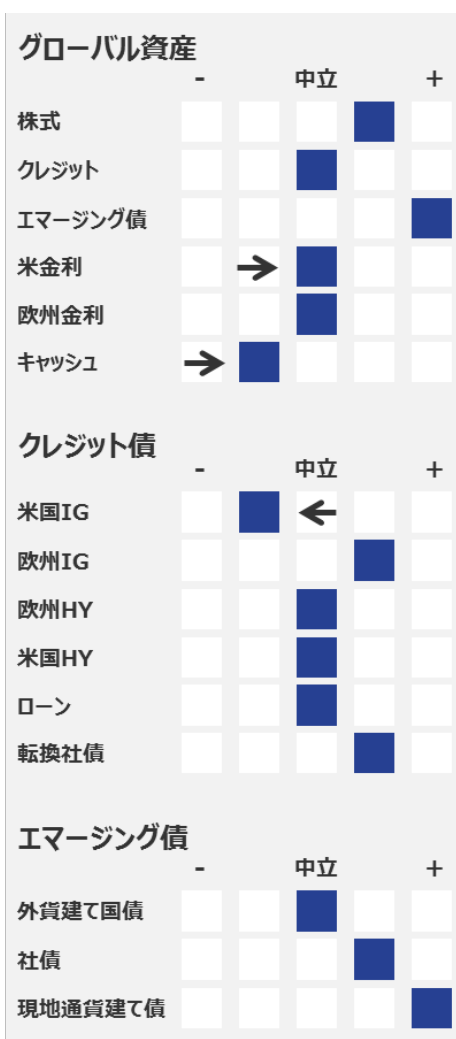
パートナー兼

クレジット戦略ヘッド

2018年4月

各資産クラスの短期見通し

(3-6ヶ月)¹



クレジット債

先進国のハイ・イールド債のスプレッドは、1月後半に付けたこのサイクルにおける最低水準から50bps拡大し、投資適格債のスプレッドは20bps拡大しました。欧州銀行劣後債は3月に5%程度の調整がみられました。スプレッドは拡大したものの、市場への感応度と利回りの高い銘柄がベータ値の低い銘柄をアンダーパフォームすることはありませんでした。このことがファンダメンタルズの悪化ではなく、株式市場のボラティリティ、供給過多、割高感によって市場が調整したことを物語っていると考えています。引き続き、米国投資適格債よりも欧州投資適格債を選好しており、グローバル・ハイ・イールド債戦略では、アルファ獲得に注力したポートフォリオ構築を目的として、地域よりも価格水準による銘柄選択を重視しています。

デフォルト・リスクの低さ、金利とボラティリティの上昇によって、レバレッジド・ローンはコベナント・ライトの発行が増えているものの、キャリアを得るためには魅力的な資産クラスになっていると考えています。転換社債も1-3月期は堅調に推移しました。

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、欧州銀行及びエマージング市場(なかでも現地通貨建ての国債及び社債)のオーバーウェイトを維持しています。

エマージング債

1-3月期のエマージング市場資産は、概ね先進国資産をアウトパフォームし、魅力的な価格水準とファンダメンタルズの改善によって米国金利と株式市場のボラティリティの高まりに対するバッファーをもたらしました。社債では、中南米や商品関連の銘柄及び銀行銘柄を選好しています。外貨建て債においては、利回りの高い、いわゆるフロンティア市場に投資妙味があると考えています。

名目及び実質金利の高さ、ファンダメンタルズの改善、エマージング通貨にとって追い風となるような環境から、現地通貨建ての国債及び社債は恩恵を受けると考えています。さらに、個別銘柄と個別国レベルでの要因では、ロング・ポジションだけではなくショート・ポジションからのアルファ創出機会もあるとみています。

金利

FRBは3月に15ヶ月間で5度目となる25bpsの利上げを実施しましたが、6月にも再び利上げをすると予想しています。昨年9月には2018年の利上げを1回しか織り込んでいませんでしたが、今年少なくとも3回の利上げを市場も織り込むようになりました。そのため、米国金利のショート・ポジションはアセット・アロケーション型の戦略を含む多くの戦略で利益を実現しました。

