

資産配分ナビゲーター

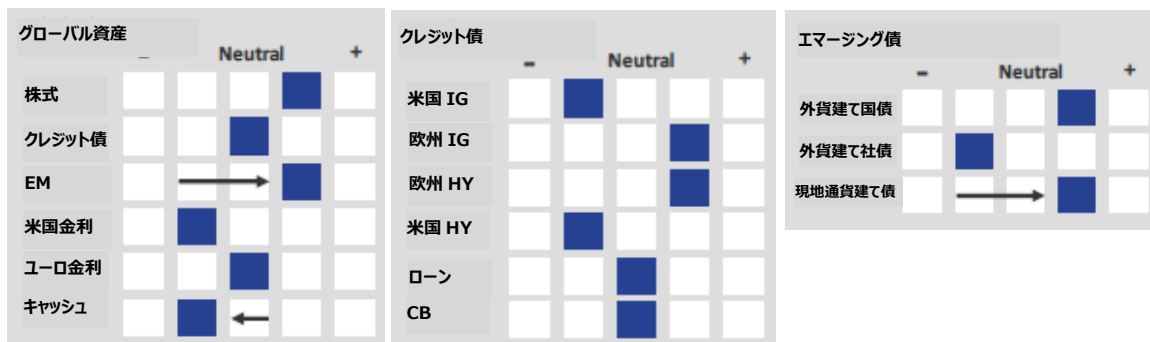
2019年1-3月期



デビッド・ライリー
クレジット・ストラテジスト・ヘッド

年末にかけて投資家が世界の景気後退への懸念を強めるなか、リスク資産には「過度」な売りがみられました。2016年初旬のように、グローバルな経済成長への悲観論がピークとなる中で、米連邦準備制度理事会（FRB）は追加利上げを遅らせるシグナルを送り、北京（中国当局）は経済刺激策を実施しています。12月の激しい売りに対して1月に入ってから反発がみられましたが、リスクプレミアムははまだ比較的高い水準にあると考えています。しかし、リスク市場の反発が持続するには、企業業績や経済指標が安定することが必要であると考えています。また、米中の貿易摩擦は期待されているような停戦ではなく、さらなる激化がみられた場合、引き続き主要なダウンスайдリスクの一つとなります。経済成長の鈍化懸念はエマージング市場よりも先進国市場でのほうで高まっており、FRBの利上げの「一時休止」は、エマージング資産にとっては下支えになると考えています。そのため、ブルーベイのアセット・アロケーション型の戦略では、エマージング債、特に現地通貨建て債への資産配分を引き上げています。

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。

我慢、停戦と安定

昨年末、経済成長への感応度が高いリスク資産が激しく売られる引き金になったのは、原油価格の下落、米中貿易摩擦の深刻化によって助長された中国経済のハードランディング懸念の高まり、またFRBがこれらの懸念に対し耳を傾けていないように映ったことでした。その後、FRBは利上げについて「辛抱強い」スタンスに移行し、今年の前半は利上げを見送る姿勢を示し、バランスシートへの解消についても「柔軟性」を残すことを示唆しました。確実にとは言い切れませんが、トランプ大統領は来年の再選をかけて、経済政策の成功のバロメーターと考える米株式市場の上昇を促すために、貿易戦争を停戦に持ち込む可能性が高いとみています。少しずつではあるものの定期的に北京から緩和的な政策の発表が聞かれるのは、レバレッジの解消から安定的な経済成長に向けて舵を切ったと捉えることができると考えています。

株式市場は昨年10月-12月期の急落のおおよそ半分の水準まで戻しましたが、クレジット債市場はそれほどの反発は見られておらず、主要国債の利回りはこの一年で最も低い水準のままです。リスクプレミアムに景気後退リスクが過度に織り込まれすぎていると考えることから、ブルーベイの主要な戦略においては、やや経済成長を期待したポジションを維持しております。アセット・アロケーション型の戦略では、キャッシュと欧州の銀行債及び周辺国のリスクを減らし、エマーGING債へのアロケーションを積み増しました。

投資家は、グローバルな経済成長見通しに対して悲観的になりすぎていると考えています。雇用と賃金は、欧州、日本と米国で改善がみられ、貿易摩擦が企業信頼感に与えるネガティブな影響は避けられないものの、投資と設備投資への意欲は堅固な状態が続いています。

しかし、4-6月期もリスク資産の上昇が持続するためには、企業業績や業績見通し、そして経済指標のなかでグローバルな経済成長が安定していることが確認できる必要があるでしょう。欧州の経済指標は悪化が見られ、米国では一時的ではあるものの一部米政府機関の閉鎖が経済成長にネガティブな影響を与えると考えられます。また中国は、最近の緩和政策が効果を発揮するまでにはもう少し時間がかかるでしょう。

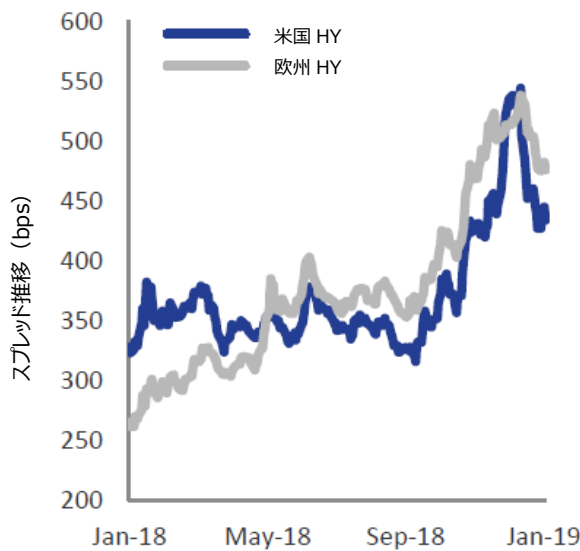
クレジット債

2018年初旬には、先進国のクレジット債の спреッドは今回のクレジット・サイクルにおいて最もタイトな水準、もしくはそれに近い水準にあったのとは対照的に、現在は平均を下回る経済成長や、やや高いデフォルト率を織り込んだスプレッド水準となっています。市場が近い将来のリセッションを織り込まない限り、キャリーから得られるリターンを失うほどのスプレッドの拡大はないと考えています。

