

資産配分ナビゲーター

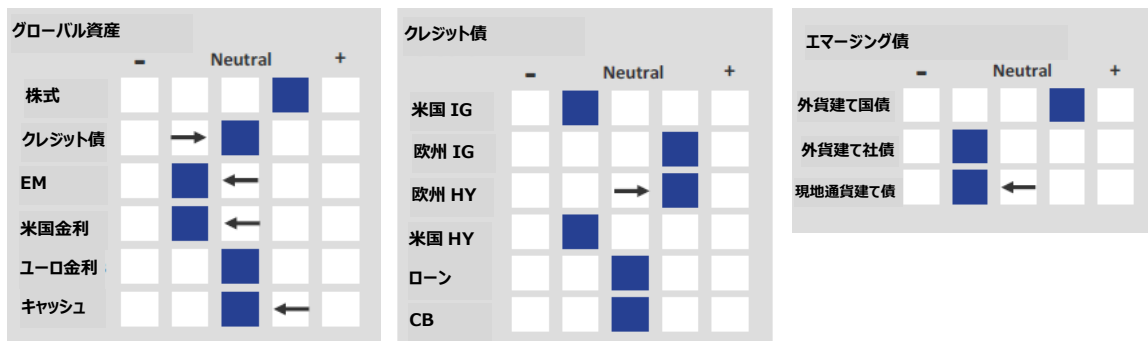
2018年10-12月期



デビッド・ライリー
クレジット・ストラテジスト・ヘッド

年末にかけては、米国の経済成長モメンタム、米連邦準備制度理事会（FRB）による政策金利の「正常化」への道のり、政治情勢（ブラジルの大統領選挙、米国の中間選挙、イタリアの予算案、ブレグジット、米中の貿易摩擦）といったことに注目が集まるでしょう。この各々がボラティリティを高める要因となり得ますが、基盤となるファンダメンタルズ面は良好であることから、アセット・アロケーション型の戦略においては、キャッシュを減らし、欧州銀行債を中心に厳選してリスクを積み増しました。エマージング外貨建て債の高利回り銘柄は割安な水準にあると考えていますが、現段階では現地通貨建て債には慎重な見通しを持っています。欧州の債券は、政治リスク、経済成長の減速、量的緩和（QE）終了といったことを完全に織り込んだ水準にあり、年末にかけてスプレッドが縮小する余地があると考えています。

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。

経済成長モメンタム、金融政策の正常化、交渉

米国経済は10-12月期を目覚しい経済成長モメンタムで迎え、投資家の信頼感を押し上げ、米国のリスク資産のポジションは積み上がっています。FRBはインフレ率がターゲット水準にあり、失業率が長期平均を下回るなかで、金融政策の正常化にコミットしています。さらに、トランプ政権は、北米貿易協定 (NAFTA) の更新を完了し、日本及びEUと通商交渉を行っています。

対照的に、欧州経済は輸出の鈍化が主因となって減速していますが、民間投資を含む国内需要は堅調な状況が続いており、失業率も低下しています。欧州中央銀行 (ECB) はQE時代の異次元の金融緩和解消において、FRBにかなりの遅れをとっています。今年末をもって債券の純買入れは終了しますが、フォワード・ガイダンスで早くとも2019年の夏の終わり頃までは利上げを行わないことを示しています。欧州と同様に、日本経済も投資家の予想を上回る経済成長を遂げていますが、日銀の利上げまでには、まだまだ時間はありそうです。日銀は、イールドカーブ・コントロールの枠組みをやや調整し、10年国債利回りが0.1%上昇することを容認し、資産買入れ額は減少しています。

10-12月期はQE終了後の投資の枠組みに移行する転換点となるでしょう。2009年以来はじめて、主要中央銀行のバランスシートの合計額の増加は止まり、2019年から本格的に量的引き締め (QT) が始まります。市場は、QTという未知の世界に突入することになりますが、ベンチマークによる制約がなく、元本毀損を防ぐことに注力した戦略が、この航海を最も上手く乗り切ることが出来ると考えています。

