

資産配分ナビゲーター

2019年4-6月期

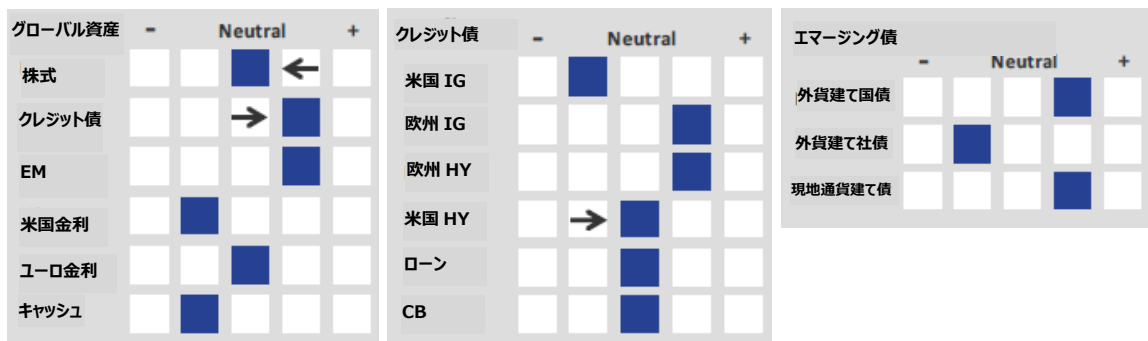


デビッド・ライリー

クレジット・ストラテジスト・ヘッド

グローバルな中央銀行によるハト派姿勢への方向転換と、グローバル成長の見通しに対して広がる不安との間で、神経質な市場は揺れ動いています。中央銀行の流動性への感応度が高い資産である主要国国債、高格付け社債、エマージング債券のパフォーマンスは、経済成長への感応度の高い低格付け債券や、欧州の景気に敏感（シクリカル）な資産、エマージング通貨を上回りました。ブルーベイでは、グローバル成長が4-6月期に安定し、後半に向けて経済成長が加速することで、反発が出遅れているリスク資産と主要金利の上昇を想定しています。現在の安定的な低金利の環境下では、過度なリスクは取らずにキャリーを獲得することに焦点を充てています。その間、グローバル経済の底打ちを確認できるような経済指標や企業業績のガイダンスを辛抱強く待ちたいと考えています。

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。

辛抱強くある時

2018年末にリスク資産が急落した原因に、FRBが自動操縦モードでバランスシート縮小と利上げを実施しているように見られたことが一部ありました。FRBがバランスシートの縮小を早めに終わらせることを発表し、利上げは経済指標次第であるという姿勢に方向転換をしたことで、グローバルなリスク市場は大きく上昇し、債券利回りは低下しました。

1-3月期のリスク資産の上昇は、グローバルな成長鈍化が年後半も続いて悪化していくという債券市場の懸念とは相反するものでした。しかし、債券と株式が同時に上昇することが4-6月期も続くことは考えづらいでしょう。なぜなら、成長鈍化懸念が緩和され、債券利回りが上昇する、あるいは債券利回りの低下を警告とした経済成長懸念に株式市場が注意を向ける、そのいずれかになると考えられるからです。

FRBがハト派姿勢に転換しても米ドルが安定していることは、（ブルーベイでもそうみているように）米国経済の成長率が他国を上回るという信頼感と、欧州がリセッションの瀬戸際にあるという見方を反映していると考えています。しかし、投資家はFRBのように忍耐強くなるべきです。欧州経済の鈍化の要因の多くは中国の影響と貿易の減少によるものと考えられます。中国経済の安定化を目指す中国当局の景気刺激策や、堅調な国内需要、ECBが緩和姿勢を維持することを決めているなか、欧州の経済成長に対して抱かれている懸念は行き過ぎであると考えています。

