

資産配分ナビゲーター

2015年4-6月期

原油相場およびドル高基調の落ち着いた着きは、FRBの利上げ開始が2015年末にかけて市場の注目の的となるまでの期間、グローバルのクレジット資産およびエマージング資産における投資機会を提供すると見えています。ブルーベイではキャッシュを減らし、エマージング現地通貨建て債や転換社債など、リフレーションや経済成長に敏感な資産クラスへの投資を増やしました。これらの資産には投資妙味があると見えています。



デビット・ライリー
ヘッド・オブ・クレジット・ストラテジー

流れに身を任せて

投資家は中央銀行による流動性の流れを追いかけています。金融緩和の実施が近づくにつれ、各国の株式市場のパフォーマンスは勢いを増しています。欧州（Euro Stoxx）および日本（日経平均）の株式市場はそれぞれ年初来で19%および15%上昇しています。また中国において1-3月期のGDP成長率が市場予想を下回ったにもかかわらず、上海株式市場は40%近く上昇しています²。このように株式市場がグローバルなリフレーションを織り込んでいるにもかかわらず、債券利回りは引き続き過去最低水準近辺まで低下しており、ユーロ圏ではマイナスの国債利回りが「新常态」となっています。

株式と債券市場のパフォーマンスの乖離は見た目よりもはるかに顕著で、その背景にはユーロ圏におけるマイナスの政策金利と「安全資産」の欠如によってもたらされた歪みがあります。インフレおよび金利は底打ちしており、グローバルの経済成長は1-3月期の落ち込みから緩やかな回復基調にあります。

ブルーベイでは、直近見られた米ドルの上昇は「行き過ぎかつ速すぎ」であったと見ており、為替市場がグローバル成長の再分配とデフレ、および米金利見通しの変化に応じて調整するなかで、米ドル高基調は一服すると見えています。中国の名目および実質金利はいまだ十分な低下余地を残しており、金融当局が銀行の預金準備率および政策金利を引き下げることが可能です（市場は的を絞った異例の緩和策導入の可能性が高まっていると見えています）。またユーロ圏の景気回復は軌道に乗り始めており、日本でも昨年の消費増税の影響が払しょくされ、原油安および円安が追い風となるなか経済成長およびインフレは上向くと見えています。生産調整の完了までにはいまだ時間が掛かりますが、原油および資源価格は生産調整および需要の回復を見込んで足元で落ち着きを見せています。

グローバル資産

米ドルおよび資源価格の安定は短期的にある程度のボラティリティ低下につながります。ただし、ギリシャとEU/IMFとの協議や、中東（およびそれ以外の地域）における衝突は一時的なリスク回避の動きにつながる可能性があると見えています。

主要国債券利回りおよび短期金利は、景気サイクルが保たれ、デフレ懸念が和らぐなかであっても、欧州および日本（そう遠くない将来中国もこれに加わると見られます）における量的緩和（QE）の影響を受け、低位を維持すると見えています。各国の中央銀行の政策を背景とした利回り追求の動きは、投資家のリスク許容度を引き続き高めると見えており、これは幅広い投資家に認識され、十分に管理される必要があります。資産価格は特に先進国において過去の水準と比較して割高になってきていますが、キャッシュや「安全」資産とされる国債の利回りがゼロであることと比較するといまだ投資妙味を残しています。

各資産クラスの戦術的見通し (3-6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		■	←
現地通貨建て債	→	■	

今後 3 カ月間の経済および市場見通しに照らし、資産配分委員会（AAC）では、ブルーベイのマルチ・アセット戦略ポートフォリオにおいてキャッシュの保有を削減し、グローバルのリフレーションから恩恵を受ける資産クラスである株式およびエマージング通貨へのエクスポージャーを高めました。さらにポートフォリオでは引き続きデフォルト・リスクを十分に補う水準にあるスプレッドから恩恵を得られるポジションも維持しています。

クレジット債

グローバルハイ・イールド債市場ではエネルギーセクターのアンダーウェイトを継続します。直近の米国ハイ・イールド債市場におけるエネルギー関連銘柄の上昇は、今年後半の原油価格の大幅な回復を前提とした動きであり、原油価格はより長期に亘って低迷するとブルーベイの見方とは異なるものです。ただし、米国ハイ・イールド債市場は欧州と比較して全体的に割安な価格水準を提供しており、利上げ開始見通しが年後半まで後ずれしていることから、鍵となるこれら両市場における相対ポジションは足元では概ね中立としています。ポートフォリオでは、資金流入によってローンのポジションがやや希薄化しましたが、相対的にボラティリティが低く、中長期的により安定したインカム源となる資産クラスとして引き続きローンを選好しています。

3 月初めから、ユーロ建て債市場では米国の多国籍企業などを含む発行体による新規発行の増加やギリシャ問題の行き詰まりを背景に、欧州社債および周辺国債のスプレッドは拡大しました。ギリシャ問題は今後も市場の変動要因となると見られますが、4-6 月期の純発行額は減少すると考えています。企業業績の改善や債務コストの低下などにも見られるように欧州の信用ファンダメンタルズは改善しています。

