



インサイト

資産配分ナビゲーター

2015年10-12月期

7-9月期は、中国を中心としたグローバル経済の成長に対する懸念が、クレジット債や特に株式市場で見られた大幅な調整の引き金となりました。中国経済の差し迫った「ハード・ランディング」への不安が落ち着きを見せ、各国の中央銀行が対応を取るなか、年末にかけてリスク資産の上昇が継続する環境は整ってきていると見られます。エマージング外貨建て債を含むグローバルのクレジット債については、ボラティリティが低位で推移する限り、低成長及び低金利の環境下で一般的に良好なパフォーマンスが期待できます。



デビット・ライラー
ヘッド・オブ・クレジット・ストラテジー

警戒しすぎずに

8月に中国人民銀行(中央銀行)が実施した想定外の人民元切り下げは、グローバル市場の調整のきっかけとなりました。不手際が目立った国内の株式市場への介入を経て、投資家は中国経済の状態に対する不安を募らせ、ソフト・ランディングを促すための中国当局の能力に対する信頼性が揺らぎました。中国およびグローバル経済の見通しに対する懸念は、石油と資源価格のさらなる下落を招きました。資源大手グレンコアの株価急落は、同社のビジネスモデルおよび世界経済が直面する、中国の投資ブーム及び旺盛な資源需要の終焉に対処するために必要とされる調整の規模がいかに大きなものであるかを浮き彫りにしました。

9月に米連邦準備理事会(FRB)が利上げ開始を見送ったことは、中国を発端とするグローバルでの景気後退に対する警戒感を正当化するものとして受け止められました。ただし、中国及び金融市場の進展に想定外に重きを置いたことから、米国金利の見通しに対する不透明感の強まりが市場のさらなる混乱を呼びました。その後10月初めに発表された米国の非農業部門雇用者数が市場予想を下回る結果となったことから、投資家はFRBの利上げが2016年まで持ち越されるとの見方を強め、10月前半のリスク資産の急反発につながりました。

ブルーベイの見解では、7-9月期に見られた下落はグローバルな景気後退を見越した弱気相場の始まりというよりは、あくまでも調整だったと考えています。中国では小売り、自動車、不動産の売上が安定して伸びており、サービスセクターの伸びが工業セクターのさらなる落ち込みを補っています。米国及び欧州では多国籍企業が外需低迷に苦戦していますが、消費者の購買意欲は高まっています。また、各国の中央銀行はさらなる緩和策で経済成長と市場の下支えを図っていると言えます。

グローバル資産

年末にかけてリスク資産の上昇が持続するには、今後発表される経済指標や企業業績が、グローバル経済が景気後退期に差し掛かったのではなく、景気拡大期における減速期に入ったということを証明する必要があり、中央銀行のさらなる支援策も必要となります。欧州中央銀行(ECB)は直近、追加の金融緩和策(QE2)を早ければ12月の会合で発表するための足場を整えました。またブルーベイでは、日本銀行が資産買い入れプログラムを延長することも期待しています。さらに、中国が財政・金融政策において更なる緩和的な策を打ち出す可能性もあると考えています。現在の市場予想では、FRBが12月の利上げする確率は3分の1程度となっており、ブルーベイの予想と概ね一致しています。ただし米国の利上げについては、その見通しときっかけとなる要因に関する市場の不透明感が拭えない限り、引き続きグローバルなリスク心理の重石となることが予想されま

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	+
外貨建債		■	
社債		■	
現地通貨建債		■	

す。さらに、企業固有の問題や政治的リスクが、ボラティリティの高まりを促す可能性があります。これらの状況を踏まえながらも、足元では多くのポートフォリオでヘッジ・ポジションの削減を通してリスクを積み増しており、キャッシュを減らしながら、より魅力的な価格の新発債に投資を行っていく方針です。

クレジット債

9月の市場下落の後、ハイ・イールド債と投資適格債の спреッドは、デフォルトの急増とグローバル経済が景気後退間近であるという状況を織り込んだ水準まで拡大しています。ブルーベイの見通しでは、資源セクター以外ではデフォルト・リスクは引き続き低く、銘柄間のばらつきが広がったことによりボトムアップによる銘柄選択と相対価値に基づく取引によって超過収益を獲得できる機会が増加したと考えています。ブルーベイのグローバルクレジット債のポートフォリオでは、欧州債券と米国債券の配分が概ね同等となるようバランスを行いました。欧州市場の信用サイクルは米国にやや遅れをとっており、ECBの追加刺激策からの恩恵が期待できますが、米国債券はM&Aの増加によって銘柄固有リスクが大幅に拡大しているにも関わらず、より魅力的な価格水準を提供しています。

広範にわたって市場が下落するなか、レバレッジド・ローンは再びボラティリティが低い資産クラスとしての価値を示しました。ブルーベイのマルチ・アセット戦略では引き続きローンを中核的な保有資産と位置づけています。同様に、転換社債も主要な保有資産として保有を継続しています。転換社債は、株式市場の上昇とクレジット債の спреッド縮小の両方からの恩恵を享受できると考えています。

