



インサイト

資産配分ナビゲーター

2015 年第 3 四半期

足元では引き続き困難な投資環境が続いており、ブルーベイではリスクを積み増すにあたり慎重な姿勢を維持しています。中国株式市場や資源価格の下落を受け、投資家はデフレを伴うグローバルな景気後退に対する警戒を強めています。投資家の懸念は行き過ぎであると考えているものの、市場にとって打撃となるグローバル経済の逆風要因には注視しています。ポートフォリオではエマージング市場のエクスポージャーを先進国のハイ・イールド債及びローンに移行しながら徐々にリスクを高め、機会を見てクレジット・リスクを積み増すことが出来るようキャッシュを一定程度保っています。



デビット・ライリー
ヘッド・オブ・クレジット・ストラテジー

足取りは慎重に

4-6 月期にリスク資産の上昇につながる機会があると予想していたものの、欧州債券市場の金利ボラティリティの上昇やギリシャ情勢の悪化、中国経済のハード・ランディングに対する懸念などがこれに水を差す展開となりました。この間、エマージング債券の高い利回り及びスプレッド水準がドイツ国債金利の急上昇に対する緩衝材となったとともに、エマージング市場に対するギリシャの債務危機による直接的な影響も限定的でした。エマージング市場が先進国のクレジット市場を上回るパフォーマンスとなったことで、相対価値の観点からエマージング市場の魅力度が薄れ、先進国クレジット市場への戦術的なリバランスを促すに至りました。

ブルーベイでは、ギリシャと債権団との協議が一時的な解決に至ったことや、ドイツ国債市場の安定は、欧州クレジット資産にとって追い風になると見えています。中国株式市場の下落や原油及び資源価格の低迷は、デフレを伴うグローバルな景気後退に対する投資家の懸念を再び強めています。昨年 10 月や今年初めにも見られた通り、これらの懸念は行き過ぎであると見られるものの、足元でエマージング資産を中心としたリスク資産のリターンの中核となっていることは事実です。

市場は、欧州や日本の見通しが改善していることや、中国における緩和策が実体経済に効果を及ぼしている兆候が一部で見られていることに盲目になっていると見られます。さらに、米国は今年下半期に年率 3%を上回る経済成長を達成すると予想されています。ただし、米連邦準備理事会 (FRB) の利上げが、グローバル経済が改善を見せている中で行われるのと、脆弱かつ均等でないグローバル経済の中で行われるのでは、その影響力はかなり異なります。

グローバル資産

ブルーベイでは、グローバル経済の見通しや市場ボラティリティに関する不透明感に加え、2006 年 5 月以来初めてとなる FRB の利上げ開始も控えていることから、慎重かつ段階的にリスク資産のエクスポージャーを追加することが適切であると考えています。全般的にニュートラルとしているキャッシュを、価格主導の銘柄選択に基づき徐々に投資に充てています。エマージング市場は、中国株式市場及び世界的な資源価格の下落や、米金利上昇の見通しを背景に向かい風にさらされています。ギリシャ問題が一旦の休止を見せているなか、欧州や日本、米国の見通しが上記の通り改善していることから、マルチ・アセットのポートフォリオをリバランスし、欧州にやや比重を置いた先進国のクレジット資産においてリスクを積み増すことを選好します。

各資産クラスの戦術的見通し (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		■	

クレジット債

主要国債市場においてボラティリティ及び利回りが上昇するなかで、グローバルハイ・イールド市場で最も堅調なパフォーマンスとなったのはローンでした。利回りはグローバルハイ・イールドと同水準で、主要金利や資源相場のボラティリティの高まりの影響をほとんど受けないことから、ブルーベイのマルチ・アセットのポートフォリオにおいては足元でローンの保有を増やしています。

欧州投資適格債の中では、周辺国国債に対して社債のエクスポージャーを増やしています。ギリシャと債権団との間で大枠の合意が報道されて以降、周辺国国債のスプレッドが急激に縮小したためです。欧州の経済ファンダメンタルズは改善傾向にあり、M&A や自社株買いを目的とした資金調達のために記録的な額の債券の新規発行を行なっている米国の企業と比較して、欧州企業は引き続き保守的な財務方針を実行していると考えています。ブルーベイでは、欧州投資適格社債のスプレッドが7-9月期を通じて縮小傾向で推移すると見えています。また直近ではこれと同様の理由で、米国ハイ・イールド債に対して欧州ハイ・イールド債を選好しています。米国市場には割安な投資機会も多く存在しているものの、欧州ハイ・イールド債市場が原油価格の下落からの影響を相対的に受けにくいことも欧州に選好度を強める理由となっています。

スプレッドの拡大や株式市場の下落は、転換社債の直近数カ月のパフォーマンスを押し下げる要因となっています。ただし、欧州のアンダーウェイトとテール・リスクのヘッジポジションは奏功しており、ブルーベイの転換社債戦略における下落幅を抑えています。マルチ・アセットのポートフォリオにおいては、7-9月期のリスク資産に対するより良好な見通しを背景とした転換社債のアップサイドを見込んでいることや、超過収益獲得の機会が豊富であるとの見方から、転換社債のオーバーウェイトを維持しています。

