

2019年の見通し



デビッド・ライリー
パートナー
チーフ・インベストメント・ストラテジスト

2019年のマクロ・テーマ

1. QEからQTへ

量的緩和 (QE)から量的引き締め (QT)へ向かう中、国、セクター、発行体といった個別のミクロ要因がより重要となつて来るでしょう。ボトムアップに注力した銘柄選択、ボラティリティの高まりへの対応、機動的な資産配分といったことがアルファの源泉になるとみえています。新しい投資環境においては、慎重なボトムアップによる銘柄選択とグローバルに分散した投資にフォーカスしたアクティブ運用が適しているでしょう。

2. 数十年に亘るインフレ率と金利の低下は終焉

投資家はQE後の世界、すなわちベータからのリターンの減少とポートフォリオの分散を考えなければなりません。意外なことではありませんが、投資家はリターンを獲得し、株式リスクを分散するために、債券については単純に金利リスクに依存しないオルタナティブ型のアプローチへとシフトしてきています。

3. 来年も堅調な経済成長が期待でき、クレジット・サイクルの後期に差し掛かっているという懸念やリセッション・リスクを警戒するのは時期尚早

2019年を迎えるにあたり、欧州の社債は魅力的なリスク・リターンにあると考えていますが、銘柄間の差異は拡大しています。米国ではM&Aの増加によって、アルファ獲得機会があると考えています。予想以下の経済成長やイタリアの政治問題はありますが、欧州銀行の回復と仲介機能の低下によって構造的な投資機会が残っており、投資家のリスク選好や流動性の状況によって様々な方法でアクセスすることが出来ます。

4. 政治的な不透明感によって、ESGによる投資機会が現れる

責任ある投資家は、投資プロセスにESG (環境・社会・ガバナンス) を取り入れることで、政治的な不透明感や天候の変化がもたらす困難に対応してきています。ESGを無視することは、投資家の資金を大きなリスクに晒すだけでなく、ESG関連の要素によるミスプライスから生じる投資機会を失うことにもなります。

5. エマージング市場の投資価値

機動性が高く、ロングだけではなくショート・ポジションも取れ、ベンチマークの制約を受けにくい戦略はエマージング市場にある投資機会を最も活用しやすいと考えています。ボトムアップによる銘柄選択はますます重要となり、個別銘柄のファンダメンタルズ分析からのアクティブ運用が適していると考えています。

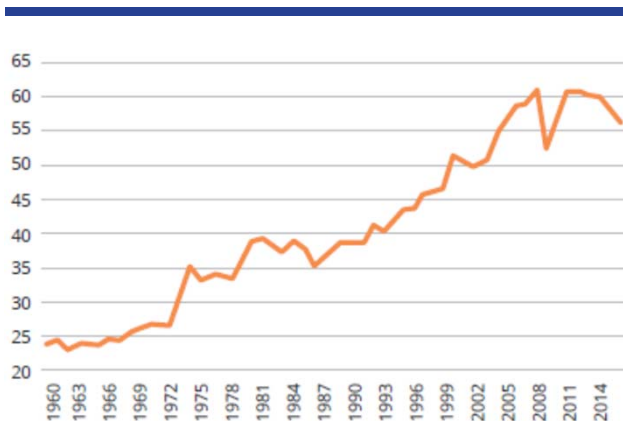
時代は変わる

ボブ・ディランは1964年にリリースした三作目のアルバム「時代は変わる (The Times They Are a-Changin)」の中で社会不安を扱い、政治的な混乱と経済的な転換の時代の中での変化への期待を表現しています。このアルバムの発売から50年以上の月日が流れ、グローバリゼーション、テクノロジー、経済政策の主役としての金融資本主義と中央銀行の台頭といった要素が、今の投資環境の主な特徴となりました。

今日の世界が直面するのは、核による破滅ではなく環境破壊であり、グローバル経済の中心が西から東に動いていることであり、そして政治と経済における自由主義の後退です。

グローバル金融危機後も変わらない現実と、実質所得の停滞への不満を訴える手段としてのポピュリスト政治とナショナリズムの台頭によって、グローバリゼーションは大きな困難に直面しています。

グローバリゼーション ; グローバルGDPIにおける貿易の比率 (%)



出所 : World Bank, 2016年12月

強烈な政治的発言が邪魔をして、ポピュリズムに「反グローバリゼーション」という共通項があることが、単なる左派と右派という括りでは見え難くなっていますが、ナショナリスト的な経済政策目標が強調され、多国間主義を拒絶しています。