米国の大統領選挙のキャンペーンは始まっており、関税の脅威は欧州の自動車セクターでは残されているものの、トランプ大統領は貿易交渉で中国に「勝利」したいと考えているとみられ、それは欧州とエマージング諸国にとってはポジティブに働くとみえています。ハード・ブレグジットは引き続きテールリスクとなっていますが、EU離脱期限の延長とソフト・ブレグジットが最も可能性の高い結末になると考えています。5月に実施される欧州議会で、ポピュリスト政党が議席を増やし、政治的なノイズになるかもしれませんが、市場への影響は小さいとみえています。代わりに、注目が高まるのは経済指標と企業業績に関するニュースフローでしょう。

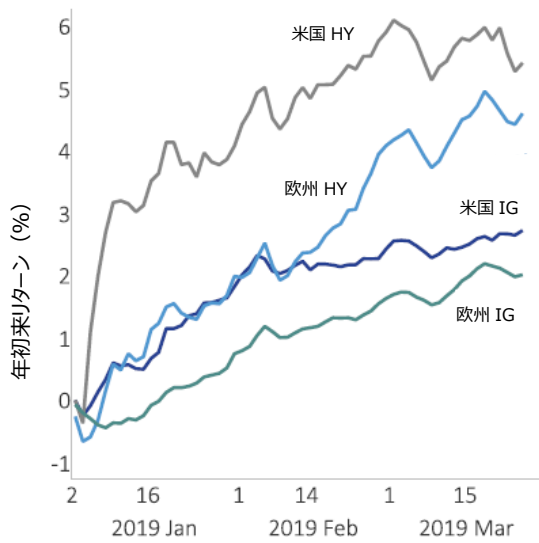
金利上昇がハト派姿勢の中央銀行によって抑制され、グローバルな経済成長の安定が予想されるなかで、ブルーベイのアセット・アロケーション型の戦略では、欧州銀行とエマージング債券を選好しています。しかしグローバル成長への懸念が払拭されるまで、辛抱強く厳選してリスクを積み増していく方針です。

クレジット債

債券利回りの低下とクレジット・スプレッドの縮小によって、1-3月期のクレジット債のトータル・リターンは好調でした。主要金利が長期にわたり低水準で推移し、経済成長はデフォルト率が低い水準を保つには十分な水準にある中で、引き続きクレジット債はプラス・リターンが期待できるとみえています。低格付けで経済成長への感応度が高いシクリカル銘柄は、市場の全般的な反発に出遅れましたが、厳選すれば十分な上乘せ利回りが得られる投資機会がもたらされました。グローバル及び欧州の経済が底を打ったとすれば、今年米国社債に遅れを取っている欧州社債は今後追い上げが期待できるとみえています。

ECBが、新たな的を絞った長期資金供給オペ（TLTRO-III）の貸出条件を緩和し、マイナス金利による欧州銀行の負担を軽減するために適用金利の階層化を打ち出す可能性もあります。そのため、ブルーベイのアセット・アロケーション型戦略においては、欧州銀行債のオーバーウェイトを維持しています。欧州周辺国債も魅力的な投資先だと考えます。