また ECB の政策を受けた利回りへの需要も相まって、投資家が次第に信用格付けおよび資本構造の低い部分に着目していくことから、再びスプレッドは縮小傾向になると見えています。ブルーベイでは、足元で米国投資適格社債のバリュエーションを好感しているものの、欧州の良好な需給面を考慮し、米国投資適格社債に対して欧州投資適格社債を選好しています。

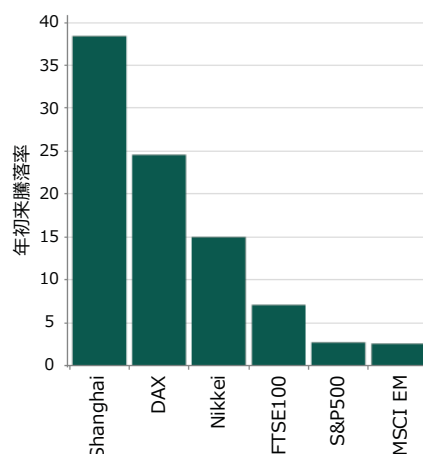
また転換社債はスプレッドの縮小および株式市場の上昇の双方から恩恵を受けると見えています。ポートフォリオの転換社債部分におけるアジア（含む日本）のオーバーウェイトは、今後の日本経済の回復および中国における更なる緩和策から恩恵を受けることが出来るポジションであると考えています。

エマージング債

エマージング資産は、FRB が 3 月の会合でハト派的な姿勢を示し、利上げ開始時期に関する市場見通しが年月中旬から年後半へと後ずれして以降、通貨を含め相対的に堅調に推移しています。もし、ブルーベイの想定通り、米金利および米ドルが概ねレンジ内で推移し原油価格が安定的であれば、エマージング資産の良好なパフォーマンスは夏場にかけて持続すると見えています。幾つかのエマージング経済は、米ドルの流動性が低下する中で、中国経済の成長鈍化および資源価格の低迷に対する中長期的かつ困難な調整を行う必要性に直面しています。しかしながらエマージング市場に関連したネガティブなニュースは概ね市場価格に既に織り込まれており、足元数週間ではエマージング主要国（特にブラジル）からのニュースは概ねポジティブな内容です。

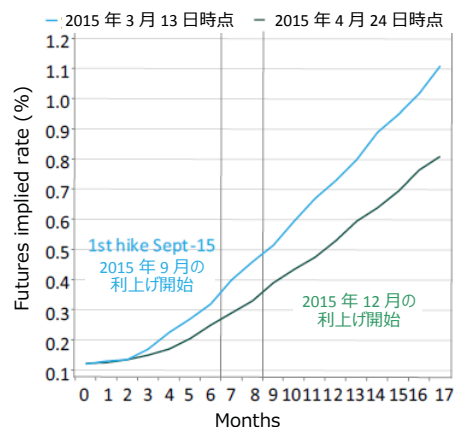
AAC ではエマージング外貨建て国債および社債への投資比率を、昨年 10-12 月期より段階的に高めてきました。また 4-6 月期を迎えるにあたり、エマージング現地通貨建て債への投資比率を、主にキャッシュや社債の一部ポジションを利益確定させた分を利用して、アンダーウェイトから中立に移行させる決定をしました。個別の政治的リスクおよび政策リスクは引き続き社債市場および現地通貨建て債市場で見られ、重要な投資テーマになると見えています。

図 1 流れに身を任せ



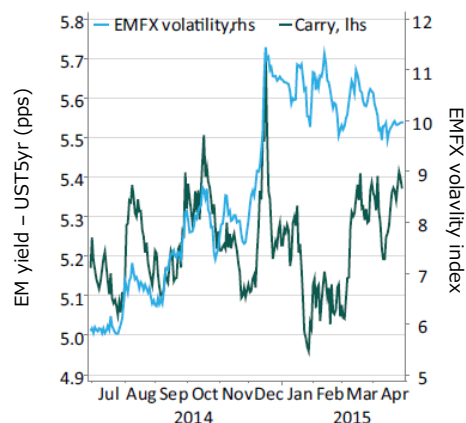
出所: Macrobond, 2015 年 4 月 28 日時点

図 2 FRB の金利見通し



出所: Macrobond, 2015 年 4 月 24 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 4 月 29 日時点
 注記: キャリーは JP Morgan GBI-EM Index の満期利回り米国 5 年国債利回りとの差; ボラティリティは JP Morgan Volatility index に基づく

金利

主要金利に関しては、足元の水準を勘案するとやや弱気に見ているものの、ポートフォリオでは概ね中立的なポジションを取っています。ブルーベイでは、欧州におけるマイナスの利回りは中長期的に持続可能な水準ではないものの、短期的には続く可能性があると見ています。また市場は 12 月以降と予想しているものの、ブルーベイでは FRB による政策金利の利上げ開始は 9 月 16-17 日に行われる会合で決定されると予想しています。利上げ開始の合図は事前に市場に向けて発信されると見られるものの、ブルーベイでは利上げが多くの政策担当者や投資家が想定しているような円滑なものになるとの見方には懐疑的です。AAC では、今後数カ月間で米雇用統計およびインフレ指標が上振れした際の米国債の再評価に対するヘッジとして、引き続き 3 カ月米国金利のショート・ポジションを維持していきます。

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。
- 2 年初来リターンは 2015 年 4 月 28 日時点。出所：ブルームバーグ

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ござい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 5 月 1 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。