ブラジルの大統領選挙、米国の中間議会選挙、ブレグジット交渉、イタリアの予算は現地市場のボラティリティを高める要因となり得るでしょう。「合意無し」のブレグジットもしくはブレグジットの取りやめという、ベース・シナリオでない結果になる可能性は高まっていますが、2020年までブレグジットのプロセスを延長するというのがベース・ケースでしょう。イタリアの予算案は、欧州投資家の注目を最も集めるでしょうが、ローマ (イタリア政府) とブリュッセル (EU) は双方ともに、不安定な対立を望んでおらず、パリ (フランス政府) とベルリン (ドイツ政府) もそれは同様であり、イタリアのEU離脱 (いわゆる「イタレグジット」) のリスクは過度に価格に織り込まれているとみています。

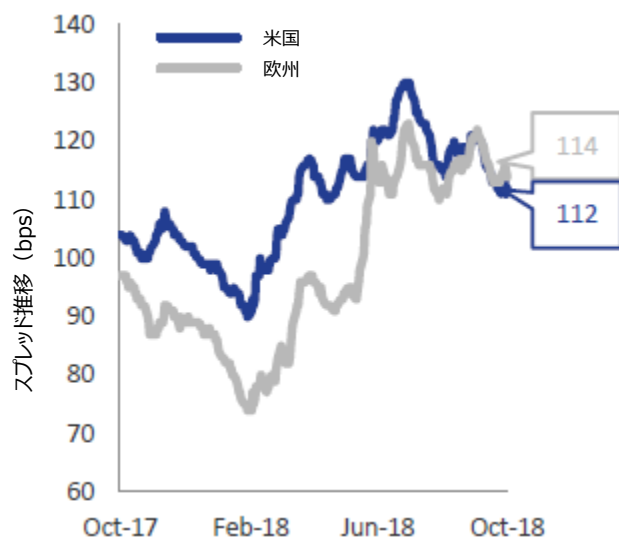
米中関係については二国間の貿易赤字ではなく、地政学的なライバル意識が米国と中国の間の緊張の核心にあります。交渉ではなく激化が米中の貿易戦争において注目すべき言葉で、投資家は巻き添えを食らわないように気を付けなければなりません。

クレジット債

先進国 (DM) のクレジット債の7-9月期は、トータル・リターンがプラスとなり、盤石な企業業績を背景にスプレッドも縮小しました。米国ハイ・イールド債のスプレッドは、発行体が債券ではなくローンで資金調達を行っていることが一因となり、このクレジット・サイクルにおいて最低水準となっています。対照的に、ヘッジコストを支払う海外投資家にとっての魅力が低下しているにもかかわらず、米国投資適格債の活況な新規発行は続いています。この動きは、米国ほど明白ではないものの欧州でもみられ、投資適格債の発行は増える一方で、ローンの発行の増加に伴ってハイ・イールド債の発行は減少しています。

相対的な価格水準やパフォーマンスの観点から、足元では米ドル建て債に対してユーロ建て債を選好しています。投資家が欧州の経済及び政治リスクをあまりに懸念している一方で、ECBによる債券買入れ終了については完全に織り込まれている状態のなか、スプレッドは縮小する余地があると考えています。アセット・アロケーション型の戦略においては、欧州の偶発的転換社債 (Coco債) がオーバーウェイト (ロング) ポジションの中核を成しています。転換社債も、アルファ獲得機会が潤沢であることと、株式市場と主要金利が上昇するなかで魅力的なリスク調整後リターンを創出する可能性があると考え、コアな保有資産となっています。