OIS金利とLibor金利のスプレッド拡大は、米国債の発行増と米国の税制及び短期市場改革によって、民間セクターのクラウドファンディング・アウトが起きた結果であると考えています。金融部門の弱体を示すサインとは捉えておらず、実体経済への影響は軽微であるとみています。

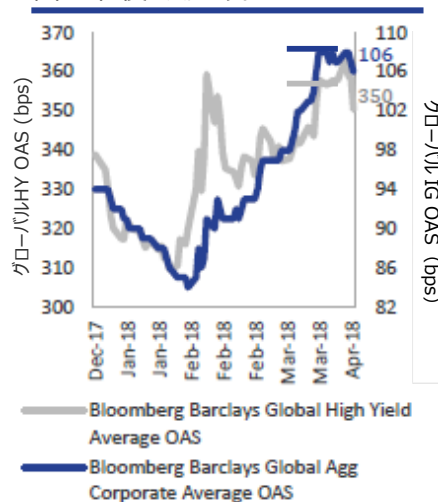
欧州中央銀行(ECB)は年末にかけて債券借入れの縮小(テーパリング)を実施し、利上げは2019年中旬以降に行われるという市場の見方と同様の見通しをもっています。日銀については、イールド・カーブのターゲットを引き上げるといった議論もみられますが、2019年まで実際に行われることはないかとみています。

フォワード及び先物市場をみる限り、多くのアクティブ・リスクを取るほど、G3金利に対する市場とブルーベイの見通しに大幅な乖離はありません。

注記:

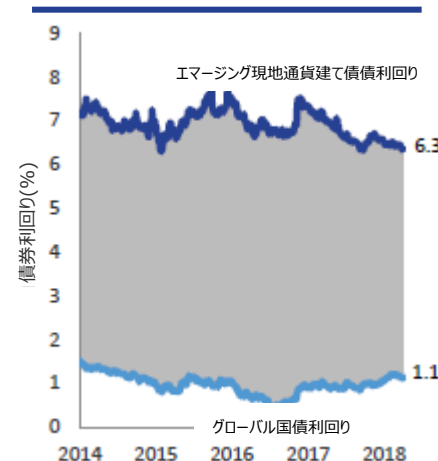
1「各資産クラスの短期見通し」は、ブルーベイの資産配分委員会(AAC)のやや短期的な目線での戦略的資産配分見通しをまとめたものです。ボックスの色づけ部分は、各資産クラスおよびサブ資産クラスの相対的なウェイトを示しています(あくまでもイメージ図であり、特定の戦略の配分を示すものではありません)。矢印は前回の資産配分ナビゲーターからの戦略的資産配分の変化を示しています。

図1: 社債のスプレッド



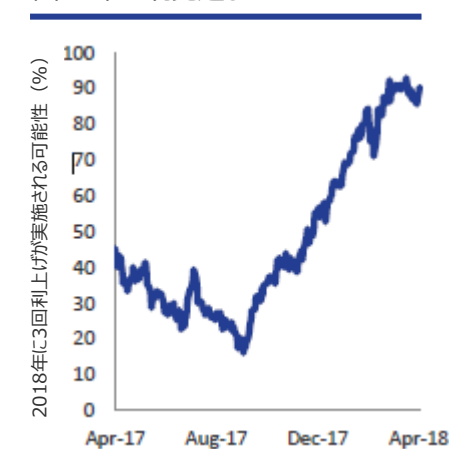
出所: Bloomberg, 2018年4月5日

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YTM, EM現地通貨建て債利回りは JPMorgan GBI- EMのYTMを使用
出所: Macrobond Financial AB, 2018年4月5日

図3: 米金利見通し



出所: Macrobond, ブルーベイヤセットマネジメントによる試算
2018年4月5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、契約資産を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をご遠慮下さい。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。

以上