- **トランプ大統領**の経済政策は明らかに反グローバリゼーションを謳っています。
- **ブレグジット**は欧州の多国間主義に対する拒絶です。
- **イタリア**のポピュリスト政党である五つ星運動と同盟の連立政権は、EUの財政ルールと移民政策に異議を唱えています。
- **エマージング諸国**では、左派と右派からナショナリストやポピュリストのリーダーが増えています。
- グローバリゼーションによる恩恵を受けている代表的な国の**中国**でさえ、ナショナリストが勢いを増しており、海外の投資や貿易への依存度を減らそうとしています。

- 世界の他の国と同様に、中国も経済や社会に影響し得る**気候変動や環境の悪化**から生じる深刻な問題に対処しなければなりません。

ゴルディロックスと三匹のクマ

ボラティリティの高まり、政治的な不透明感、金利の上昇という組み合わせによって、リターンが安定して積み上がって行くゴルディロックス（トレンドを上回る経済成長とトレンドを下回るインフレ率）な投資環境は追い払われました。

2017年は退屈ながらも報いがありましたが、2018年は以下のような要因によってボラティリティが高まりました。

- 年初にボラティリティをショートした戦略の破綻
- エマージング資産とイタリア国債の下落
- 複数のグローバル株式市場での10%超の下落

2018年にベータ・リターンがプラスとなった資産クラスはほとんどなく、ボラティリティは高まって株式市場は下落したものの、主要債券市場もほとんどリターンを得ることができず、QEからQTに移行したことが明らかでした。

QE

QEによって政策金利は長期に亘って非常に低い水準が維持され、中央銀行は経済成長の低迷とボラティリティの高まりへの対応として、追加の金融緩和策を提供することを約束しました。

中央銀行は9兆米ドル以上の資産の買入れを行い、資産価格を押し上げるような流動性が供与され、銘柄間の差異とボラティリティは抑制され、資産間の相関は高まりました。資産選択や銘柄選択が報いを受けることはなく、QEがもたらした「ベータ」の上昇によって、パッシブな投資戦略が優位となりました。

QT

QT時代には、中央銀行は金融資産のネットの買い手ではなく、中でも最も影響力の大きい米連邦準備制度理事会 (FRB)はバランス・シートを縮小し、継続的に金利を引き上げています。欧州中央銀行 (ECB) は2018年末に資産の買入れを終了し、日本銀行は資産の買入れ額を減額し、非常にわずかな水準ながらも金利の上昇を容認しています。

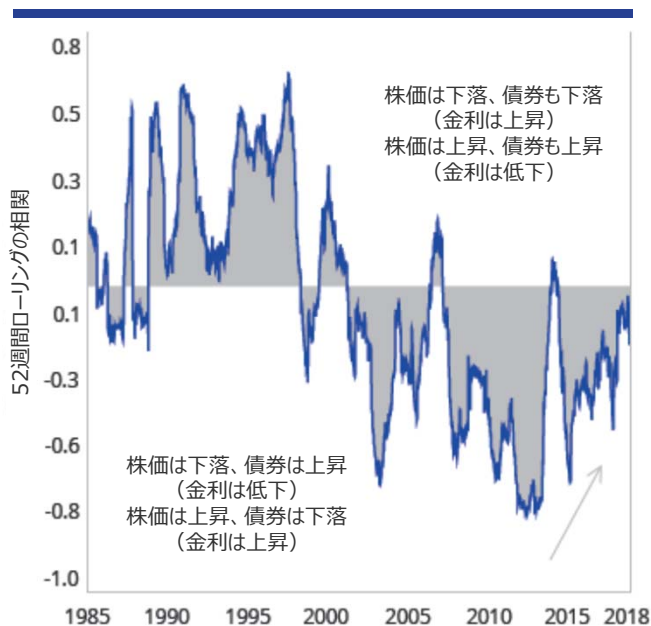
グローバル金融政策は引き締め方向にあり、オプションの世界で言えば、中央銀行のプット（中央銀行が資産価格に下限を設けるようなコミットメント）はかなりアウト・オブ・ザ・マネーの状態にあります。

QE時代にはコア債券（高格付けの国債と短期金利）と株式や成長資産の相関はかなりマイナスで、比較的安定していました。中央銀行はインフレよりもデフレを心配し、金融緩和という鎮静剤で神経過敏な市場を宥めていました。しかし、潜在成長率を上回る経済成長となり、経済の「スラック」がほぼ見られない中、デフレよりもインフレ・リスクのほうが高まっており、中央銀行はQE時代の異次元の金融政策から脱却してきています。

