

資産配分ナビゲーター

2017年7-9月期

多くの投資家がグローバルの経済成長の上振れを完全に認めることをためらい、その代りに主要中央銀行が徐々に金融緩和策の縮小に動こうとする中で「低インフレ（“ローフレーション”）」を無視していることを懸念しています。

リスク資産の上昇を後押ししている要因（高成長、企業収益の改善、豊富な流動性）は依然として存在しています。とは言いながらも、投資家は市場の低ボラティリティに対して、規則正しく厳選した姿勢を怠るべきではありません。ブルーベイでは、今年後半は前半よりも市場リターンは低下し、ボラティリティが高まることを予想しています。注意深く、投資を続けることが重要となるでしょう。

キャリー・オン

グローバル経済は力強い成長モメンタムを伴って夏場を迎えています。直近の中国の経済指標は市場予想を上回る内容で、中国当局のシャドー・バンキングに対する規制強化が予想よりも急激な中国経済の成長鈍化を招くとの市場の懸念を和らげています。PMIはグローバルに上昇しており、とりわけ欧州の経済指標は軒並み予想を上回る内容となっています。失業率の低下及び資産価格の上昇が消費の伸びを後押ししており、民間投資も緩やかなペースながら改善しています。エマージング市場は国際貿易の回復や世界的な最終需要の増加による恩恵を受けています。

経済活動の加速や失業率の低下にも関わらず、インフレ率は依然として市場予想を下回っています。この「ローフレーション」の一因として、技術革新やグローバルバリエーションなどの構造的な要因や、商品価格の動向など一時的な要因が挙げられます。経済のスラックが解消されていく中で、今後インフレは徐々に高まっていくと予想しています。

経済状態の改善及びデフレ・リスクの低下を認識する上で、主要中央銀行、とりわけ欧州中央銀行（ECB）及び米連邦準備理事会（FRB）は最近、極めて緩和的な現状の金融政策を慎重に縮小していく意向を示しました。ドイツ国債金利の上昇がけん引役となったその後の主要国債金利の上昇は、金利デュレーション及び市場ボラティリティが投資家にとって主要なリスク要因と成り得ることを浮き彫りにしました。

グローバル資産

今年上半期のリスク資産の堅調なパフォーマンスの土台となった要因、すなわちグローバル経済成長や企業収益の上振れ、デフォルト率の低下といった状況は依然として継続しています。多くの資産の価格が過去の水準と比較して非常に高水準にあるものの、投資家の利回りへの需要やファンダメンタルズの改善などを踏まえれば、リスク資産が今年後半に掛けてもキャッシュ及び主要国債を上回るパフォーマンスとなる可能性が高いと見ています。ただし前半と比較してトータル・リターンは低下し、ボラティリティはやや上昇する可能性があると考えています。依然として設備投資に慎重な企業部門を含めて「過剰貯蓄」となっていることや、中央銀行による資産購入などを背景に、利回りへの需要はグローバルに継続すると考えています。

インサイト



デビット・ライリー
パートナー兼
クレジット戦略ヘッド

各資産クラスの機動的見通し (3-6 カ月)¹

グローバル資産

	-	中立	+
株式		■	
クレジット			■
エマージング債			■
米金利	■		
欧州金利		■	
キャッシュ	■		

クレジット債

	-	中立	+
米国 IG		■	
欧州 IG			■
欧州 HY		■	←
米国 HY		■	
ローン		■	
転換社債			■

エマージング債

	-	中立	+
外貨建国債		■	
社債			■
現地通貨建債			→ ■

ブルーベイのアセット・アロケーション型の戦略では、全体的にフルインベストの状態を維持し、高利回り資産をオーバーウェイトしています。特に、グローバルのリスク資産の中でバリュエーションの観点から最も魅力的であると考えているエマージング市場や、欧州金融機関の偶発転換社債(いわゆる「Coco債」)を選好しています。機動的な資産配分に大きな変更はないものの、ハイ・イールド債の一部の利益を確定し、その資金を利用してエマージング現地通貨建て国債及び現地通貨建て社債への配分を増やしました。

今後財政及び通商政策の運営を巡る米国の政治的不透明感に投資家が注目することで、市場のボラティリティは上昇する可能性があると考えています。またECBによる量的緩和(QE)縮小(テーパリング)のタイミング及び詳細が不透明であるなか、「中国リスク」も決して見過ごしてはならないと見ています。また中東や朝鮮半島における地政学リスクの高まりも注視していく必要があります。

