

資産配分ナビゲーター

2019年7-9月期

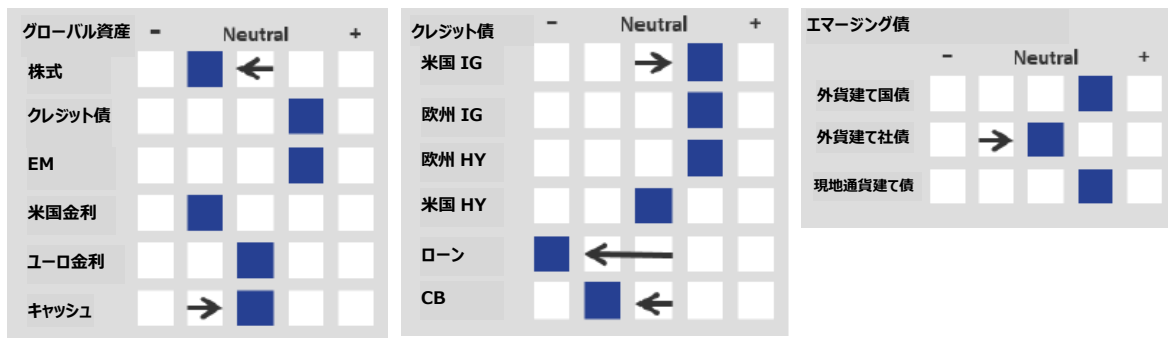


デビッド・ライリー

クレジット・ストラテジスト・ヘッド

各中央銀行が歩調を合わせて緩和方向にあることや、G20で米中貿易戦争の一時休戦が合意されたことで、リスク市場にはポジティブな環境となっています。しかし、企業業績発表シーズンを控え、今後失望を招く可能性があることから、年初から半年にわたって強い上昇が続いたことを踏まえ、ブルーベイのアセット・アロケーション型（MAC）戦略では利益を実現し、「株式リスク」を削減しました。とは言うものの、引き続き経済成長への感応度が高く、高いキャリーの資産への投資比率を高めており、欧州の銀行劣後債及びエマージング現地通貨建て債への選好を続けています。貿易摩擦やグローバル経済の成長に対する懸念が拭い去られたわけではありませんが、可もなく不可もない経済成長と低金利が長期化すると考えられる投資環境においては、エマージング債券などのクレジット債が引き続き堅調なリターンをもたらすとみています。

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。

流れに乗る

今年前半の金融市場は、米連邦準備制度理事会（FRB）が中心となった中央銀行のハト派姿勢への転換と、貿易政策の不透明感によって左右されました。市場が、FRBによる少なくとも3回の利下げ、さらに欧州中央銀行（ECB）による追加緩和を期待するなかで、金利低下の勢いが加速しています。その一方で、リスク市場は昨年末の下落分を完全に取り戻したものの、小型株やエマージング株、低格付けのクレジット債といった経済成長への感応度の高い資産はアンダーパフォームしています。投資家は中央銀行からの流動性を予想しています（求めています）が、それが経済成長率やインフレ率の上昇に効果をもたらすかどうかについて、確信を持っていないようです。中央銀行の提供する流動性が経済成長につながるか、市場が懐疑的に見ている理由の1つは、経済成長に対する懸念が貿易政策の不透明感にあるからでしょう。トランプ大統領と習主席はG20サミットにおいて米中貿易戦争の休戦に合意しましたが、完全な解決には至っていません。米国は依然として中国製品に対して追加関税を課す恐れがあり、グローバルな自動車関税についても同様です。企業の投資意欲や設備投資は、貿易政策の不確かさによって弱まっています。半導体と自動車セクターという世界の主要製造業セクターは構造的かつシクリカルな逆風に直面しています。

遅かれ早かれ、欧州では金融政策を財政刺激策で補完する必要があるでしょう。しかし、現時点ではECBが唯一の切り札であり、緩和的な金融環境が経済成長率とインフレ率の改善につながるの希望に基づいて追加緩和策に踏み切るとみられます。欧州国債の半分以上がマイナス利回りで見取されているなか、投資家は利回りを求め、クレジット・ソブリン債や社債に資金を移行してきています。

