



インサイト

# 資産配分ナビゲーター

2016年1-3月期

かつてないほどにグローバル経済が緩慢な成長を見せるなか、ブルーベイでは株式に対してクレジット債を選好しています。グローバル経済が企業収益やバランスシートに与える下方リスクをクレジット債市場はより織り込んでいると考えているためです。ブルーベイのマルチ・アセット戦略では、中国に対するリスクの一部をヘッジし、エマーシング債及び転換社債のポートフォリオを比較的信用力の高いハイ・イールド債のポートフォリオに振り分けることで、全体としてグローバル経済に対する感応度を低下させています。規律正しいアプローチに基づくファンダメンタルズを重視した個別銘柄及び個別国選択が、低リターン/高ボラティリティによって特徴づけられる足元の困難な投資環境において非常に重要な鍵になると考えています。



デビット・ライリー  
ヘッド・オブ・クレジット・ストラテジー

## 恐怖の総和

2016年 は、株式市場の「弱気」相場入り、クレジット債のスプレッド拡大、原油価格の過去最安値への下落とともに幕を開けました。米国経済見通しの悪化や各国の中央銀行の対応の限界に対する懸念が高まったことにより、中国の金融安定化に対する警戒感の再燃が増長される形となりました。

過剰な債務超過となっている中国国内の民間セクターの債務解消を円滑に進めるため、中国当局は緩和策を押し進める必要があります。また当局は為替相場の安定も維持したい方針で、これらを同時に成し遂げることは困難です。したがって、ブルーベイのマルチ・アセット戦略では中国元の更なる下落に対する部分的なヘッジを組み込むとともに、バリュエーション上は割安感が増しているもののエマーシング現地通貨建て債への投資を削減しました。

確かにグローバル経済の成長にはやや陰りが見えますが、投資家の恐怖が折り重なることによって市場の反応が過剰になっていると見ています。各国の中央銀行は対応策を示しており、失業率も低下基調にあります。また消費者信頼感が高水準で推移し、米国及び欧州経済の緩やかな改善というブルーベイの見方を裏付ける内容となっています。また中国の消費及びサービスセクターは引き続き中国の経済成長の下支えになると見ています。

## グローバル資産

足元の資産価格は成長及び業績見通しの低下を反映したものとなっていますが、景気後退(リセッション)リスクは過度に織り込まれていると考えています。中央銀行は景気促進のための追加手段を切らしてしまった訳ではありません。欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁は3月にも金融緩和策を拡大する可能性をほのめかし、日銀もマイナス金利導入によって市場を驚かせました。米連邦準備制度理事会(FRB)は、利上げ継続の可能性を残しながらもグローバル成長に対する警戒感に理解を示しました。しかしながら、原油価格の乱高下はリスク資産及び投資家のポートフォリオの変動性を高める要因となっています。原油相場の安定はリスク資産の持続的な上昇のための必須条件となります。

多くの投資家のポートフォリオ(またブルーベイの多くの戦略)は保守的な内容となっており、債券の供給額が低下するなかでも利回り資産に対する繰延需要が存在しています。また海外投資家のエマーシング資産に係る資金動向には安定化の兆しも見られています。

## 各資産クラスの戦術的見通し (3-6カ月)<sup>1</sup>

### グローバル資産

	-	中立	+
株式		■ ←	
クレジット			→ ■
エマーシング債	■ ←		
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		■ ←	

### エマーシング債

	-	中立	+
外貨建債		■ ←	
社債	■ ←		
現地通貨建債		■ ←	

デフレーション及び緩慢な経済成長が見られる足元の投資環境において、クレジット債の価格に織り込まれているのはリセッション状態に近く、今後株式よりも良好なリスク調整後リターンをもたらすと見ています。

## クレジット債

2015年はクレジット債にとって荒れた市場環境となり、トータル・リターンでも国債に対する上乗せリターンでもプラスとなったのは欧州ハイ・イールド(HY)債のみでした。高水準の利回りはスプレッドの更なる拡大による影響を和らげるため、リセッションやデフォルト率の急上昇が見られない限り指数ベースで見てマイナスのリターンが続くのは稀なことです。直近の米国HY債(除くエネルギー及び資源関連セクター)のスプレッドは5%を上回るデフォルト率(2015年は1.5%、2016年の市場予想は2~3%)を示唆しており、エネルギー及び資源関連セクターのみで見ると15%を上回る水準を織り込んでいます。一方、エネルギー関連銘柄が相対的に少ない欧州HY債のデフォルト率は3%未満に留まると見られています。

投資家が低流動性に対する上乗せ利回りを要求していることは適切であると考えますが、経済及び金融状況がこれ以上過度に悪化しないという前提に基づけば、(クレジット・サイクルで米国に劣後する)欧州HY債のスプレッドも米国HY債のスプレッドも、十分なプレミアムを提供していると考えています。したがって、比較的信用力の高い銘柄を選好し、エネルギー関連銘柄への投資を手控える姿勢を維持しながらも、ブルーベイの複数のマルチ・アセット戦略においてグローバルHY債の比率を高めました。また絶対的な利回り水準は債券を下回るものの、比較的価格変動が少なく資本構成でも上位に位置するローンは、引き続き中核的保有と位置づけています。一方で、長期に亘って維持してきた転換社債のオーバーウェイトはより中立的な配分へと移行し、株式市場に対するエクスポージャーを減らしました。投資適格債では、国債及び金融劣後債を選好しています。

