



インサイト

資産配分ナビゲーター

2016年4-6月期

米ドルの下落、商品価格の上昇、中国の安定、はクレジット債及びエマージング債の下支えとなっています。ブルーベイのアセット・アロケーション型の戦略においては、エマージング現地通貨建て債への投資を増やし、現金比率を減らしました。最近の反発を受けて、経済成長率及び企業収益の悪化による影響を債券よりも株式の方が受けやすくなっていると考え、転換社債への投資比率を機動的に引き下げました。1-3月期の下落を受けて、良好なエントリー・ポイントが生まれたと考え、一部の戦略においては銀行銘柄への投資を増やしました。低経済成長、低金利、今のところ低いボラティリティは、特にグローバルなクレジット債及びエマージング債にとって良好な投資環境であると考えています。



デビット・ライリー
ヘッド・オブ・クレジット・ストラテジー

パニックから回復へ

米国金利上昇の可能性、米ドル高によるデフレ、中国での通貨リスク、原油価格の継続的な下落により、年初からグローバル市場はパニックに陥りました。市場は、中央銀行、特に米連邦準備制度理事会 (FRB) によるサポートを望み、それが実現したことから、4月の初めにかけてリスク資産は大きく上昇しました。

FRBによる事実上の、少なくとも短期的には金融引き締めからニュートラルなスタンスへの移行により、米ドルは反落しました。そして、中国での信用供与が助けとなって、商品価格は反発しました。米国金利の低下、米ドル安、商品価格の上昇により、特に米国ハイ・イールド債とエマージング資産は大きく上昇しました。グローバル株式市場もこれに続き、それまでの損失をすべて取り戻しました。

グローバルな経済指標と、経済指標ほどではないものの企業収益も最終的には低予想を上回るものになりました。市場を押し上げたリフレの波は今後数カ月に亘って続くことが予想されます。しかし、中期的なグローバルな経済成長と市場見通しについては引き続き慎重に見ています。中国の経済活動はわずかな上昇を見せていますが、更なる景気刺激策がなければ経済成長は今年後半に向けて再び鈍化する可能性が高いと考えています。政治及び政策リスクは上昇しており、英国ではユーロ離脱を巡る国民投票が控えており、マイナス金利は好ましくない副次的影響が見られてきています。これらが新たな市場のボラティリティの高まりを生む可能性があります。

グローバル資産

2月の底値からの、株式やクレジット債などのリスク資産の反発の目立った特徴は、主要国債金利の上昇を伴わなかったことです。債券市場は、リフレ的な上昇を完全に無視したわけではなく、ブレイク・イーブン・インフレ率及びインフレリンク債券は上昇する一方、実質金利は低下しました。主要国債市場からのサインは、マイナス金利と量的緩和による歪みを考慮すると、解釈がますます難しくなっています。しかし、経済指標及び企業収益は良くとも停滞、悪材料が出た場合には軟化するというブルーベイが抱えている懸念を反映していると思えます。現段階では、主要国債金利は引き続きデフレ及び経済成長の悪化を恐れている中央銀行の姿勢により、低金利の状況が続くと予想しています。中央銀行によってもたらされている低金利と低ボラティリティ状態にある根本的なディスインフレの環境では、株式よりもクレジット債の方がより魅力的なリスク・リターンを提供していると考えています。

各資産クラスの機動的見通し (3-6 月)¹

資産クラス	機動的見通し		
	-	中立	+
グローバル資産			
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			
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			
外貨建国債		■	
社債	■		
現地通貨建債	→		■

クレジット債

年初来、グローバルなクレジット債は株式市場をアウトパフォーマンスし、ハイ・イールド債のリターンは投資適格債(主要国債を除く)を上回りました。資源セクターの比率が大きいことから、原油価格の反発による恩恵は欧州よりも米国及びエマージング市場が受けました。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は、2月中旬の最も拡大した時点の約1,990bpsからおよそ半分になりました。商品価格の動きは、米国ハイ・イールド債市場の予想デフォルト率及び回収率を引き続き左右する主因となります。商品価格及び商品関連資産の上昇幅、デフォルト率の上昇(資源関連セクター以外の銘柄を含む)を考慮し、ハイ・イールド債市場では米国よりも欧州を選好するスタンスに移行しました。欧州のほうがファンダメンタルズは磐石で、エネルギーセクターが占める割合が小さいためです。一部のアセット・アロケーション型の戦略では、より良好なエントリー・ポイントが提供されたと考え、CoCo債などの銀行劣後債への投資を増やしました。

