

資産配分ナビゲーター

2018年7-9月期



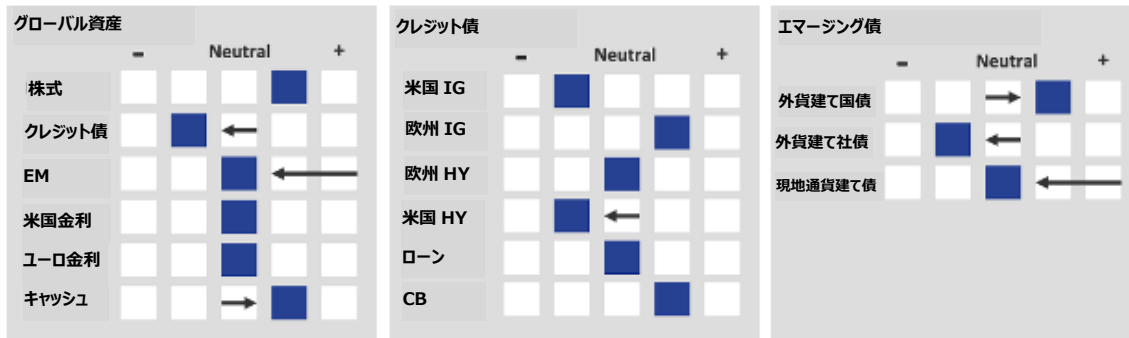
デビッド・ライリー

クレジット・ストラテジスト・ヘッド

今年前半は、量的引き締めに伴う市場のボラティリティの高まりと、他国の先を行く米国の経済成長が投資テーマとなりました。

米国と他国、特に欧州と比較して堅調な経済成長と金利見通しの差によって、米ドル高が進み、このことがエマージング市場にとっては重石となりました。7-9月期は季節的に流動性が低下しますが、欧州政治と米国の貿易政策を巡る不透明感から、アセット・アロケーション型戦略においてはディフェンシブなポジションで新しい四半期を迎えています。市場のグローバル景気の減速と欧州の政治情勢に対する懸念は行き過ぎであり、より魅力的な水準でキャッシュを投資にあてる機会が今後あると考えています。貿易摩擦が完全なる貿易戦争にまで加速するリスクは、引き続きテイル・リスクであると考えていますが、そのリスクは上昇していると考えています。

各資産クラスの短期見通し(3-6ヶ月)¹



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。

流動性の低下、ボラティリティの高まり、不透明感

7-9月期は、流動性の低下、ボラティリティの高まり、マクロ面と政策面での不透明感の高まりが投資テーマになると考えています。これを踏まえ、アセット・アロケーション型戦略においては、米ドル(キャッシュ)のポジションを増やし、エマージング現地通貨建て債のポジションを減らし、エマージング社債のポジションの一部をエマージング国債に入れ替え、銀行劣後債のポジションも減らしました。量的緩和(QE)終了後の世界への過渡期において、投資家が直面することになる金利とクレジットのリスクを上手く操縦するには、ベンチマークに捉われないアンコンストレインド型のプロダクトが良いと考えています。

欧州の経済指標は4-6月期に予想外の低迷となり、中国やエマージング諸国の経済指標もやや軟化がみられました。対照的に、米国の経済成長は財政刺激策と消費者と企業の信頼感の高まりによって加速しています。米国と他国の間での経済成長と金利見通しの差は、米ドル高のきっかけとなり、これがエマージング市場にとっては重石となりました。この見通しの差と米ドル高という投資テーマは7-9月期も続くともており、これを受けてエマージング現地通貨建て債への投資を減らしました。

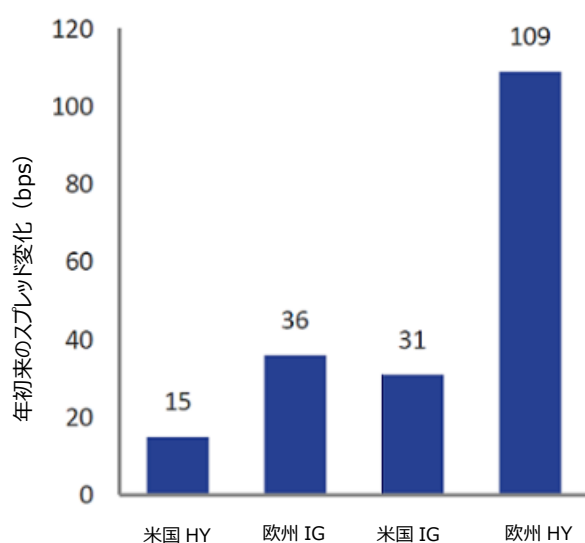
市場は、米国以外の地域における経済成長について悲観的になりすぎているとみています。最近の欧州の景況感指数や企業信頼感は安定してきており、中国の経済指標は年間で6.5%の経済成長率に添った内容となっています。企業業績は良好で、デフォルト率は低い水準が続くとみられ、リスク資産の割高感は薄まっています。グローバル経済の成長に対する懸念が後退するにつれ、エマージング資産を含むリスク資産は反発が期待できると考えています。

貿易摩擦が完全なる貿易戦争に加速する懸念は、トランプ大統領がゲームの終わりを明確にしない限り、投資家心理の重石になり続けるでしょう。貿易戦争はスタグフレーションを招きます。経済成長は鈍化する一方で、価格は上昇することになることから、伝統的な債券運用においてデュレーションを分散することによる恩恵は少なくなります。QE時代が終焉を迎えるに連れて市場が不安定となるなかで、より柔軟なマルチ・アセット型でグローバルな戦略が、元本毀損を防ぎ、プラス・リターンを獲得する上ではより有効であると考えています。

