

## 資産配分ナビゲーター

2015 年第 1 四半期

グローバル経済がデフレ局面に差し掛かっていると投資家の懸念は、原油価格の低迷によって増長されています。ブルーベイのポートフォリオでは様々なリスク要因を考慮して短期的には慎重なポジションを取っています。ただし悲観的になりすぎることはないと考えており、ボラティリティがより頻繁に高まる局面も予想されるものの、一般的にリスク資産に対して前向きな見通しを持っています。



デビット・ライリー  
ヘッド・オブ・クレジット・ストラテジー

### 短期的な痛みも、長期的には利益に

市場および投資家は過去数か月における原油価格の急激な下落にまだ追いつこうとしている段階です。原油価格が足元の水準(ブレント原油で 1 バレル\$48 ドル程度)で落ち着いたとしても、この余波は 2015 年 1-3 月期を通して感じられるものと見られます。

敗者(高レバレッジの米シェール生産者およびファンダメンタルズが脆弱なエマージングの原油輸出国)の痛みは明らかですが、これとは対照的に、グローバル成長への追い風(IMFによると0.3-0.7%の経済押し上げ効果)はそれほど認識されていません。短期的には、下落基調を辿る原油相場とそれに伴うインフレ率の低下は、グローバル経済がデフレを伴う下降局面に突入すると投資家の不安を増長させています。これらを背景として、投資家は引き続き安全資産として、価格は過去最高値圏にあるにも関わらず、主要国債や信用格付けの高い債券への投資を続けると見えています。

ブルーベイでは、グローバルの景気減速に対する懸念は過剰であると考えており、2015 年のリスク資産に対して概ね前向きな見通しを持っています。世界的に、特に欧州では政策ミックスは成長を後押しする内容です。主に供給過多が原因の原油価格の下落は世界経済の成長に好材料であるとともに、米経済成長は引き続き堅調です。足元の社債スプレッドは(米ハイ・イールド市場の原油探査・生産(E&P)セクターを除けば)デフォルト・リスクを十分に補う水準にあり、またエマージング市場でも原油価格の下落から最終的に恩恵を受ける国が多く存在します。

### グローバル資産

ブルーベイのマルチ・アセット戦略を含むポートフォリオでは、慎重なポジションを取っています。全体ではリスクを小幅にオーバーウェイトしているものの、質の高い資産の比重を高め、流動性および機動性に富んだポートフォリオを維持することに注力しています。原油価格の大幅な下落による余波や、デフレ懸念、リスク・オフのきっかけと成り得るイベント、例えばギリシャおよび同国の新政権を巡る不透明感などが短期的には市場の注目の的になると見えています。

ECB は、8,400 億ユーロの国債の買い入れを含む 1.1 兆ユーロの資産購入プログラムを発表し、これは市場予想を上回る内容でした。ユーロ圏経済の活性化のために ECB が無期限の政策を取る姿勢を打ち出していることは、足元でギリシャの選挙結果を受けたボラティリティの高まりは見られるものの、一般的にリスク資産の下支えとなる投資家の利回り追求の動きを加速させると見えています。

### 各資産クラスの戦術的見通し (3-6 月)<sup>1</sup>

#### 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		■	

#### クレジット資産

	—	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	■ ←		

ブルーベイの資産配分委員会（AAC）では、クレジット資産のエクスポージャーにおいて、先進国に対してエマージング市場への選好を高める判断をしました。ただし戦術的にエマージング現地通貨に対するエクスポージャーを削減していることは目先の通貨ボラティリティに備えたものです。足元では、先進国の政策の方向性の違いが、直近のスイス・フランの急上昇に見られたように、為替市場に大きな影響を与えています。米国債金利が低位に留まっている状態で、エマージング国のバランスシートは一部の特異な例を除いて健全である一方、スプレッドは過去の水準と比較して拡大していることから、足元の市場環境下ではエマージング国債が最も魅力的かつ相対的に保守的な資産クラスであると判断しています。

## クレジット債

2014年10月中旬の“リスク・オフ”の局面以降の投資機会を利用して、AACではグローバルハイ・イールド債に対するエクスポージャーを高めていました。ただし、11月後半から年末に掛けて原油相場下落が加速したことにより、中でも米ハイ・イールド債市場が痛手を被りました。ブルーベイのグローバルハイ・イールド戦略におけるエネルギーセクターの大幅なアンダーウェイトとボトムアップの銘柄選択が奏功したため、AACでは2014年10-12月期に市場が下落する中でも利益を実現しながらエクスポージャーを削減することに成功しました。足元のスプレッドおよび利回り格差から、市場では欧州ハイ・イールドに対して米国ハイ・イールドを選好する声が高まっていますが、AACでは欧州ハイ・イールドを選好します。米国エネルギーセクターの800bps程度のスプレッドは、原油価格のさらなる下落とそれに起因する予想デフォルト率の上昇リスクを十分に補う水準ではないとの見方を持っています。

主要国債利回りの低下とECBによる量的緩和（QE）により、投資家の利回りへの需要は加速すると見られ、さらにファンダメンタルズが改善傾向にあることから、今年は欧州社債のパフォーマンスが再び良好な年になると見えています。さらに、足元では比較的格付けの高い社債を選好しているものの、2014年後半の社債市場を特徴づけた格付け間のスプレッド格差に巻き戻しが起こると見えています。信用力や資本構造の低いゾーンに移行し、ハイブリッド債や金融劣後債などへの選好が強めることが結果的に利益をもたらすと見えています。