直近のパフォーマンスと相対的なバリュエーション(過去の標準でみて、欧州社債の спреッドは米国社債に対して割安な水準にあります)を考慮し、米国社債よりも欧州債券に投資妙味があると考え、その中でもハイ・イールド債を選好しています。自動車セクターといったシクリカル産業セクターをアンダーウェイトする一方、流動性やクレジットの質の良い銘柄を選好しています。同様にCLOにおいてはB格からBB/BBB-格以上のトランシェへの投資を増やしました。

ECBが3月の会合では欧州銀行債にとっては下支えとなる、流動性供給ファシリティの延長を発表すると予想しています。そのため、欧州銀行債はアセット・アロケーション型の戦略においてオーバーウェイトを維持していますが、最も堅固な銘柄を選好するようにしました。

図1：米国と欧州ハイ・イールド債の спреッド推移



出所：BoAML、2019年1月25日

エマージング債

エマージング資産の価格評価には先進国資産よりも低い経済成長率がすでに反映されており、投資家のポジションも小さくなっていったことから、エマージング資産は昨年末の下落局面も、今年に入ってから他資産をアウトパフォームしました。中国経済がハードランディングを免れ、米中貿易摩擦が深刻化することがないという仮定においては、今年エマージング国と先進国の経済成長率の差は広がると考えられます。今年前半のFRBの一時利上げ停止がエマージング資産のアウトパフォームを後押しするでしょう。2018年の急激なエマージング通貨安により、エマージング通貨は割安な水準にあるとみています。また、一部の国では現地債券の名目と実質(インフレ調整後の)金利が高い水準にあります。現地通貨建て債のアロケーションを積み増し、外貨建て債では企業のファンダメンタルズは改善しておりデフォルト率も低いのですが、相対的なバリュエーション面から社債よりソブリン債を選好しています。

図2：EM現地通貨建て債の利回りとEM通貨の推移



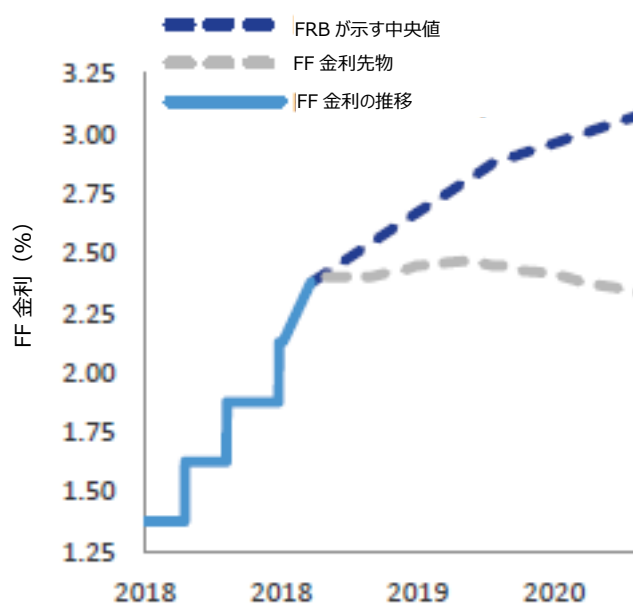
出所：JPモルガン、BoAML 2019年1月29日、JPモルガン>GBI-EM Broad Diversified index, JPモルガン>Emerging Market Currency index

金利

11月初旬から1月の間に、米国10年国債利回りとドイツ10年国債利回りはそれぞれ60bpsと30bps低下し、高格付け国債はリスク市場の下落に対して、いくつかのヘッジを提供しました。利回りの大幅な低下は、将来の中央銀行の政策金利に対する市場の予想が大幅に調整されたことを反映したものでした。市場では、ECBによる最初の利上げは早くても2020年3月もしくは4月になると予想されています。欧州の1-3月期の経済指標は予想を下回ることが予想される中で、ECBのフォワードガイダンスはよりハト派となり、ターゲットを絞った長期資金供給オペレーション(TLTRO)が延長されるかもしれません。

市場のFRBの利上げ見通しに対するシフトは、ECBに対するものよりも大きくなっています(そしてこれはグローバル市場にとってより重要な点でもあります)。フォワードレート及び米国債利回りは、利上げサイクルにおけるピーク(2.25%から2.50%)にすでに達しており、2020年には利下げが実施されることを織り込んだ水準にあります。米政策金利見通しは非対称であると考えています。FRBが2019年に利下げをする可能性は非常に低く、市場コンセンサスが織り込むよりも一回もしくは二回多く利上げが実施される可能性の方が高いと考えます。経済成長が潜在成長率を上回り、失業率が低下するなか、6月と年末にかけて利上げを再開すると予想しています。

図3：FRBとFF金利先物が示す金利予想



出所：Macrobond; Bloomberg 2019年1月29日(Fed中央値は2018年12月19日FOMC会合から)

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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシ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論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、契約資産を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論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