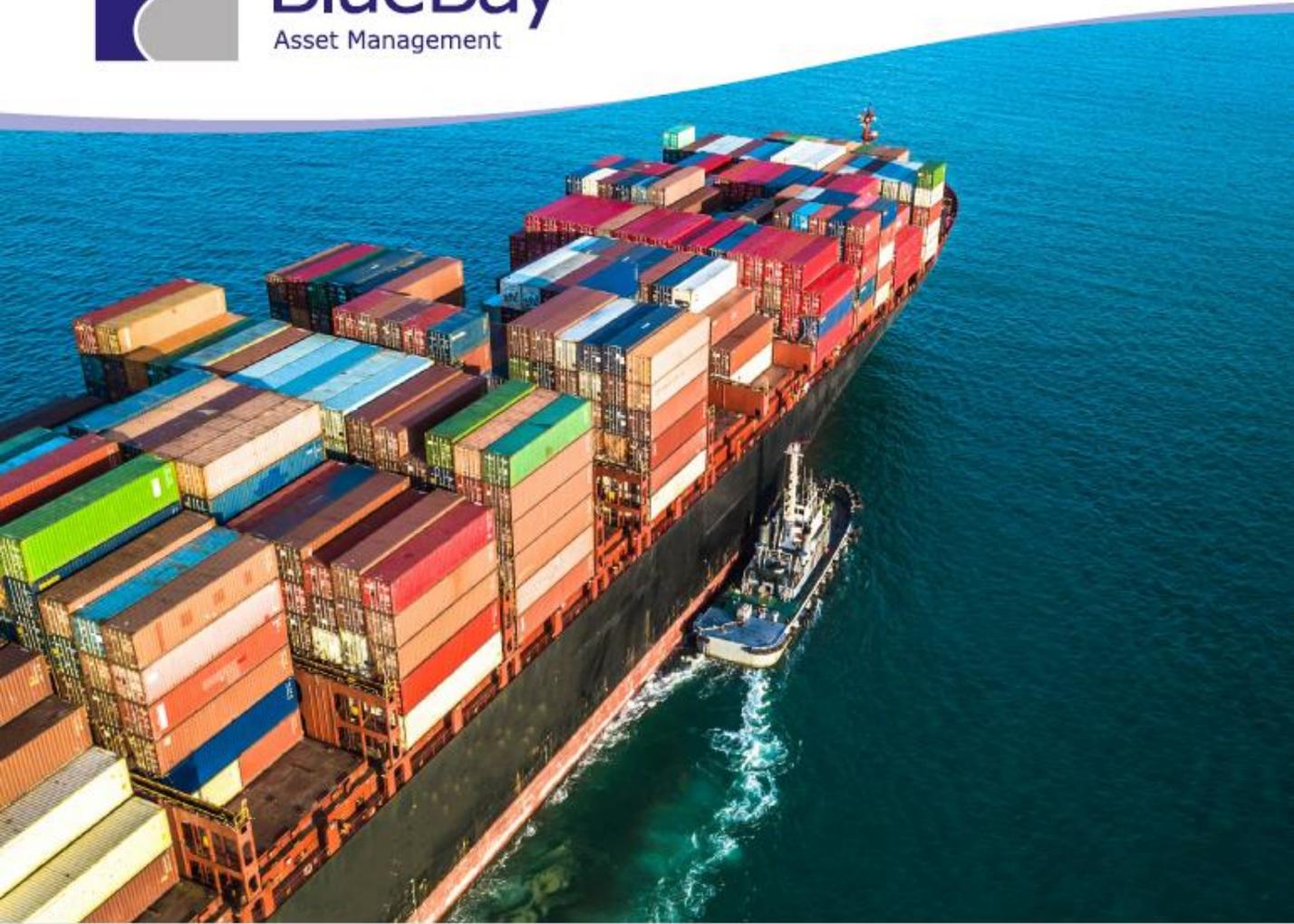




**BlueBay**  
Asset Management



デビッド・ライリー

投資戦略ヘッド

2019年10月



# 資産配分ナビゲーター

2019年10-12月期

1年を締めくくる四半期を迎える中で、マクロ経済と政治の状況は極めて不透明です。

- 中央銀行の金利引き下げはプラスに働きますが、関税や通商政策の不透明感からの成長の落ち込みを完全に埋め合わせることは出来ないでしょう。
- 米中の貿易交渉での「ミニ合意」によって、10月中旬に予定されていた追加関税は先送りされましたが、12月中旬の追加関税については、まだ不透明です。
- 政治からのノイズは高まっており、トランプ大統領に対する弾劾調査や香港での社会不安、中東で続く緊張などが挙げられます。
- そしてブレグジットという大河ドラマは引き続き、英国と欧州の見通しに重荷となっています。
- 2019年は驚きの1年でしたが、悲観する必要はないでしょう。