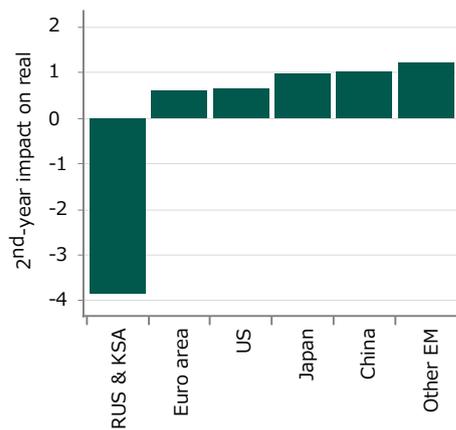
## エマージング債

多くのエマージング経済は、原油価格の下落による恩恵を受けます。その事実にも関わらず、エマージングの米ドル建て債は、米国債の上昇に追いついていません。スプレッドはグローバル経済の減速や資源価格の下落、および多少ではありますが銘柄固有の要因からの影響に対するネガティブな見通しを織り込んだ水準になっています。エマージング社債に目を向けると、グローバルの社債市場で見られた投資適格債とハイ・イールド債のリターン格差が同様に見られます。

AACでは、エマージング市場のクレジット債、特に投資適格債のスプレッドは魅力的な水準にあり、今後グローバルの利回り追求の動きから恩恵を受けると見えています。グローバル経済に対する過剰に悲観的な見方が今後落ち着き、資産クラス自体のファンダメンタルズが想定以上に良好であるという認識が広がるにつれ、スプレッドは縮小すると見えています。さらに、エマージング資産のスプレッドは今後のFRBの利上げ開始のタイミングおよびその道筋を巡る市場の調整局面からの影響を全く受けない訳ではないものの、受けにくくしていると見えています。

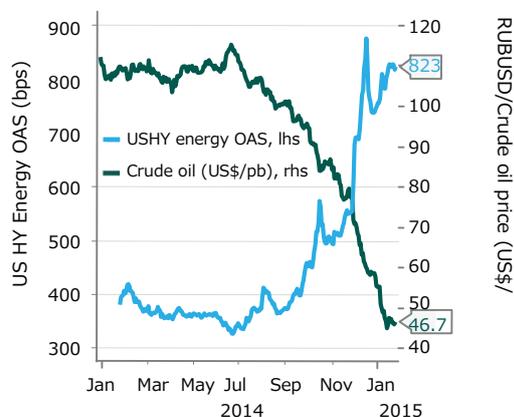
AACは足元でエマージング現地通貨建て債に対するエクスポージャーを削減しました。この戦術的なアンダーウェイトは、通貨のボラティリティが高止まりしていることや、継続的なドル高基調を反映したものです。ただし、多くのエマージング経済でインフレ率が低下傾向にあることを考慮すると、現地通貨建て債の高い利回りは非常に魅力的です。現地通貨建て債市場（通貨ヘッジなし）への資産配分は、戦術的な投資機会を探る上で鍵となると見えています。

図1 30%の原油価格下落によるGDPへの影響



出所: IMFのデータに基づきブルーベイが算出、2014年10月

図2 米国ハイ・イールド債のエネルギーセクターのスプレッドと原油価格の推移



出所: BAML US High Yield energy sector (H0EN) Macrobond; 2015年1月23日時点

図3 エマージング国債のスプレッドの推移



出所: Macrobond; 2015年1月26日時点  
注記: JP Morgan Global index; 10-year median stripped spread

## 金利

ブルーベ이의戦略では主要国金利に対して概ね中立的なポジションを取っています。米国債イールド・カーブの中長期ゾーンの利回りは、デフレ懸念やユーロ圏コア国債（および準コア国債）金利の低下、安全資産および米ドル資産に対するグローバルな需要などを背景に、低位に留まると見えています。しかしながら、失業率が歴史的に見て平均時給やインフレの上昇を示唆する水準に近づいていることや、原油価格の下落が米国経済にもたらす効果がより明らかになってきている中で、米国債金利は今後上昇すると見えています。

グローバル資産からエマージング債へ、中でもエマージングの米ドル建て債へエクスポージャーを移行したことにより、ブルーベ이의マルチ・アセット戦略のポートフォリオのデュレーションは長期化しました。一方で、AACは金利上昇のヘッジとして米国3カ月先物のショート・ポジションを維持しています。ブルーベイでは、FRBによる最初の利上げのタイミングおよびその後の金利上昇の道筋に関して、投資家の味方は楽観的すぎると考えています。

ECBのQEにより、ユーロ圏の債券利回りは当面低位に留まると見えています。QEがFRBおよび日銀によって最初に導入されたときと比較して、ユーロ圏の財政赤字はGDPの3%程度とそれほど大きくありません。結果として、国債の純供給量は、ECBの債券購入計画の規模のおよそ半分程度しかありません。この良好な需給環境により、今後経済見通しが改善したとしてもユーロ圏の金利が過去最低水準、もしくはそれを下回る水準に留まると見えています。

注記：1'各資産クラスの戦術的見直しは、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2月4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。