## エマージング債

中国経済のハードランディングや商品価格の下落、米利上げ観測の高まりなどの要因にさらされながらも、エマージング外貨建て債は2015年にプラスのリターンを獲得しました。これを受け、年明けにエマージング外貨建て債への配分の一部をグローバルHY債に振り分けました。

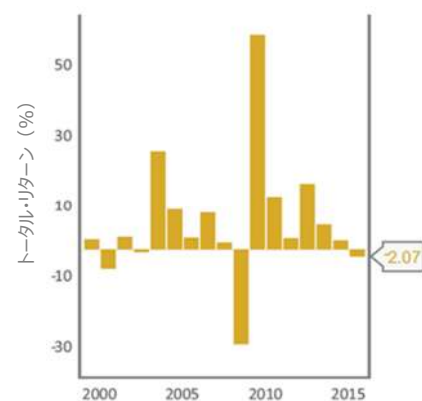
中国経済のハードランディングや大幅な通貨切り下げはブルーベイの基本シナリオではありません。しかしながら、中国に関連したリスクは依然として顕在化し、また上昇していると見ているため、ブルーベイの資産配分委員会(AAC)における見方に影響を与えています。具体的には中国の通貨切り下げが予想を上回る幅であった場合の影響を抑えるためのマクロ・ヘッジを組み込むという判断に至りました。またこれと足並みを揃え、徐々に割安感が増しているなかでもエマージング通貨及び現地通貨建て債券に対するエクスポージャーを削減しました。

## 金利

ブルーベイのマルチ・アセット戦略ではデュレーション(金利リスク)に対して中立的なスタンスを維持しています。ここ数カ月間の原油価格の更なる下落及びグローバル成長の弱含みを踏まえれば、インフレ率は長期に亘って低位で推移し、各国の中央銀行は非常に緩和的な金融政策を維持すると見られます。ECBは3月に予定されている次回会合における追加緩和を示唆し、日銀も利下げによって(内容よりもその姿勢を示すことによって)市場を驚かせました。これらはいずれも、各国の中央銀行がデフレ対策に必要な施策や脱却に向けた意欲を失っていないことを示しています。

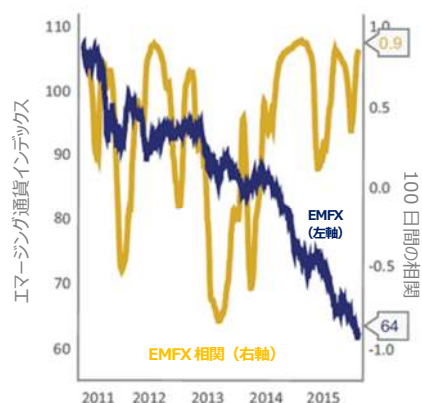
FRBは昨年末に約9年半振りとなる利上げを円滑に行ない、1月に発表された議事録において、更なる利上げの可能性を残しながらも、投資家のグロ

図1. グローバル・ハイ・イールド債市場の  
暦年トータル・リターン



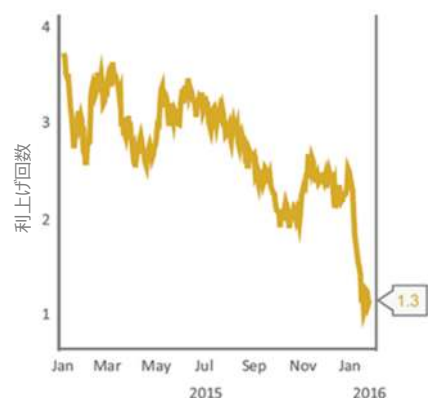
出所: BAML; Global High Yield Constrained Index (HWOC); 2015年12月末

図2. エマージング通貨は原油価格と強い相関



出所: JPM; BlueBayの計算に基づく; 2016年1月28日

図3. 市場に織り込まれている2016年中の  
利上げ回数



出所: Bloomberg; MSPOKE; 2016年1月27日

ーバル及び米経済の成長に対する懸念への認識を示すことに成功したと言えます。ただし、足元の市場が今年中の追加利上げの可能性を事実上否定している一方で、FRB自身の予測には100bpsの更なる利上げが織り込まれており、この乖離は米国債市場の変動要因となる可能性があります。

主要債券(主要国債)の利回りは、変動性の高まりに対する十分なクッションを提供しておらず、市場が想定する最悪の事態が実現しない限り、リスク調整後で見たリターンは魅力的ではないと考えています。

注記:

- 1 「各資産クラスの戦術的見直し」は、ブルーベアの資産配分委員会(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。

---

ブルーベア・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となります。

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(2016年2月8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。