QEからQTへ：10秒サマリー

- 世界の主要中央銀行のバランス・シート全体は2019年に初めて縮小します。これがQE時代からQT時代への明確なシフトです。
- QEからQTに向かう中で、ボラティリティは高まることが予想され、銘柄選択がより重要となるでしょう。株式と伝統的な債券資産との相関には変化が見られることが予想されます。
- QTは投資家にとって未知の世界です。収益を上げながら株式リスクから分散する投資としては、金利デューションに単に依存しない債券のオルタナティブ型アプローチが望ましいでしょう。

株式と債券のマイナス相関幅は縮小し、より変動も大きくなる



出所：Macrobond;フルーベいの算出、2018年11月19日



枠組みの変化；投資への影響

QE時代の終焉と、少なくとも部分的にはグローバリゼーションが反転することでもたらされる投資テーマは複雑です。

パウエルFRB議長の言葉を借りれば、中央銀行はボラティリティに対するショート・ポジションを解消してきています。市場のボラティリティが高まることで、投資家にはリスクと同時に投資機会がもたらされます。幾分逆説的ではありますが、QEとグローバリゼーションという、グローバル・マクロ動向の主役の影響力が低下してきたことで、グローバルに分散した投資戦略の価値が高まると考えています。

QEによって抑制されてきたボラティリティ



出所：ECB；Federal Reserve；European Central Bank；Bank of Japan；ブルーベイズ予想；2018年9月

QEがなくなったベータの世界の向こうで、代替となるリターンの源泉とポートフォリオの分散先を探さなくてはなりません

QE時代の投資の枠組みの中では、マクロ要因によって資産のリターンが左右されました。単純にベータのリターンをターゲットとするベンチマーク追随型の投資手法が有利で、資産間の相関が高く、ボラティリティが低い投資環境という特徴がありました。

しかしQT時代では、国、セクター、発行体といったマイクロ要因が重要となり、ファンダメンタルズ分析や個別リスクに基づいたアクティブ運用が奏功するとみられています。ボトムアップによる銘柄選択、ボラティリティの高まり、機動的な資産配分に注力することで、追加リターンが得られると考えています。

インフレ率と金利の低下という数十年に亘るトレンドは終わりを迎えたと考えています。

金融市場の材料だけでなく、政治的な材料も今後、市場のボラティリティを高めることになるかとみえています。

不透明感 = ESGによる対応

責任ある投資家は、投資プロセスにESG（環境・社会・ガバナンス）を取り入れることで、政治的な不透明感や天候の変化がもたらす困難に対応してきています。金銭的な損益だけにフォーカスし、環境や社会という「外界」を無視した投資は持続することが難しく、ずっと大きな政治リスクや政府の介入に直面する可能性があると考えています。ESGを無視することは、投資家の資金を大きなリスクに晒すだけでなく、ESG関連したミスプライスから生じる投資機会を失うことにもなります。



グローバル経済見通し；足元重視

投資家は2019年のグローバル経済の成長鈍化、さらにはリセッションの可能性までも懸念しており、経済成長への感応度の高いリスク資産価格は、2018年前半に付けたピークを下回る水準となっています。成長見通しやリセッション・リスクの判断において、鉱工業生産が足元落ち込んでいることを市場は重く見すぎていると考えています。

2019年には経済活動は高まるとみており、グローバル経済は堅調な企業業績と低デフォルト率に矛盾しない3.5%程度の成長になると予想しています。

米国経済は堅調な成長モメンタムのままで2019年を迎え、減税と追加的な財政支出によるプラス効果は、来年後半まで続くと考えています。

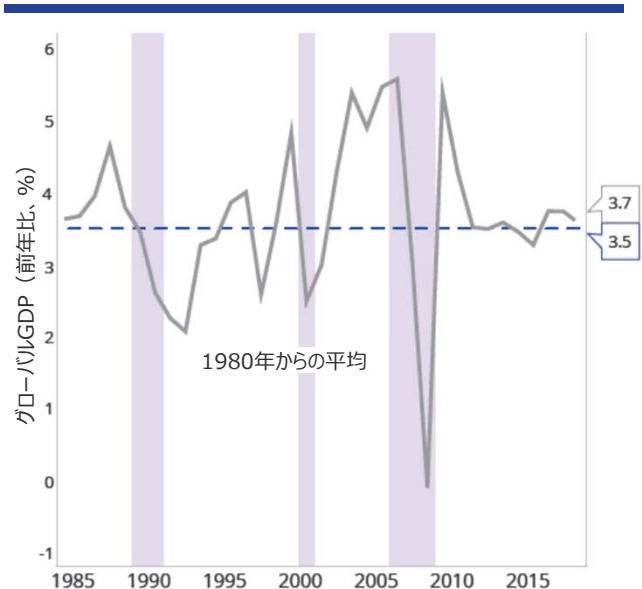
日本の2018年7-9月期経済成長は天災によってやや落ち込みましたが、家計所得は堅調に増加しており、2020年のオリンピックの準備もあって、投資も増加すると予想しています。