図 1 欧州資産のスプレッド

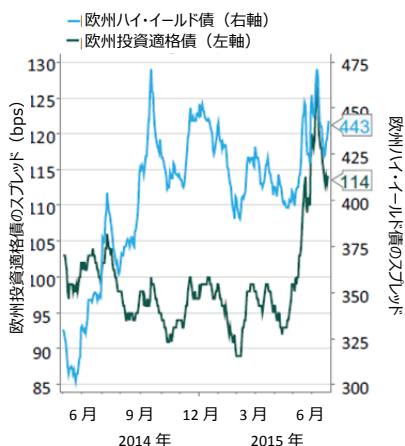


図 2 エマージング資産のスプレッド

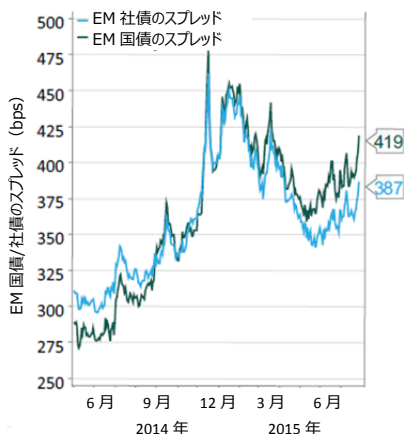


図 3 市場が織り込んだFRBの利上げ時期の可能性

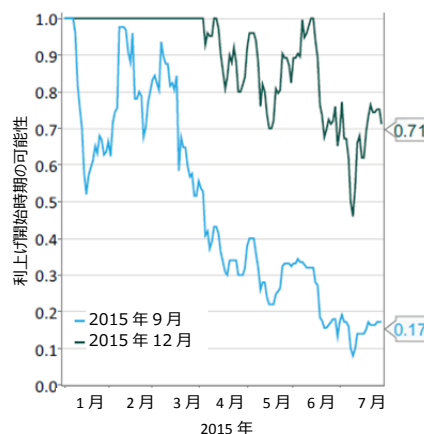


図 1: 出所 BofA Merrill Lynch (BAML); 2015年7月27日時点。注記: 欧州ハイ・イールド: the BAML European Currency High yield excluding subordinated financials (HSP2); 欧州投資適格社債: the BAML Euro corporate index (ER00)

図 2: 出所 Macrobond; 2015年7月27日時点。注記: エマージング社債およびエマージング国債のスプレッドはそれぞれ the JP Morgan CEMBI and EMBI Global Index のスプレッド

図 3: 出所 Macrobond, および BlueBay 推定値; 2015年7月27日時点。注記: 利上げ開始時期の可能性は FF 先物価格に基づく BlueBay の推定値。

エマージング債

中国経済のハード・ランディングや資源価格の更なる下落に対する懸念が、直近のエマージング資産の逆風となっています。ブラジルやトルコを始めとするエマージング主要国における政治的及び政策面でのリスクの高まりや、米利上げ開始に関する見通しも資産価格の下押し圧力となっています。今年前半に、エマージング社債がエマージング国債及び先進国社債を上回るパフォーマンスとなったことを考慮し、エマージング社債のエクスポージャーを比較的信用力の高い国債に移行することが適切であると考えています。

エマージング通貨は、資源価格の下落や経済成長見通しの鈍化を背景に軟調なパフォーマンスが続いています。グローバル経済に対する見通しが悲観的過ぎる水準に達し(足元で実際にそうであると考えます)、グローバル経済見通しおよびリスク環境が改善傾向となった場合、エマージング現地通貨建て債と先進国債券との利回り格差が平均して5%程度であることを考慮すれば、エマージング現地通貨建て債のリスク・リターン特性は割安であると考えます。したがって、マルチ・アセットのポートフォリオにおいてエマージング現地通貨建て債の比率に大きな変更は加えていません。

金利

4 月末から 5 月に掛けての主要国債市場のボラティリティ急上昇を受け、いずれの戦略においても欧州の金利リスク（デュレーション）をほぼ中立に保っています。ECB による量的緩和（QE）策や需給要因が大きく影響する市場であることから、現段階では欧州金利において大きく方向性のあるポジションを取ることにに対して慎重になっています。

FF 先物の水準は、9 月の利上げ開始の可能性が 20%以下、年内の利上げの可能性は 70%程度であることを示唆しています。ブルーベイでは、FRB が年内に利上げを行う可能性は極めて高いと考えており、9 月利上げの可能性も完全には排除していません。結果として、主に米国債イールド・カーブの短期ゾーンにおいて、米国デュレーションを小幅にショートする方針です。

注記:

1 「各資産クラスの戦術的見直し」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たものです（あくまでもイメージ図であり、特定の戦略の配分を示した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
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

■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 1.215%（税込み）/ハイ・イールド債戦略：年率 1.165%（税込み）/投資適格債戦略：年率 0.715%（税込み）/転換社債戦略：年率 0.715%（税込み）/オルタナティブ戦略：年率 2.215%（税込み） 成功報酬 20%（税込み）

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（2015 年 7 月 31 日）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。