不透明感が広がっている現状から、リスクに対してさらに中立姿勢とすることが良いと考えています。

## 不透明感の拡大

貿易交渉の緊張が高まっていることで、企業心理や投資に悪影響が現れており、今年、グローバル経済が減速する原因になったと言ってもよいでしょう。アジアの輸出や工業生産に関する指標からは、グローバル製造業の落ち込みや中国からの需要低下が底を打ったという兆しがほとんど見られません。ドイツ経済は停滞を続けており、英国経済も明らかに減速状態にあり、米国が主要国で唯一、潜在成長率近辺、あるいはそれ以上で成長を続けています。しかし、さらに厳しく長期的なグローバル経済の減速は、製造業の悪化がサービス業や雇用に影を落とさなければ、避けることができそうです。これまで以上に、投資家は労働市場に、消費者心理や消費そのものに変調を及ぼすような動きが現れていないか、注視する必要があります。

世界の到る所で中央銀行は金利を引き下げ、特に米連邦準備制度理事会（FRB）は7月と9月に0.25%ずつ利下げを行い、年末までにさらに利下げを行う可能性があります。中国もさらに景気刺激策を実行すると予想していますが、金融の安定という目標と経済成長の両立という曲芸が必要なことから、これまで程の規模にはならないでしょう。米国と中国の貿易交渉の部分合意では、現存の関税はそのままになっていますが、10月中旬に予定されていた関税引き上げは先送りされました。市場は、米国とグローバル経済の成長にかなりの下向きリスクをもたらす貿易戦争の過熱化を未然に防ぎ、この「ミニ合意」に前向きな反応を示しました。しかし、世界経済の2大国間の経済関係が不透明な状況は払拭されず、12月半ばに関税が引き上げられる可能性や、米国のハイテク技術移転や中国との投資を禁止する可能性もあります。

香港での混乱、中東で続く緊張、トランプ大統領に対する弾劾調査、ブレグジットの成り行きといったことが、投資家が直面している不透明感の拡大に政治ノイズまでも加

える事態になっています。

軟調な経済指標と政治リスクへの注目が高まっていることで、投資家は高格付けでディフェンシブな資産を好む傾向が強まっています。第3四半期の企業業績は足踏みし、2020年に大きく改善するとのアナリストの予想も下方修正される危険性が高い状況です。ブルーベいのマルチ・アセット戦略では、中立色を強めて、エマージング現地通貨債を削減してキャッシュ比率を高めました。一方で、レバレッジド・ローン対比で欧州の銀行債を選好するという中心戦略は維持しています。グローバル経済の成長は第4四半期に安定するという強い確信が持てれば、現金をハイイールド債に向けることになるでしょう。

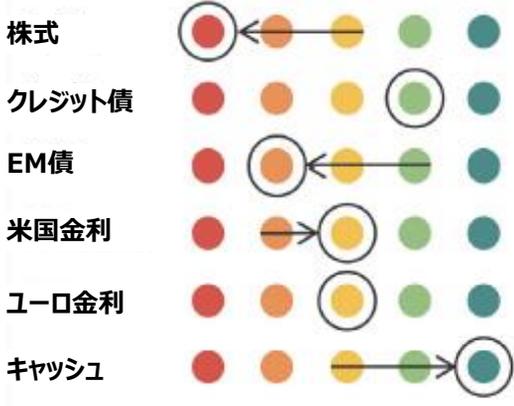
## クレジット

クレジット債は、低デフォルト率と低金利を伴った、強くないがリセッションでもない成長の下では、通常パフォーマンスが良くなります。クレジット債のスプレッドは、今と将来の低デフォルト率に加え、インカムへの投資家の需要を織り込んだ水準にあります。私どもの志向は資本構造を下りていくというもので、持続可能な債務水準とファンダメンタルズが改善している企業や銀行のハイブリッド債あるいは劣後債に投資をすること、あるいはCLOの投資適格のトランジェでキャリーを得るということです。クレジット債のファンダメンタルズは安定しており、ハイイールド債市場の需給面も良好です。しかし、個別リスクや差異の拡大といったことから、リサーチ主導の銘柄選択が重要になってきています。

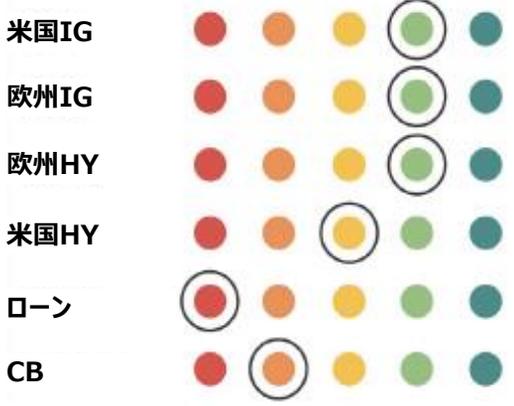
11月1日から、欧州中央銀行（ECB）は月額200億ユーロの資産購入（QE）を再開しますが、明らかにユーロ圏の国債や社債に好材料です。保有銘柄の償還に伴う再投資と合わせると、ECBの月間の投資適格社債購入額はおよそ50億ユーロになると考えています。