図1：年初来リターン



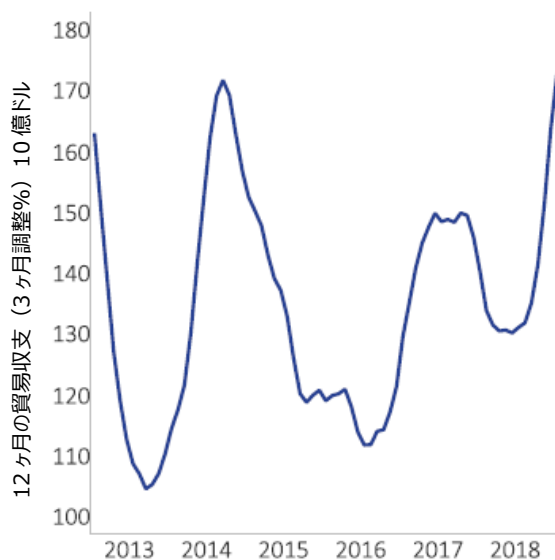
出所：Barclays Bloomberg, 2019年3月26日

エマージング債

エマージング外貨建て国債と社債は、FRBによるハト派姿勢への転換と、先進国の同格付けクレジット債と比べての魅力的なバリュエーションから恩恵を受けています。2018年のエマージング資産を象徴することとなった混乱と大幅な下落のために、投資家は慎重な姿勢を続けています。しかし昨年と比較して、投資家のポジションは混み合っておらず、バリュエーションはより魅力的となり、ファンダメンタルズも改善（企業のデフォルト率は低下し、対外収支は改善）しています。さらにFRBが少なくとも年末まで現在の姿勢を維持すれば、2018年の再来はないと考えており、アセット・アロケーション型の戦略ではエマージング債券をオーバーウェイトしています。

割安な通貨の水準と比較的高い名目及び実質（インフレ調整後の）金利にもかかわらず、エマージング現地通貨建て債のパフォーマンスは外貨建て債を下回っています。グローバル成長への懸念が払拭され、投資家の米国資産に対するバイアスが落ち着けば、エマージング通貨と現地通貨建て債は大幅な上昇を見込めると考えています。

図2：エマージング国の貿易収支の推移



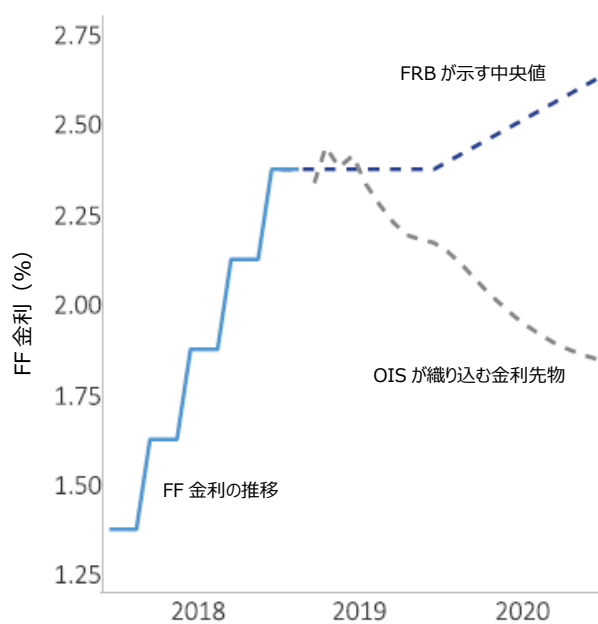
出所：BlueBay Asset Management 2019年直近値、JPエルガンGBI-EM Broad Diversified index構成国の12ヶ月ローリングの貿易収支額

金利

1-3 月期と年内の見通しにおける決定的な特徴は、政策金利に対する市場の見通しが大幅に引き下げられたことと、米国債利回りが一部逆イールドとなったことでしょう。FRB の金利見通しでは、2019 年の利上げ回数が 3 回から 0 回に変更され、量的引き締め (FRB のバランスシート縮小) の終わりを発表しました。しかし、金利市場は FRB による年内の利下げの可能性を過度に織り込んでいると見ています。雇用の増加は消費を下支えし、リセッション・リスクは米国債のイールドカーブで織り込まれているよりもかなり低いと考えています。賃金上昇率が徐々に加速し、年後半に 4% に近づけば、政策金利の見通しは見直されることになるでしょう。

欧州では経済成長の鈍化とインフレ期待の低下、無秩序なブレグジットのリスクも合わさり、ドイツ国債利回りが再度マイナス圏に低下するとともに、マイナス利回りの債券が増加しました。しかし、広がる不透明感と過剰な欧州経済への悲観が和らいでいけば、主要金利は上昇バイアスに向かうとみています。

図3：FRBとFF金利先物が示す金利予想



出所：Macrobond; Bloomberg 2019年3月22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