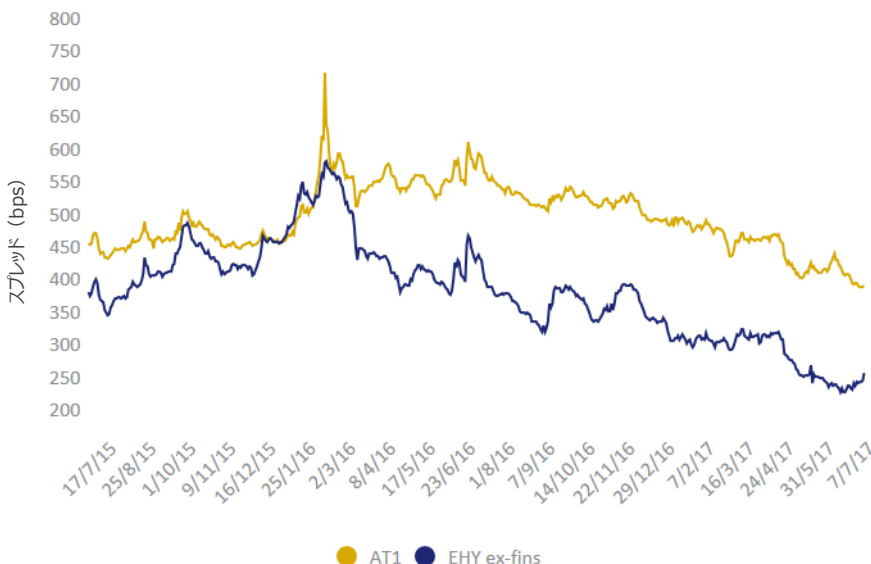
クレジット債

主要国債の利回りカーブがややスティーブ化し、保険会社などの比較的中長期の投資家による取引が活発となるなか、金利のボラティリティが高まる中でもクレジット債は比較的底堅く推移しました。直近の上昇を経ても、主要国金利は依然として低水準にあり、デフォルト見通しも低位に留まるなか、クレジット債は引き続きキャリー投資にとって良好な投資環境による恩恵を受けると予想しています。

クレジット債のスプレッドは縮小していますが、依然として縮小余地は残っていると見ています。ただし今年後半に掛けては、価格上昇よりもクーポン収入が主なリターン源泉になると見られます。ブルーベイでは、株式部分の存在感が増し、金利デュレーションが非常に短い転換社債の上昇余地が大きいと判断しており、ディストレスト債やダイレクト・レンディングなどのオルタナ資産も、インカム及び投資分散の観点から投資妙味があると判断しています。

イタリアの銀行セクターの整理が進んでいることや、欧州における政治的リスクの後退、及び非金融セクターと比較して高い利回りを提供していることから、欧州金融機関のCoCo債は、アセット・アロケーション型の戦略の中で、引き続き選好を続けている資産クラスです。

図1：欧州ハイ・イールド債（除く金融）（青線）及びCoco債（黄線）のスプレッド



出所：Barclays Capital; 2017年7月7日

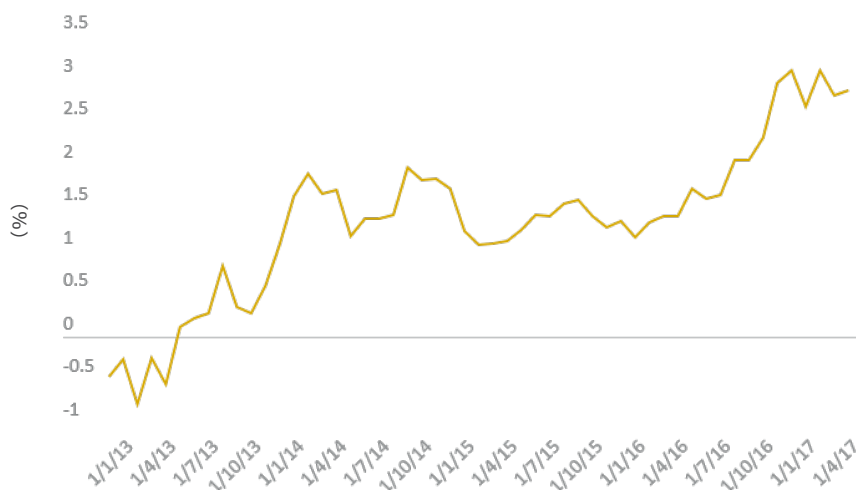
エマーヅグ債

アセット・アロケーション型の戦略において、エマーヅグ債に対する選好を維持しており、特にエマーヅグ現地通貨建て債へのエクスポージャーを更に増やしました。ファンダメンタルズの改善やバリュエーション面での魅力、さらにグローバルの投資家が依然としてエマーヅグ資産を「アンダーウェイト」していることから、エマーヅグ債は金利及びボラティリティの上昇を吸収できる資産クラスであると見ています。