欧州の最近の成長軟化は一時的な要因によるものと考えています。ドイツの自動車生産が新燃費基準の導入によって落ち込んだことや、2017年後半の純輸出による成長押し上げ効果が薄れたためであるとみています。しかし、金融情勢は引き続き緩和的で、家計所得と投資の増加による内需の伸びによって、2019年の成長率は約1.6%になると予想しています。

中国はグローバル経済成長にとっての「変数」であり、2010年以降のグローバルの名目成長率の約40%を占めています。中国の経済規模は欧州全体に匹敵するものとなっており、世界第2位の財の輸出国であり、第3位の輸入国でもあります。日本やドイツをはじめとする欧州全域にとっては最も重要な輸出相手国であり、商品の主な購入国となっています。

中国政府は経済活動の鈍化と米国との貿易戦争による影響を認識する中、ここ最近、レバレッジの解消を休止し、成長を重視した政策を実施しています。こうした緩和策によって2019年は6%を上回る経済意成長が達成されると予想しており、ハード・ランディングは回避されるとみています。

グローバル経済の成長はトレンドを上回ると予想



出所：IMF、2018年10月

注：網掛け部分はNBERのデータに基づく米国のリセッション時

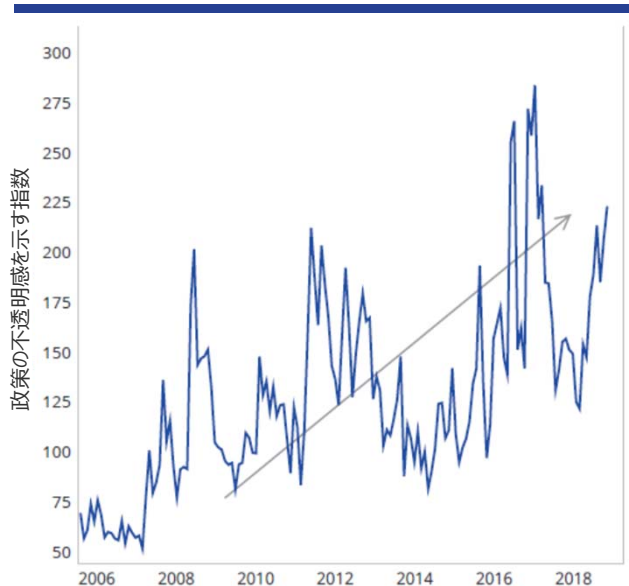
平均を上回るグローバル経済の成長と堅調な企業業績というブルーベ이의予想に対する下方リスクはそれなりにあり、中国と貿易次第と考えています。中国当局はレバレッジ解消という戦略的なゴールを損なわず、経済成長を押し上げる政策を行いながら、FRBが利上げを行う中で人民元の下落を上手く管理もするという困難なバランス取りを迫られています。中国から米国への輸出品に対して追加関税が課せられる可能性も高く、米国への自動車の輸出に関税や数量規制が設けられる可能性も完全には消えていません。

中国：10秒サマリー

- 米国以外のグローバル経済の成長は中国経済の状況に左右されます。
- 政府がレバレッジ解消を主導し始めたことから、中国の経済成長は2017年中頃にピークアウトしました。しかし、足元では緩和策が再び取られており、景気刺激策が講じられています。
- 中国の経済成長の安定と上昇は、グローバル経済の成長を押し上げ、米国の成長路線に再度加わることに繋がりますが、貿易戦争は大きな逆風要因です。

欧州とアジアは、貿易摩擦の高まりと拡大には負の影響を受けやすいと言えます。特に貿易面での政策の不透明感は、投資支出を抑制しているという点で、既にグローバル経済の成長にネガティブに働いているかもしれません。

政策の不透明感は増している



出所：Economic Policy Uncertainty Index、2018年11月

ポジティブな面としては、米ドルの上昇によって、経済成長と企業業績は米国からその他の国に移転されることです。さらに米国債のイールドカーブがフラット化を続けられれば、FRBの利上げに伴うグローバルの金融環境の引き締めを和らげるでしょう。グローバルな投資支出は、企業が設備投資を増やす中で、予想外に上昇する可能性があるでしょう。