クレジット債

先進国(DM)のクレジット債は大きな調整に見舞われました。2月初旬の最もスプレッドがタイトだった時点から投資適格債のスプレッドはおよそ40bps拡大し、欧州ハイ・イールド債のスプレッドは約100bps拡大しました。欧州金融劣後債(Coco債)のスプレッドは今年の最もタイトな水準からは170bps以上拡大していますが、大幅な拡大がみられたのはイタリアでポピュリスト政権が樹立されて以降のことです。米国ハイ・イールド債だけが年初来でスプレッドがほぼ横ばいのクレジット債となっており、そのため相対価値の面からみるとかなり割高になっています。米国ハイ・イールド債と転換社債を除き、先進国のクレジット債はリスク・フリーの国債を下回るパフォーマンスとなっています。転換社債は、米国の金利が上昇する環境下において、株式の上昇による恩恵を受けています。

図1：年初来のスプレッドの変化



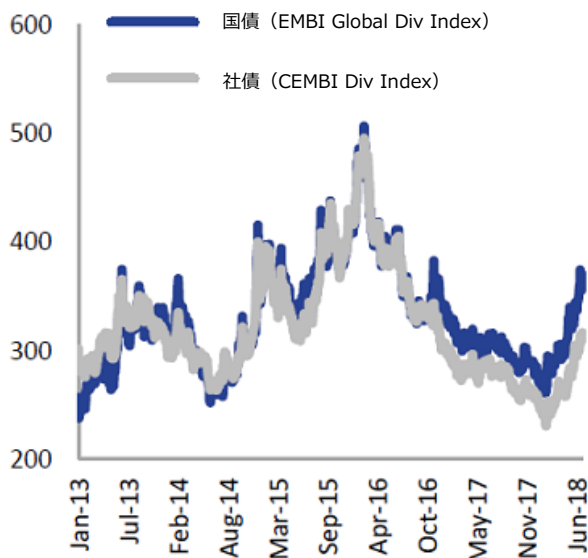
出所：Bloomberg、2018年6月末

スプレッドの拡大はクレジット・リスクの高まりを示唆しているものではないと考えています。企業業績は良好で、企業の信用力は安定もしくは改善傾向にあり、デフォルト率は低く、この低い状態が当面の間続くと予想されます。そうした中で、政策と政治面での不透明感が、短期的に先進国のクレジット資産にとって最大の懸念材料となっています。欧州ではイタリアでポピュリスト政権が誕生し、米国では貿易政策の不透明感と、これがグローバルな経済成長に与える影響について不確定要素がくすぶっています。多くのポートフォリオでクレジット・リスクは落とされ、ブルーベイのマルチ・アセット型戦略においてもCoco債のポジションを減らしました。M&Aによって増えた結果、新規発行が過去最高に近い一方、海外投資家からの需要が後退していることが、米国投資適格債を「アンダーウェイト」としている背景です。しかし、グローバルに明るい経済成長見通しと、これまでに起きたクレジット債の価格調整によって、クレジット・ベータをわずかに「オーバーウェイト」とすることは適切であるという評価をしています。

エマーGING債

柔軟な為替制度、全体としては外貨資金調達必要性がやや低下していること、信用ファンダメンタルズの改善から、システミックなエマーGING危機に陥るリスクは低いと考えています。しかし、最近の下落局面でエマーGING外貨建て国債のスプレッド拡大は、エマーGING外貨建て社債のスプレッド拡大幅を上回り、現在の370bps前後というスプレッド水準は2013年のテーパー・タントラム時と同水準となっています。マルチ・アセット型の戦略においては、エマーGING現地通貨建て債と一部外貨建て社債のポジションを減らし、外貨建て国債のポジションを増やしました。

図2：エマーGING外貨建て債のスプレッド推移（bps）



出所：JPモルガン、2018年6月末

ほとんどのエマーGING通貨は割安となっていますが、グローバル貿易と経済成長への懸念が加速した場合、最もストレス下に置かれやすい資産となります。経済指標でグローバルな経済成長への見方は悲観的過ぎるということが確認されれば、米ドル高は落ち着くと考えていますが、エマーGING現地通貨建て債についてはやや慎重なスタンスを機動的に取っています。

金利

市場は今年あと二回の利上げを約50%の確率で織り込んでいますが、ブルーベイではもっと高い確率で

この見通しをもっています。しかし、市場のボラティリティがさらに高まり、米国債のイールドカーブがフラット化した場合には、米連邦準備制度理事会 (FRB) は更なる米ドル高と貿易摩擦懸念への高まりに対して、より慎重なスタンスをとるかもしれません。

図3：ECBの最初の利上げまでの月数



出所：モルガン・スタンレー、2018年6月末

欧州中央銀行 (ECB) は政策金利を2019年の夏中に変更しない、というフォワード・ガイダンスを強めました。マイナス金利は長期金利を低水準に留めますが、イタリアに対する懸念の和らぎによって、イールドカーブのスティープ化が進む可能性があるかもしれません。しかし、欧州の経済成長は貿易摩擦の悪化による影響を受けやすく、この場合ドイツ国債金利は低下するでしょう。

機動的な主要国金利への投資機会はあるでしょうが、G3金利については概ねニュートラルとすることが賢明であると考えています。

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。

以上