# 各資産クラスの短期見通し(3-6ヶ月)<sup>1</sup>

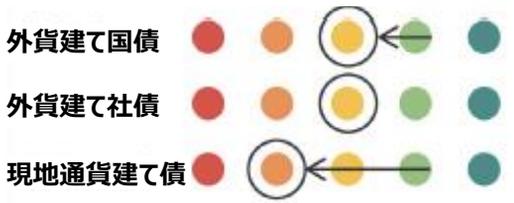
## グローバル資産



## クレジット



## エマージング債



さらに、マイナスにある預金ファシリティ金利に階層を設けたことや、銀行への資金供給ファシリティ（TLTRO）の条件を緩和したことは、銀行債にとっても好材料となります。

## エマージング債

エマージング外貨建て債は、低成長によるマイナスを相殺する米国金利の低下で、昨年はしっかりとした、堅調なパフォーマンスでした。先進国のクレジット債と同様に、デフォルト率の低下にもかかわらず、エマージングのハイイールド債は投資適格債を下回るパフォーマンスになっています。グローバル債券の4分の1がマイナス利回りであり、3%以上の利回りの債券が全体の10分の1しかない状況においては、エマージング外貨建て債の5%超の利回りは、ポートフォリオでインカムと分散をもたらす役割を引き続き果たしてくれるでしょう。

エマージング通貨と現地通貨建て債のマクロ環境は厳しい状況が続いています。エマージング現地通貨建て債市場の比較的高い名目および実質利回りにもかかわらず、グローバル経済の成長減速とユーロの下落は、エマージング通貨にとってかなりの逆風となっています。

## 金利

ECBのQE再開と預金ファシリティ金利を0.1%利下げしてマイナス0.5%としたことで、ユーロ圏の経済成長とインフレ予想が大きく高まることへの市場の疑念は、もっともなことだと思っています。（まだ遠いと考えていますが）協調した

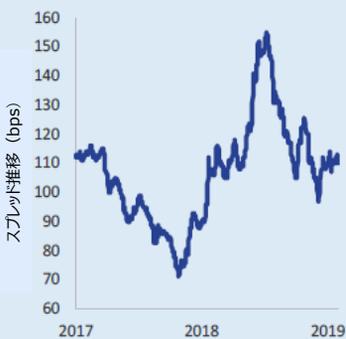
財政緩和がなければ、「長期にわたる低い」政策金利と無期限のQEは利回りの低下、イールドカーブのフラット化、ユーロ圏国債のスプレッド縮小をもたらすことになるでしょう。

私どもの見方では、英国については国債利回りが上昇するリスクがかなり大きくなっています。ユーロ圏とは異なり、英国の財政政策はかなりの緩和が行われており、ブレグジットと英国の政治情勢の不透明感は、おそらく今年終盤に総選挙が迫っていることで、高まる方向にあります。そして英国債のインフレ率考慮後の実質利回りはマイナス3%にあり、英国債の利回りが大きく低下する余地は限られていると考えています。

FRBは今年これまでに0.5%の利下げを行っていますが、さらに0.25%の利下げを10-12月期中に実施する可能性が高いと考えています。同時にFRBは準備金を増やすためにバランスシートの拡大も行い、米国短期金融市場の利回りとボラティリティが急上昇する可能性を減らそうとしています。グローバル経済成長の減速リスクが低下しているという確かな証拠がなければ、米国債利回りの上昇余地は限られていると考えています。

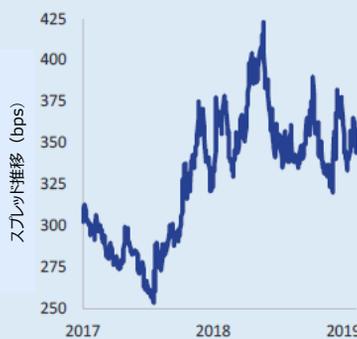
日本銀行はECBと同様に、「金融政策の限界」に近く、マイナス金利とQEによる歪みが、利益を上回る状況に近くなっています。政策の中心はイールドカーブの傾きを立たせた状態に維持することにあり、さらなる大幅緩和の余地は限られています。

図1: 欧州非金融社債のスプレッド(bps)



出所: BoAML 欧州非金融社債 (EN00)、2019年10月11日

図2: エマージング国債スプレッド(bps)



出所: JPELガンEMBI Global Diversified spread index、2019年10月11日

図3: 市場の予想するFRBが19年末までに利上げを1回以上実施する可能性(%)



出所: CME、2019年10月11日

### 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。

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。