デフォルト率が低く、中央銀行が提供する流動性が潤沢な投資環境においては、クレジット債はプラス・リターンを獲得しやすい資産であると同時に、企業業績への失望から受ける影響は軽微になっているとみています。貿易摩擦が激化しない限り、欧州及び米国で見られる堅調な消費需要と、北京やワシントン、フランクフルトで実施されている緩和策は、少なくとも安定したグローバル経済の成長をもたらすには十分な下支えになるでしょう。この見方は、ブルーベイの多くの戦略において、緩やかな経済成長を想定したポジションを取るという形で反映しています。高い実質金利をもつエマージングの現地通貨建て債も、レンジ内で推移する米ドルやボラティリティの低さを背景に堅調に推移すると考えています。

クレジット債

クレジット債は、今年前半に1桁台後半のリターンを記録しましたが、2018年は散々なパフォーマンスであったことを考慮するべきでしょう。ブルーベイでは、とりわけ市場の上昇に遅れを取っている低格付け債の спреッドに縮小余地があるとみています。クレジット債のバリュエーションは過去の標準と比較すると割高の水準にありますが、構造的に長期金利が低い環境においては、割高感は薄れると考えています。

ブルーベイが予想するように、ECBが債券購入を再開した場合には、国債と社債は大きく恩恵を受けるとみています。6月に周辺国国債と社債の спреッドが縮小しましたが、ECBが追加緩和策を発表する場合、更に спреッドが縮小する余地があると考えています。低金利とイールド・カーブのフラット化は銀行の収益性と株価にマイナスとなりますが、銀行のクレジット・ファンダメンタルズは良好な状態を維持しています。CoCo債（偶発転換社債）は米ドル建てで5-7%の利回りを持つ、魅力的なリスク・リターンが得られる資産であると考えており、MAC戦略では代表的なオーバーウェイト資産としています。

図1：欧州非金融債券スプレッド推移



出所：BoAML 欧州非金融社債（EN00）、2019年7月5日

エマージング債

グローバルに金融緩和が行われている中、G20サミットにおいて休戦合意に辿り着いたことから、米中貿易戦争の激化というテールリスクは回避されました。これを受けて、グローバルな経済成長と貿易は安定をみせ、今年後半には緩やかな上昇が見られると予想しています。エマージング経済にとってグローバルなマクロ環境はポジティブであるとみています。

低利回りという環境において、中国とグローバルの成長懸念への感応度がエマージング株よりも低い、エマージング外貨建て債が提供するインカム収入は、投資家からの資金流入をもたらしています。今年に入り、スプレッドが縮小していますが、同格付けの米国銘柄と比較した際のエマージング債の利回りは100~150bps高くなっています。

FRBの利下げとトランプ大統領の「為替操作」批判は米ドルの上昇を抑え、ボラティリティの低い通貨市場はエマージング現地通貨建て債にとっては追い風になるとみています。エマージング市場の多くの国ではインフレ率が落ち着き、実質金利は比較的高い状態にあります。一部のエマージング現地通貨建て債は、金利低下と通貨上昇によって大幅な上昇が見込めると考えています。

図 2 : エマージング国債と米国「BB」格付け債券のスプレッド差 (bps)



出所 : JPPEルガンEMBI Global Diversified spread indexからBardclays Bloomberg 米国「BB」格スプレッドを引いた数値、2019年7月9日

金利

ハト派な姿勢を明らかにしたシントラでのマリオ・ドラギ ECB 総裁のスピーチを受けて世界的に金利が低下した後、ドラギ総裁の後任にラガルド氏が指名されたことで、この動きは更に加速しました。ブルーベイでは、7月あるいは9月のECB会合で、預金金利の階層化を伴う政策金利の引下げを実施し、必要となれば ECB はマイナス金利の幅の深掘りを行うことが可能だと示唆しながら、資産購入の再開を発表すると予想しています。

6月のハト派なFOMC会合をきっかけに、米国金利市場は今後1年以内に100bpsの利下げが行われることを織り込んでいます。ブルーベイでは、FRBは7月に25bpsの利下げ、恐らく2019年末までにさらに25bpsの利下げが実施されるとみています。米国金利に対して、現在の市場の織り込みと比較し、我々がややベアな見方であるのは、堅調な雇用拡大のペースが下支えとなつて、米国経済に対してより強気な評価を持っているからです。

図 3 : マイナス金利債券の資産規模



出所 : Bloomberg 2019年7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