図1：投資適格債のスプレッド推移



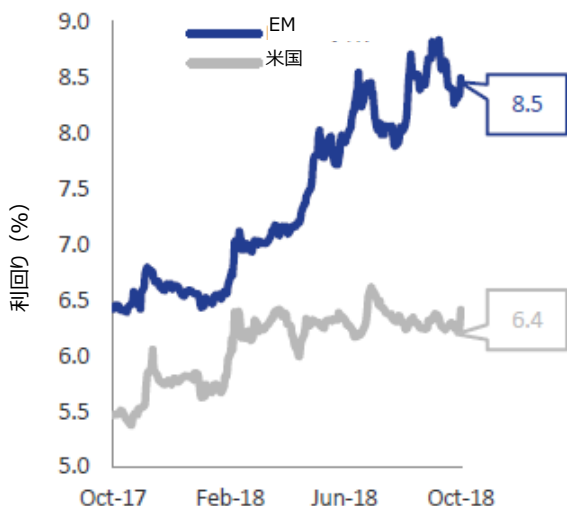
出所：BoAML、2018年10月4日

エマージング債

7-9月期は、エマージング外貨建てソブリン債と社債が現地通貨建て債をアウトパフォームしました。とりわけ米国ハイ・イールド債と比較した際の魅力的な価格水準と、システミックな危機は的外れな予想であるという見方が広まったことを背景に、外貨建て債の спреッドは縮小しました。ブルーベイのエマージング戦略では、利回りが高く、原油価格の上昇によって恩恵を受けやすいソブリン債と社債を選好しています。トルコとアルゼンチンはまだ脆いながらも、ある程度安定してきており、投資家の目は10月に実施されるブラジルの大統領選挙に向けられています。

ブルーベイでは、現地通貨建て債に対して外貨建て債を選好するスタンスを維持しています。なぜなら、対外金融状況が引き締まることで、エマージング通貨の下落と現地金利の上昇が起こる可能性があるからです。さらに、米中の貿易摩擦の加速は人民元安の圧力となり、アジアを中心としたエマージング通貨にとっても下押し圧力となるかもしれません。しかし、多くの通貨は割安な水準にあり、現地金利は上昇していることから、アクティブ投資家はその投資機会を認識しておく必要があるでしょう。

図2：ハイ・イールド債の спреッド推移 (bps)



出所：JPFEルガン、BoAML 2018年10月4日、EM：EMBI Global Div. non-investment grade index 米国：BoAML US High Yield Master II index

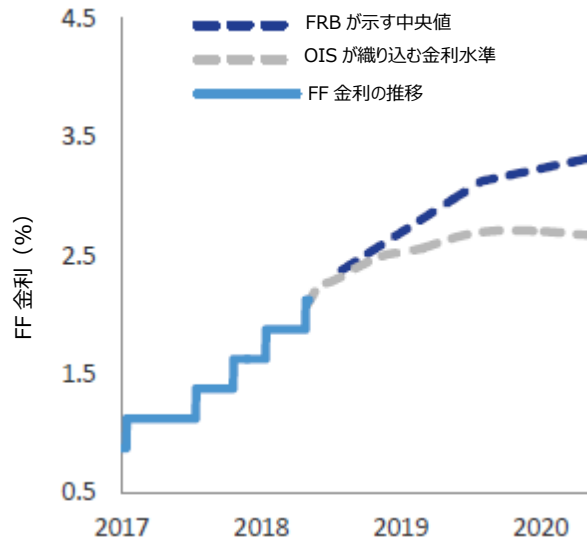
金利

7-9月期は米国金利のデュレーションに関して、ほぼニュートラルのポジションを取っていましたが、10-12月期はショート・バイアスで迎えました。FRBによる利上げサイクルの終着点(ターミナル・レート)は少なくとも3.5%になると考えていますが、市場が織り込むその水準は2.75%に過ぎません。米国経済は堅調な経済成長モメンタムから恩恵を受けており、フル稼働に近い状態で、インフレ・リスクは上方に傾いており、少なくとも2019年後半までは四半期ごとにFRBが利上げを行う裏づけが備わっています。こうした状況に対して、イールドカーブの緩やかなベア・スティープ化は予想できないことではありません。

ECBの金融政策は自動操縦モードにあり、フォワード・ガイダンスにおいて利上げはどんなに早くとも2019年の夏の終わりまでないことが示されるなかで、短期金利の上昇は抑制されています。しかし、イタリア・リスクが後退し、米国の金利上昇に引っ張られる形で、ドイツ国債利回りがやや上昇する可能性もあるかもしれません。

日銀は10年国債のイールド・ターゲットを0.1%に引き上げましたが、さらに大掛かりな金融政策のシフトが短期的にみられる可能性は低いでしょう。日本の投資家にとって、ヘッジコストを加味した場合、米国よりも欧州の債券のほうが魅力が高いと考えています。

図3：FRBとオーバーナイトスワップ金利（OIS）が示す金利予想



出所：Macrobond; Bloomberg 2018年10月4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） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債絶対リターン戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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又は目録見書等の内容を十分にご確認ください。

■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又は目録見書等の内容を十分にご確認ください。

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、当社の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。

以上