経済成長見通し：まとめ

来年も堅調な実質及び名目経済成長が見られるというのがベースケースであり、クレジット・サイクルの後期にある、あるいはリセッション・リスクがあるとの懸念は時期尚早であると考えています。しかし、生産性のトレンドに改善があるか、更なる景気刺激策がない限りは、経済成長と企業業績のピークは過ぎたとみえています。中国では予想を上回るペースで経済成長が鈍化するリスクが高まっており、貿易摩擦の深刻化も予想されます。

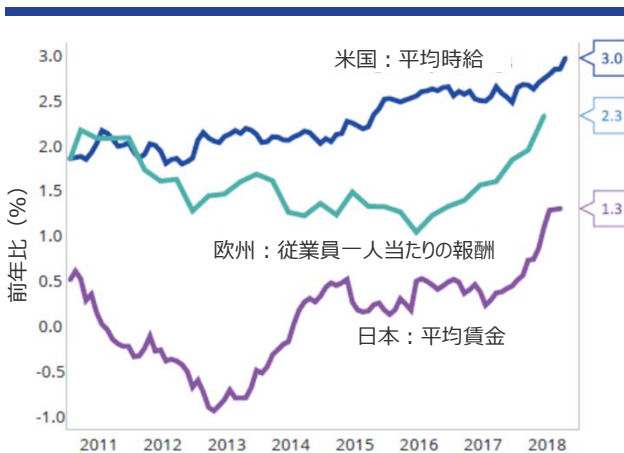


インフレと金利 ; 上昇の道しかない

低インフレひいてはデフレは、金融危機からの長くゆっくりとした回復の特徴となっています。グローバル金融危機以降の超低インフレにより、中央銀行は金融緩和策から脱却することに慎重になり、投資家は現在の経済サイクルの局面におけるインフレの上昇リスクに対して、慢心し過ぎていると考えています。

フィリップス曲線は有効ではないとの意見は早計であり、欧州と日本では賃金の上昇がみられ、米国も同様で、失業率は金融危機以前の最低水準にまで低下しています。余剰労働力は減少し、インフレ圧力は高まっているものの、主要経済国における金融政策は引き続き緩和的です。さらに、最低賃金の引き上げ要求、財政緊縮策の終了、貿易保護主義はいずれもインフレという点では、火に油を注ぐ材料となっています。

賃金は上昇傾向にある



出所 : US Bureau of Labour Statistics, Japanese Ministry of Labour, ECB 2018年11月

データ次第のFRB

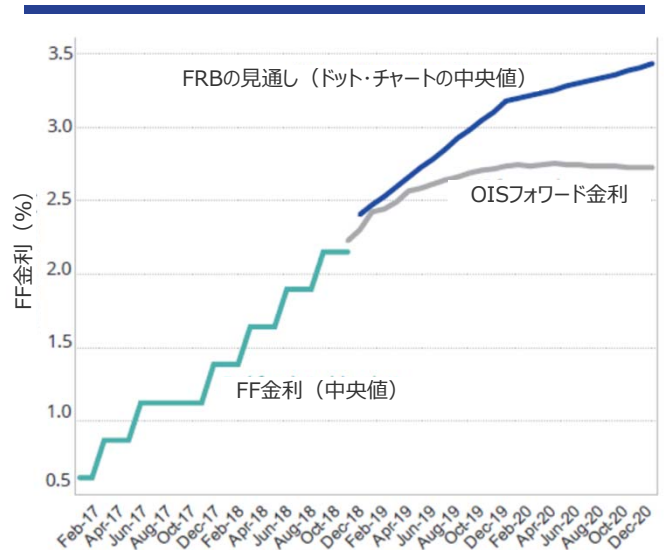
GDPギャップの縮小と賃金上昇は、中央銀行による金利の正常化を後押しするでしょう。もし経済指標で、米国が潜在成長率を上回る成長を遂げていることが示され、失業率が最低水準を更新することになれば、FRBはバランスシートの縮小を続け、利上げを実施するとみられます。金利先物市場では、FRBがこの利上げサイクルをFF金利で2.75%近辺で終了することが織り込まれています。つまり、2018年12月と2019年に一度の利上げを行い、それぞれ0.25%の引き上げしか織り込まれていない状態です。

FRBは、トレンドを上回る経済成長と賃金の上昇、インフレ圧力の高まりを受けて、来年の利上げは一回のみよりも三回実施する可能性の方が高いと考えています。2019年は2年債と10年債の利回り差が縮小しながら、10年債利回りは3.5%まで上昇する可能性があるかとみています。

