

インサイト

2016 年エマージング社債の見通し

2016 年 1 月

- **2015 年はエマージング市場全般に厳しい年となり、特にエマージング社債は大きく変動しました。**エマージング市場及び先進国でも経済成長の停滞が続き、商品市況は下落傾向を示しました。また中央銀行の政策は引き続き方向性が異なり、多くの新興国通貨が米ドルに対して著しく下落しました。
- こうした環境下、一部のセクターでは企業のファンダメンタルズが悪化し、格下げが相次ぎましたが、デフォルト（債務不履行）の大幅な増加は見られず、通年のデフォルト率は 3.7%にとどまりました。
- **ブラジルやロシア、中国などの主要国では、各国固有の様々な状況が展開し、それらがプラスの影響やマイナスの影響を及ぼしました。**さらに、ウクライナで債務再編が行われた一方、アルゼンチンやトルコなどでは重要な選挙が実施されました。
- 昨年エマージング社債における主なプラス材料は、**テクニカル状況（需給動向）が顕著に良好な環境を維持**したことです。新規発行が前年比で著しく減少した一方で、企業が債券を買い戻す事例が増えました。また極めて低金利の環境下で「利回り追求」の傾向が持続したことから、資金流出は予想を下回りました。
- そのため、逆風に見舞われたにもかかわらず、エマージング社債は 2015 年に最も堅調に推移した資産クラスの一つとなり、**JP モルガン CEMBI ダイバーシファイド指数は 1.18%のリターンを創出**しました。
- 2016 年の見通しについては、**ファンダメンタルズが引き続き若干厳しい環境**にあり、そうした環境がほぼ 1 年を通して続く予想されるものの、それは足元のバリュエーションに十分に反映されていると思われる。
- ブルーベイでは、ボトムアップの予測に基づき、**デフォルト率が前年より上昇し、2015 年の 3.7%から 2016 年には約 5~7%に達すると予想**しています。現在のエマージング市場が危機的状況にあるとは考えていません。デフォルト率はレバレッジの上昇を反映して、過去数年来の低水準から上昇すると考えられる時点に近づいているものの、過去のエマージング市場危機において見られたような二桁にまで高騰することはないと考えています。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げに踏み切り（2015 年 12 月）、市場はそれを冷静に受け止めたが、今後の利上げは緩やかで段階的なものと考えています。そのため、**米国債金利の上昇は小幅なものに留まると**見えています。
- スプレッドは引き続き拡大圧力を受けると予想されますが、直近の高い利回り（12 月末時点で約 6.5%）によるリターンを著しく損なうほど大幅な拡大にはならないと見えています。
- したがって、ボトムアップによるエマージング社債の今年のリターン予測は 3~5%です。
- リスクとして、変動性が高まると見込まれる準ソブリン債に加え、中東銘柄やアジアのハイ・イールド債を注視しています。一方、中南米において構造改革に進展が見られるようになれば、予想を上回るリターンが見込まれます。
- 引き続き、2016 年は差別化が際立つ年となり、優れた個別銘柄選択が高いパフォーマンスを収める鍵になると考えています。



ポリナ・クoldayeva
エマージング社債チーム
コ・ヘッド、ポートフォリオ・マネジャー



ケビン・ドックレル
エマージング社債チーム
ポートフォリオ・マネジャー
(クライアント担当)