欧州社債にとって大きなイベントとなったのは、3月11日の会合で、ECBがユーロ建ての投資適格債(除く金融機関)を、総額800億ユーロに上る資産購入枠に含むことを発表したことだと言えるでしょう。投資適格債及びBB格銘柄のスプレッドはこれを受けて縮小し、新規発行は増加しました。しかし、6月にECBが実際に社債の買入れを実施した際には、さらにスプレッドが縮小することは想定しにくく、市場参加者が予想する50億ユーロを下回る購入額だった場合には、スプレッドは拡大する可能性すらあると考えています。欧州投資適格債では、伝統的な投資家は1%を下回る利回り水準に躊躇し、欧州主要国債金利がさらに低下すると、当社が予想するようにスプレッドは拡大する可能性が高くなります。米国債金利の水準が高いことをおおよそ反映したものであるものの、米国投資適格債市場がもたらす高い利回りは、海外投資家を惹きつけ、この需要は引き続き増加している新規発行を消化する助けとなっています。

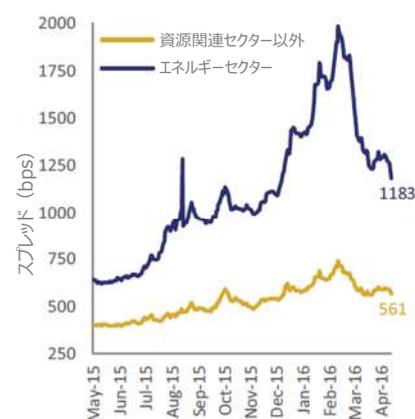
エマージング債

エマージング債市場は、米国金利の低下と米ドル安、商品価格の上昇による恩恵を受けています。こうしたエマージング市場にとっての好材料は4-6月期にも続く想定していることから、多くのアセット・アロケーション型の戦略において、エマージング資産への投資を大幅に増やしました。エマージング現地通貨建て債においては、通貨の上昇以上に利回りの低下が期待できると考えています。エマージング外貨建て債は国債及び社債の両方において、キャリーが魅力的です。エマージング資産については、アンダーウェイトからニュートラルに機動的に資産配分を増やしました。

金利

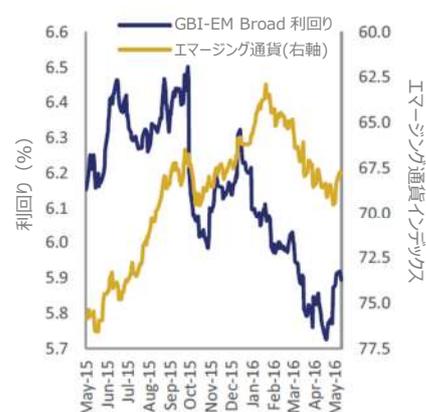
デュレーションに関しては、ほぼニュートラルなスタンスを維持しています。特に、ドイツ国債の純新規発行がない中で ECB による国債購入及びマイナスの預金金利が、ドイツ国債のイールドカーブを押し下げています。日本と同様に、量的緩和及びマイナス金利は長期金利の低下につながると予想されます。反対に、米国金利はインフレ上昇が見られないことから、現在の水準を維持すると見ています。市場及びブルーベイでは年内利上げ回数は一回と予想していますが、インフレの状況によりこれは変化することになるでしょう。

図 1. 米国ハイ・イールド債のスプレッド



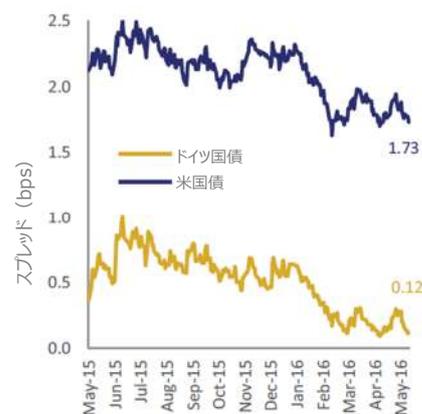
出所: BAML US High Yield Index; BlueBay の計算に基づく; 2016年4月18日

図 2. エマージング現地通貨建て債の通貨と利回り



出所: JPM; BlueBay の計算に基づく; 2016年5月10日

図 3. 米 10 年国債とドイツ 10 年国債の利回り



出所: Macrobond; 2016年5月10日

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ています（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）/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（2016年5月16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。