インフレ圧力の高まり

- 失業率の低下と賃金の上昇
- 余剰人員の減少
- 貿易保護主義の高まり
- 緩和的な金融環境

FRBの見通しと市場予想の乖離



出所 : Federal Reserve; Bloomberg 2018年11月29日

欧州と日本も追いつく

ECBはフォワード・ガイダンスの中で、利上げは2019年の夏以降になるとしています。しかし、欧州の経済成長率が1%ではなく2%に近い水準となれば、域内のインフレ圧力は高まり、ECBの金融引き締めは非常になだらかであるという市場予想が見直されることになるかもしれません。

日本では失業率がこの25年間で最も低い水準にあり、賃金は上昇し、マイナス金利とイールドカーブのフラット化は金融システム安定のリスクとなる懸念があるにもかかわらず、日銀による引き締めは市場で織り込まれていません。

エマージング市場；最悪の時、最高の時

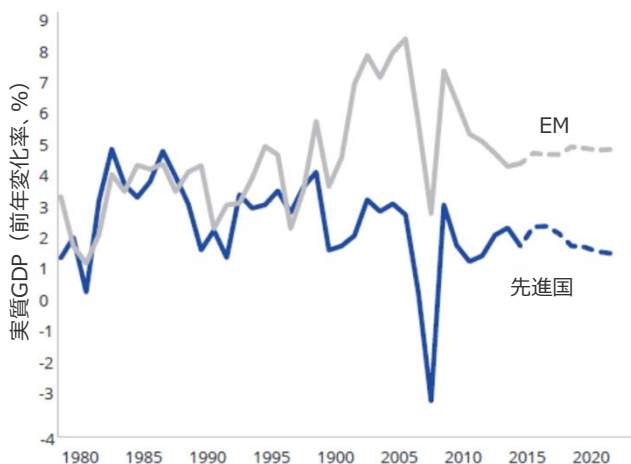
アジアを中心とするエマージング経済は、西欧でのグローバルゼーションの反動によって、グローバルなサプライチェーンと貿易が落ち込んだ場合、マイナスの影響を受けるでしょう。

さらに、エマージング諸国の政策の枠組みとバランス・シートには改善があったものの、米金利と米ドルの上昇、資本の流れでのQTの影響という三重苦に一部の国は苛まれてきました。エマージング資産は先進国と比較してこれらのリスクを反映して、より大きな調整となりましたが、経済成長というファンダメンタルズの下支えと中期的な投資で得られるパフォーマンスの優位性は引き続き期待できると考えています。

エマージング諸国は富裕層の増加、テクノロジーと生産性の向上、現地市場における取引量の増加、国内の金融市場の発展、といった恩恵を受けています。

エマージング市場での取引

エマージング市場と先進国市場の経済成長差は拡大傾向



出所：International Monetary Fund World Economic Outlook forecasts 2018年10月

グローバル経済と金融資産におけるエマージング市場のシェアの上昇は明らかなトレンドであり、投資家はこのことを見過ごしてはならないと考えています。

投資家にとっての困難な点は、この資産クラスに関して定期的な調整局面とボラティリティを防御しながら、リターンと分散効果を得ることでしょう。

いわゆる「グローバル戦略」と呼ばれる戦略の中で、投資プロセスにエマージング資産への投資機会を想定している戦略はかなり限られています。経済と政治のファンダメンタルズという点でエマージング国ごとの差（及び、それによる分散効果）は先進国よりもかなり大きなものです。

銘柄選択が光を浴びる

短期的にはエマージング市場の経済成長見通しは明るく、デフォルト率は低い水準を維持するとみられます。

エマージング市場外部の金融環境の引き締めは逆風要因となりますが、中南米での経済成長はブラジルが牽引する形で加速するとみられます。さらに、アフリカや中東地域の経済は回復基調にあり、アジアの経済成長予想は約6%となっています。エマージング社債の価格水準は、同格付けの先進国の銘柄と比較して割安な水準にあり、厳選した銘柄選択を行える運用者であれば、大幅な価格の上昇が得られ、米国金利や米ドルとの相関の低いディストレスト銘柄を見付け出し、リターンを得ることが出来ると思います。

エマージング通貨は全体的に過去の水準と比較して割安と思いますが、短期的には米ドルの動きに左右されることになるとみています。

エマージング市場：10秒サマリー

- 経済成長というファンダメンタルズ面の下支えと中期的な投資で得られるパフォーマンスの優位性は引き続き期待できるとみえています。
- 先進国資産と比較してエマージング資産は割安な水準にあるとみえています。
- 国や個別リスクの点で多様な選択があり、銘柄を選択する機会が多くあります。