2015 年の振り返り

12 カ月前に遡り、2015 年の見通しを振り返りますと、図表 1 にまとめたように、多くのテーマが展開すると予想していました。

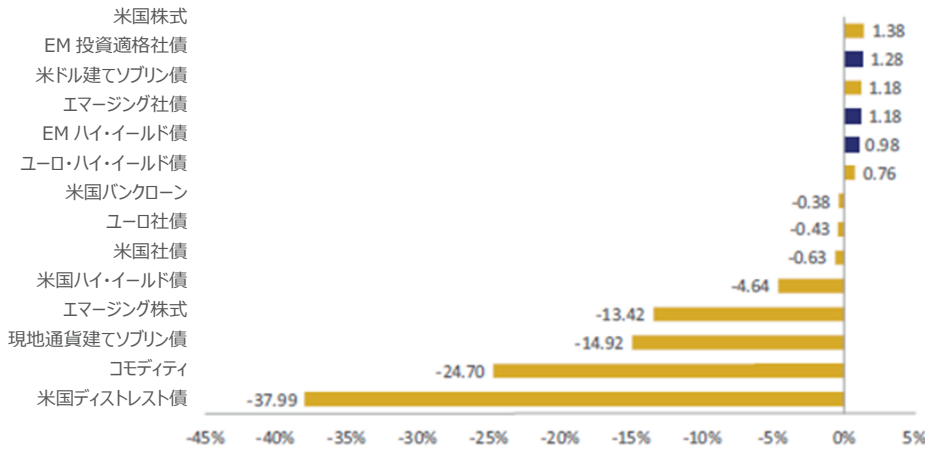
図表 1. 2015 年の予測

2015 年の予測	結果	コメント
トータル・リターンは指数レベルで 4~6%	✗	JPM CEMBI ダイバーシファイド指数のリターンは通年で 1.18%
スプレッドは指数レベルで若干縮小	✗	JPM CEMBI ダイバーシファイド指数のスプレッドは 63bps 拡大 (投資適格社債は 18bps、ハイ・イールド債は 113bps それぞれ拡大)
米国が金融引締め政策に踏み切るため、米国債利回りは上昇	✓	利回りは通年でわずかに上昇、FRB は 12 月に 0.25% 利上げ
デフォルト率は過去平均を上回り上昇	✗/✓	デフォルト率は過去数年来の低水準から上昇したが、予想の約 5~7% を下回る
中央銀行の政策は方向性が異なるというテーマが展開	✓	ECB、中国人民銀行、日銀は、追加金融緩和を実施、FRB は 12 月に利上げ
低成長、インフレ率低下のテーマが継続	✓	世界経済の成長予測は 2015 年に再び下方修正、一方、商品市況の下落が継続
新興国通貨は引き続き低迷	✓	新興国通貨は約 15% 下落
新規発行の増加が再び見込まれ、2014 年の水準に匹敵	✗	2015 年の新規発行は大幅に減少 わずか 2,380 億米ドルに
銘柄の差別化テーマが持続	✓	国別、セクター別に著しいリターン格差
ロシア・ウクライナは引き続き低迷	✗	国別では、ロシアとウクライナが最も堅調、リターンはそれぞれ約 30%
中国の不動産セクターにおける腐敗防止が引き続きヘッドライン・リスクの源泉	✓	年初に紙面を大きく賑わしたのち、夏にかけて沈静化、年末にかけて再び表面化
ブラジルは多くの問題に見舞われ、パフォーマンスが悪化	✓	指数構成国のなかで、ブラジル (-17%) はザンビアに次いで最も軟調
ディフェンシブ・セクター及び高格付銘柄がアウトパフォーマンス、商品市況に敏感なセクターがアンダーパフォーマンス	✓	主要セクターのなかで金属・鉱業 (-10%) が最も軟調、投資適格銘柄がハイ・イールド銘柄を 2 年連続でアウトパフォーマンス、ディフェンシブ・セクターは堅調に推移

2015 年は予測が
難しい年でした

図表 1 に示したまちまちな結果が示すように、2015 年は予測が若干難しい年でした。エマージング社債市場は、好調なスタートを切り、年央のピーク時には 5% 以上上昇した後、年後半には、コモディティ価格が再び下落し、米国債のボラティリティが上昇するなか、国や企業に固有のマイナス材料も再浮上してエマージング市場に対する投資家心理が悪化したことから、前半の上昇分の多くを失いました。しかし、エマージング社債は、通年で堅調なリターンを達成し、JP モルガン CEMBI ダイバーシファイド指数は 1.18% 上昇、そのうち投資適格社債 (+1.28%) がハイ・イールド債 (+0.98%) をアウトパフォーマンスしました。そのため、エマージング社債は、2 年連続で、世界的に最も堅調に推移した資産クラスの一つとなりました。また、エマージング社債は、欧米先進国の社債をアウトパフォーマンスしました (図表 2)。エマージング社債のリターンは、米ドル建てソブリン債のリターンと同程度になった一方、現地通貨建て債券は、新興国通貨が続落したため、再び世界で最も軟調な資産クラスの一つとなりました。大きく出遅れた資産は、コモディティ関連銘柄とディストレスト債でした。ディストレスト債にとっては再び非常に厳しい年となり、10-12 月期に多くの大型ファンドが清算される結果となりました。