エマージング債

中国経済のハード・ランディング、資源価格の低迷、米利上げ観測の強まりを背景に、エマージング市場は特に困難な状況に直面しています。エマージング通貨と社債、とりわけ利回りの高い商品関連銘柄は、7-9月期に急落しました。その後、FRBによる年内の利上げ観測が後退するとともにドル高基調が勢いを弱めたことから、エマージング資産の価格は部分的に回復しています。

グローバルでの金融緩和、中国の経済成長見通しの安定及びそれを受けた資源相場の安定を背景に、ブルーベイはエマージング債券が魅力的なキャリヤ源となる資産クラスであると見ています。ただし、ハイ・イールド社債銘柄が資源価格の低迷及び国内外の経済成長などからの継続的な圧力を受けていることを考慮して、社債と比較してソブリン債（および準ソブリン債）を 선호しています。

2015年半ばから、マルチ・アセット戦略ではエマージング通貨と現地通貨建て債のエクスポージャーを概ね中立的な水準まで増やしています。市場のボラティリティが高まった時期にエマージング通貨は大きく下落したものの、それ以降は反発しています。また通貨の上昇がさらなる金利引き下げの余地を与えていることから、現地通貨建て債市場も同様に上昇しています。仮に、現在が景気拡大期の最終局面に入ったと言うよりも、景気サイクルの中期における一時的な小休止期間であるとすれば、エマージング通貨及びエマージング現地通貨建て債の現在のリスク・リターン特性は魅力的なものであり、高いキャリヤ効果が期待できます。ただし、これらの資産クラスはブラジルやトルコなどの主要国を中心に、個別の国における進展に大きく左右される状況が続くと見ています。

金利

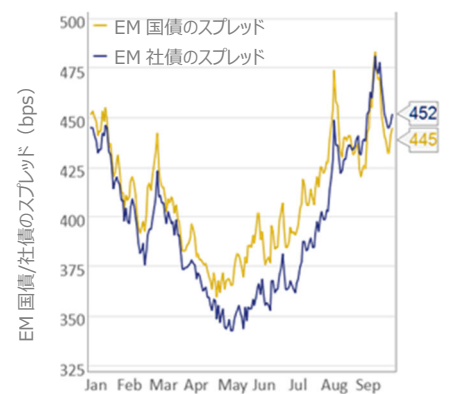
ブルーベイのマルチ・アセット戦略では、イールド・カーブの短期ゾーンをターゲットとしたマクロ・ヘッジのポジションを削減することで、米金利リスク（デュレーション）を引き上げました。現時点では、米国債金利の上昇よりも、今

図1. ハイ・イールド債の спреッド



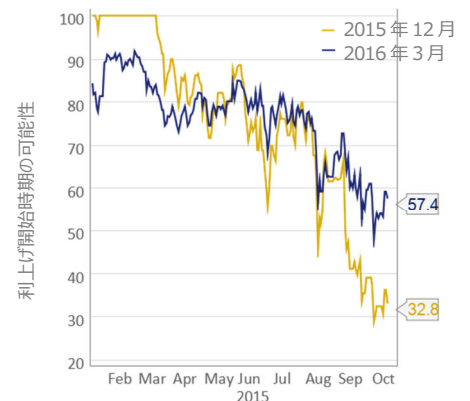
出所: BofA Merrill Lynch (BAML); 2015年10月27日時点
 注記: 欧州ハイ・イールド: the BAML European Currency High yield excluding subordinated financials (HSP2); 米国ハイ・イールド: US High Yield Master Index (H0A0)

図2. エマージング資産の спреッド



出所: Macrobond; 2015年10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 спреッドはそれぞれ the JP Morgan CEMBI and EMBI Global Index の спреッド

図3. 市場が織り込んだFRBの利上げ時期の可能性



出所: Macrobond; 2015年10月27日時点
 注記: 最初の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

後のグローバルな経済成長の脅威が、ポートフォリオで保有する高利回り資産の下落リスクの主な要因になると考えています。

FF 金利先物は、3 分の 1 程度の 2015 年 12 月の利上げ開始の可能性を織り込んでおり、2016 年 3 月の利上げサイクルの開始の可能性が最も高いとしています。リスク資産にとっては、FRB が金利見通しについてより明確に示すという点が最も重要になります。

ブルーベイは、ECB が 12 月の会合でさらなる緩和策を発表することを期待しています。ただし主要国債券は、ボラティリティの上昇に対する十分な利回りのクッションを提供しません。欧州周辺国債券への投資を通じて、ECB の緩和策による恩恵を享受したいと考えています。

注記:

1 「各資産クラスの戦術的見通し」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術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。最終的な利率・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、その利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返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 10 月 30 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。