まだクレジット・サイクルの終わりではない

2019年には今回の米国の景気拡大は過去最長となり、時間が経過するにつれて、クレジット・サイクルの転換点を予想することが投資家にとって、これまで以上に重要となるでしょう。

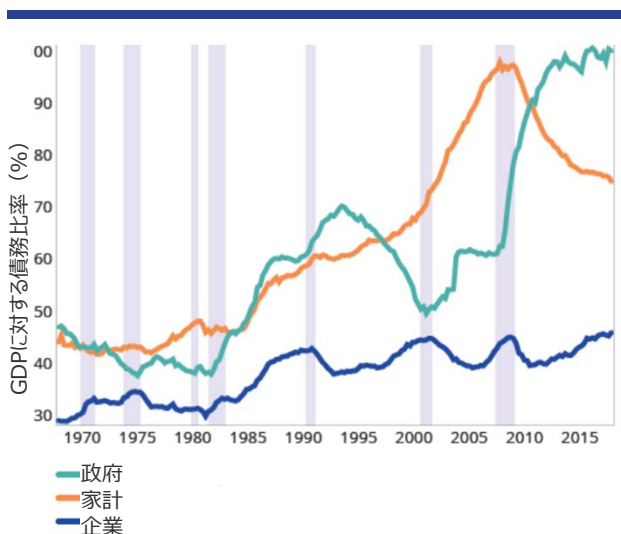
クレジット・サイクルの転換は通常、リセッションの始まりよりも先に起こります。そこでは、信用環境は引き締め、スプレッドが拡大し、デフォルトは増加する一方、株式市場はクレジット・サイクルの最後の歓喜に酔いしれます。サイクルの転換点を読み解くことの困難さは有名で、金融危機以降の異次元の金融政策を考えると、それはますます難しくなっていると言えるでしょう。

二つの要件

クレジットとデフォルト・サイクルの明らかな悪化には必ず二つの条件が現れると考えています。それは、**リセッションが差し迫っていることと資金の流れが偏っていること**です。その例として挙げられるのが、1990年後半からのドットコム・バブルの崩壊と、2000年代に入ってから不動産担保付証券の崩壊でしょう。

このどちらも、米国や他の主要先進国では現在見られていないと考えています。クレジット・サイクル後期には、民間セクターで金融面での不均衡の発生が通常目立ってきます。1990年後半の例で言えば、CEOが収入以上の支出をするような動きが見られ、2007年から2009年の金融危機の前には家計での超過債務が見られました。こうした状況は米国や他の先進国で今はみられていません。

米国のセクターごとのGDPに対する債務比率



出所：US Bureau of Economic Analysis (BEA), Federal Reserve 2018 Q2

注：網掛け部分はNBERが示す米国のリセッション時

民間セクターと比較して、米連邦政府はトレンドを上回る経済成長にもかかわらず、巨額の赤字を抱えています。財政赤字が経済鈍化のきっかけとなる可能性は低いでしょうが、経済成長が徐々に減速する中では、財政政策を景気対策として打ち出すことが難しくなるでしょう。

クレジット・サイクルの後期を示すヒント

しかしながら、米国のレバレッジド・ローン市場には、クレジット・サイクルの後期であることを示す兆しがみられます。レバレッジド・バイアウト (LBO) やM&Aが増加しており、貸し手のプロテクションが失われてきています。

ハイ・イールド債市場はここ数年で市場規模が縮小しており、レバレッジド・ローン市場が急速に成長し、ハイ・イールド債市場と同規模である1.3兆米ドルまでに市場規模を拡大させてきていることと対照的です。

変動金利と担保付証券への投資家の強い需要と、ローン市場で得られる柔軟性に借り手が引きつけられたことによる供給とが合致しているのです。FRBがさらに100bpsの利上げを行い、企業収益も悪化した場合、市場規模が約3,000億米ドルになるB格銘柄にはストレスとなるかもしれません。しかし、これが社債市場全体や経済全体にシステミックな脅威となるとは考えていません。金融危機の時とは対照的に、投資家はレバレッジを使っておらず、短期の資金調達にも依存していません。そして、銀行のレバレッジド・ローンへの投資はかなり限定的です。

フォーリン・エンジェル

企業のレバレッジは米国で相対的に高いですが、最近では落ち着きが見られます。QE時代には、投資適格の上場企業は割安な水準で調達した資金で、設備投資や買収をするのではなく、株の買戻しをしてきました。

