

## 慎重に進もう

2018年7月3日



デビッド・ライリー

クレジット・ストラテジスト・ヘッド

**今年前半はイベントの多い半年となりましたが、現在の環境と今後の見通しについてまずお伝えしていきたいと思います。**

年初の二つの投資テーマは、足並みの揃ったグローバルの経済成長と量的緩和(QE)後の世界への移行です。前者はリスク資産に対する積極的な見方への裏付けとなり、後者からは市場のボラティリティは高まると予想し、ベンチマークによる制約を受けないオルタナティブ戦略を選好するという考えに至りました。

2018年前半は、グローバルに足並みの揃った経済成長が続くという見通しが苦戦することとなり、特に欧州では予想を下回る経済指標が見られました。米国と他国の経済成長と金利見通しの差が米ドル高のきっかけとなり、このことがエマージング市場の重石となりました。この成長差という投資テーマは、しばらくの間は続くかもしれませんが、市場は米国以外の地域や国の経済成長見通しについて悲観的になりすぎていると考えています。

最近の欧州の景況感指数や企業信頼感は比較的高い水準で安定してきています。失業率の低下と設備稼働率の上昇から、今後消費や投資支出が増加していくとみえています。また、投資家はグローバルな貿易戦争に対しても不安を抱いていますが、これまで実行されている関税はグローバルな経済成長に大きな影響を与えるほどの規模にはなっていないと考えています。米国外の経済成長はトレンドを上回る状況が続き、2018年後半はエマージング資産を含めてリスク資産の下支えになると考えています。

量的緩和(QE)から量的引き締め(QT)への移行によって、市場のボラティリティは高まり、資産クラス間のパフォーマンスの差が開きました。QE時代に投資家が頼ってきた資産間の相関と関係は崩れてきています。中央銀行がこの10年にわたって続けてきた超緩和策から脱却する中で、伝統的なコア債券が提供する安全性と分散効果は低下してきているでしょう。ボラティリティの高まりと銘柄間の差異拡大によって、グローバルのマルチ・アセット型商品で、ベンチマークによる制約を受けない、あるいはベンチマークに対して大幅なトラッキング・エラーが許されているアクティブ運用の投資戦略は、魅力的なリスク調整後リターンを達成することが可能になると考えています。

**ここ数ヶ月のボラティリティの高まりはありましたが、年初同様、エマージング市場に対しては引き続き前向きな見方をしています。**

ファンダメンタルズ面、価格評価面、そして米国外の経済成長が今年後半もトレンドを上回って推移するという予想から、エマージング資産に対しては前向きな見通しをもっています。

4月中旬に始まったエマージング市場の下落のきっかけとなったのは、2013年のターパー・タントラム時のような米国債金利の上昇ではありませんでした。むしろきっかけとなったのは、米国と他の地域や国の経済成長の差が生んだ米ドル高でした。

全体としてエマージング市場のファンダメンタルズは2013年時と比較して改善しており、経常赤字はかなり縮小し、外貨準備高は積み上がり、経済がよりバランスした国が増えました。米ドル高によって最も大きな影響を受けたのは、アルゼンチンとトルコでした。この影響によって、他のエマージング通貨やクレジット債も大幅な価格調整に見舞われました。エマージングの政策当局者は、グローバルな米ドルの流動性引き

締めへの対応として利上げを実施しています。また、ブラジルではまだ終わっていないものの、トルコとメキシコでの重要な選挙は終わりました。もし予想通り、欧州やグローバル経済の成長がトレンドを上回れば、価格評価面とファンダメンタルズ面から考えれば、エマージング資産は今年後半に反発する可能性があると考えています。

しかし、市場の下落の程度と現在のエマージング資産に対する市場の弱気な見方は、相互に悪影響を与える関係であると十分に認識しています。投資家のエマージング資産に対する弱気な見方は、今のところグローバルな貿易戦争への懸念でさらに強まっていますが、これによって継続的な資金流出が起これば、金融状況の引き締めによって、エマージング国の経済成長見通しや資産価格を損なうことになるでしょう。

ブルーベイのアセット・アロケーション型のクレジット戦略においては、エマージング現地通貨建て債のポジションを減らす一方で、外貨建て国債のポジションを積み増しました。

### **今年後半のリスク要因としては、貿易摩擦とグローバル経済の成長鈍化の二つを考えています。**

ブルーベイで運用する多くの戦略でクレジット・リスクを減らしましたが、今年後半にかけて市場は回復すると予想しています。しかし、投資見通しで積極的に強気になれない理由として、二つのリスク要因が挙げられます。それは、中国及び欧州と米国の間での貿易摩擦の高まりとグローバル経済の成長鈍化です。

ホワイトハウスから発せられる貿易に関する発言はかなり強硬で、中国や欧州はこれに応酬する形を取っています。米国はさらに2,000億米ドル相当の中国からの輸入品に対する関税や、自動車への関税の可能性についても、ちらつかせています。完全な貿易戦争はスタグフレーションを生み、経済成長の下押し圧力となるだけでなく、少なくとも物価上昇を短期的にもたらします。こうしたシナリオのなかでは、伝統的な債券がもたらす株式のエクスポージャーに対する分散効果は限定的となります。

大幅なグローバル経済の成長鈍化や完全な貿易戦争はテイル・リスクと捉えています。その尻尾は年初よりも太くなっています。投資家にとっては、引き続きリスクは俎上に載っているということでしょう。しかし、企業業績は良好で、デフォルト率は低く、キャリー水準は魅力的です。

QE時代からの移行において、投資家は伝統的アプローチからロング・ショートに切り替え、ボラティリティが高まり不透明感が増す投資環境のなかで、良好なリターンを得られる可能性が高く、元本毀損を防ぐことが出来る債券の戦略に移行する必要があると考えています。

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%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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をご覧ください。

#### ■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ござい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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、当社による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