主要金利よりも、グローバルの経済成長がエマーヅグ資産の相対パフォーマンスの支援材料になると見ています。今年前半はエマーヅグ資産が先進国資産のパフォーマンスを上回りましたが、グローバル経済及び国際貿易が堅調さを維持すれば、今年後半もこの傾向が続くと見ています。

高い実質金利や米ドルに対して 2015 年末から総じて安定的に推移しているエマーヅグ通貨、さらに個別国の経済及び政治的リスク要因を踏まえると、エマーヅグ現地通貨建て債は社債、国債ともに魅力的なリスク・リターン及び超過収益獲得機会を提供していると見ています。ドル建て債に関しては、社債、国債ともに高利回り及び短期デュレーションの債券を選好しています。

図 2 : エマーヅグ国の実質金利の推移



注：実質金利は、JP Morgan GBI-EM Indexの最終利回りからIMF予測のエマーヅグ市場のインフレ率を差し引いたもの。

出所：JP Morgan及びIMFのデータを基にブルーベイ計算 2017年4月

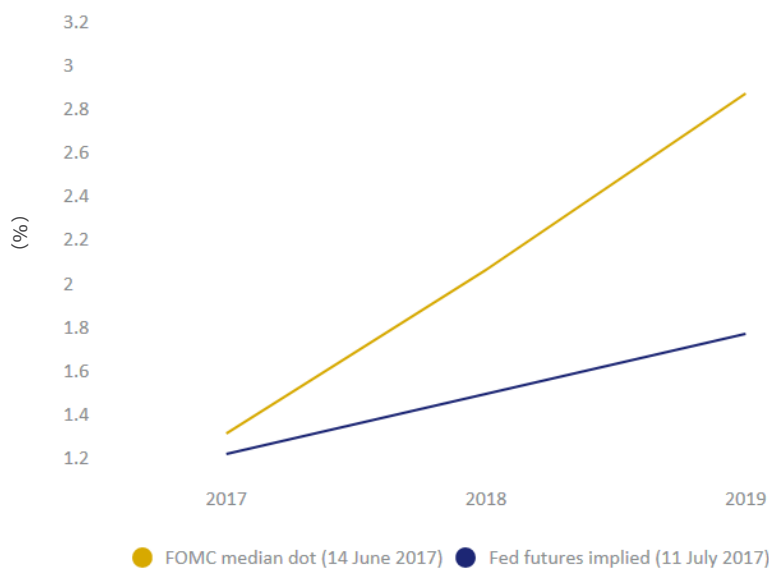
金利

長期に亘る低ボラティリティの期間を経て、主要中央銀行の言動を市場が「タカ派寄り」と捉えたことや、「モメンタム」投資家がドイツ国債を中心にデュレーションを長期化していることが、結果として短期かつ急激な主要国債金利の上昇につながり、イールド・カーブのステイプ化を招きました。

ただし直近の動向が、「金融安定性」をより重視することを反映した中央銀行の政策反応関数の根本的な転換であるとの一部市場コメンテーターの見方には同意していません。特に ECB に関しては、欧州経済が依然として「完全雇用」状態には程遠く、コアインフレが 1%近辺に頑なに張り付いていることから、金融緩和策の縮小にあたって慎重すぎるほど慎重になっています。

ECB とは対照的に、FRB は漸進的かつ予測可能なバランスシートの規模縮小を含む、金融政策の幾らかの「正常化」は妥当であるとの自信を抱いていると見られます。ブルーベイでは、米連邦公開市場委員会 (FOMC) のドットチャートが示す通り、米政策金利が 2018 年末には 2%に達する可能性を市場は過小評価していると考えています。市場予想を上回る政策金利の上昇はリスク資産にショックを与える可能性があることも踏まえ、アセット・アロケーション型の戦略におけるリスク資産のロング・ポジションをヘッジする意味でも米短期金利のショート・ポジションを維持していく方針です。

図3：米利上げに関する市場の予想（青線）vsFOMCのドットチャート（黄線）



出所：FRB; 2017年6月14日、Bloomberg; 2017年7月11日

注記:

- 「各資産クラスの戦術的見直し」は、ブルーベ이의資産配分委員会（AAC）のやや短期的な目線での戦術的資産配分見直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。

エマージング債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマージング社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：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 1.0%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（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。