BBB格の発行増は、クレジット・サイクルの次の悪化時に問題の中心となるでしょう。金融機関以外のBBB格銘柄の市場規模は2.5兆米ドルにのぼり、米国の投資適格債市場の半分以上を占めます。2010年時点では、その市場規模は1兆米ドルしかありませんでした。次のサイクル悪化時における「フォーリン・エンジェル」は3,000億米ドルに至る可能性があり、ハイ・イールド債市場ではかなりの消化不良を起こすでしょう。ここ数年で負債を大幅に増加させたエネルギー、ヘルスケア、テクノロジー、メディア・セクターが中でも最も悪影響を受けやすくなるでしょう。

欧州のリスク・リターン

クレジットとビジネスのサイクルにおいて、欧州は米国に遅れを取っています。ECBによる社債買入れと、数年に亘るマイナス金利の導入にもかかわらず、欧州企業は、歴史的な低金利を利用した借入れには積極的ではなく、実際のところレバレッジは低下しています。

欧州の社債の投資家にとっての脅威は、企業のファンダメンタルズの悪化ではなく、中国経済の鈍化による欧州経済や企業業績見通しの悪化、そして欧州に身近なところではイタリアのソブリン・リスク（イタリアの発行体が占める割合は、投資適格債市場では5%、ハイ・イールド債市場では15%程度です）でしょう。

イタリア国債のスプレッドは、2019年の予算案についてのEUとポピュリストのイタリア政権の衝突に関して、イタリアのユーロ離脱の序章と捉えることをやめ、GDPに対する公的債務比率が安定していることを投資家が理解すれば、いくらかの縮小が予想できます。

2019年の経済成長はグローバル株式市場を大きく押し上げるほど強いものではないかもしれませんが、低デフォルト率が維持され、社債がわずかながらでもプラス・リターンを獲得するには十分なものになると予想しています。

欧州の社債は低成長とイタリアの政治リスクを完全に織り込んだ状態にある一方で、海外投資家にとっては、米ドル建て債への投資は、イールドカーブがフラット化している中でヘッジコストが上昇していることにより、難しくなっています。

2019年に向けて、欧州社債は魅力的なリスク・リターンにあると考えている一方、米国では銘柄間差異の拡大とM&Aの増加が見られることから、アルファ獲得機会が潤沢に用意されていると考えています。

Coco債

欧州銀行セクターの回復は、経済成長の落ち込みやイタリアの政治リスクが高い中でも、構造的な投資機会があると考えています。

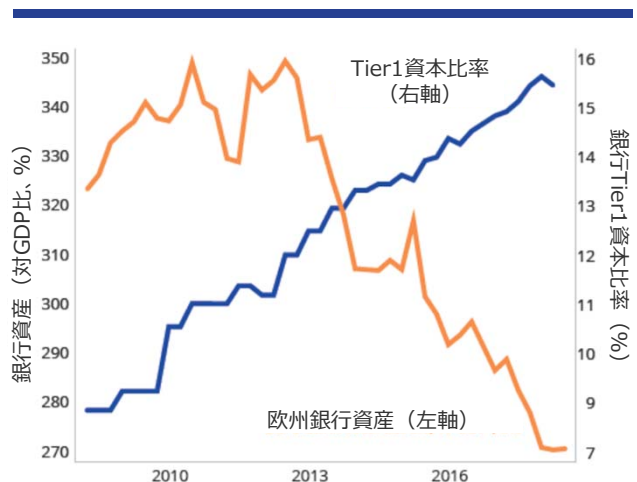
欧州銀行の回復と仲介機能の低下による投資機会にアクセスする方法は、投資家のリスクや流動性への許容度によって数多くあります。

直近の欧州銀行監督局（EBA）のストレス・テストでは、銀行の信用ファンダメンタルズの改善と、市場のショック時でも磐石であることが示されました。イタリアの主要銀行も同様です。

欧州の銀行債務、特に偶発的転換社債（いわゆるCoco債）は一桁台後半の利回り、同格付けの事業債と比較してスプレッドはかなりワイドとなっています。欧州銀行の回復は、仲介機能の低下という長期トレンドを伴っており、投資家は流動性を手放すことで、中小企業への直接の資金提供を行う投資機会もあります。



欧州銀行のバランス・シートの縮小と資本増強



出所：ECB (European Central Bank) Eurostat Q1 2018, Q2 2018

ディスクレーム

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
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■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。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、当社の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。