図表 2. 主要資産クラス別の 2015 年のリターン



出所：JPモルガン、MSCI、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、S&P、ブルームバーグ。2015年12月31日現在

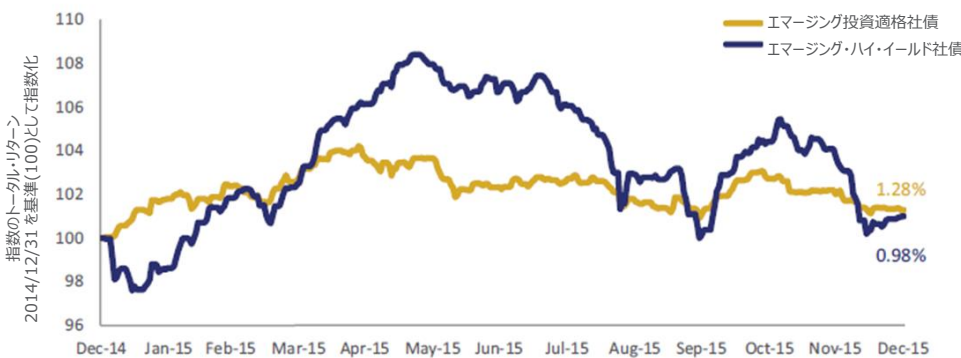
注記：米国株式：S&P 500 指数 (TR)；エマージング投資適格社債：JPM CEMBI ダイバーシファイド・ハイ・グレード (米ドル・ヘッジなし)；米ドル建てソブリン債：JPM EMBI グローバル・ダイバーシファイド (米ドル・ヘッジなし)；エマージング社債：JPM CEMBI ダイバーシファイド (米ドル・ヘッジなし)；エマージング・ハイ・イールド債：JPM CEMBI ダイバーシファイド・ハイ・イールド (米ドル・ヘッジなし)；ユーロ・ハイ・イールド債：BAML ユーロ・ハイ・イールド債指数；米国バンクロン：クレディスイス・レバレッジド・ローン指数；ユーロ社債：BAML ユーロ社債指数；米国社債：BAML 米国社債マスター (COAO) (米ドル・ヘッジなし)；米国ハイ・イールド債：BAML 米国ハイ・イールド債マスター (HOAO) (米ドル・ヘッジなし)；エマージング株式：MSCI エマージング市場 (米ドル・ヘッジなし)；現地通貨建てソブリン債：JPM GBI-EM グローバル・ダイバーシファイド (米ドル・ヘッジなし)；コモディティ：ブルームバーグ・コモディティ指数；米国デイトレスト債：BAML 米国デイトレスト・ハイ・イールド債指数

差別化と格差が継続するテーマ

エマージング社債市場のなかで、2015 年も市場間の差別化が主要テーマとなり、セクター別・国別のリターン格差が大きく開きました。

図表 3 に示されるように、2015 年に際立って堅調だった国は、ロシアとウクライナでしたが、それはファンダメンタルズが大幅に改善したためではなく、主にテクニカル面がプラス寄与しました。一方、最も軟調だった国はブラジルでした (ザンビアは、問題を抱えた銅生産会社のみが関連しているため、除外します)。ブラジルでは、マクロ経済状況の悪化やコモディティ価格の下落、厳しい政治状況に加え、継続する汚職スキャンダル (「洗車作戦」) の捜査が拡大し、1 年を通して収まる兆しを示さないことを背景に、市場が低迷しました。その他に軟調だったコロンビアは、年後半に安値を更新した原油安に伴い、下落しました。主要セクターのなかではコモディティ関連が出遅れ、金属・鉱業が最も軟調だった一方、石油・ガスの下落は小幅に留まりました。一方、通常はシクリカルな特性を示す不動産セクターが最も堅調に推移しましたが、これは特に中国におけるテクニカル面のプラス寄与によるものです。一方、よりディフェンシブなセクターである運輸セクターや公益セクターも、ベンチマークのリターンを上回りました。格付け別で見ると、投資適格社債とハイ・イールド債の年間リターンの格差は 0.30%以内でしたが、途中経過が順調とは言えず、特にハイ・イールド債については、図表 4 に示されるように大きく変動しました。

図表 4. 2015 年の予想

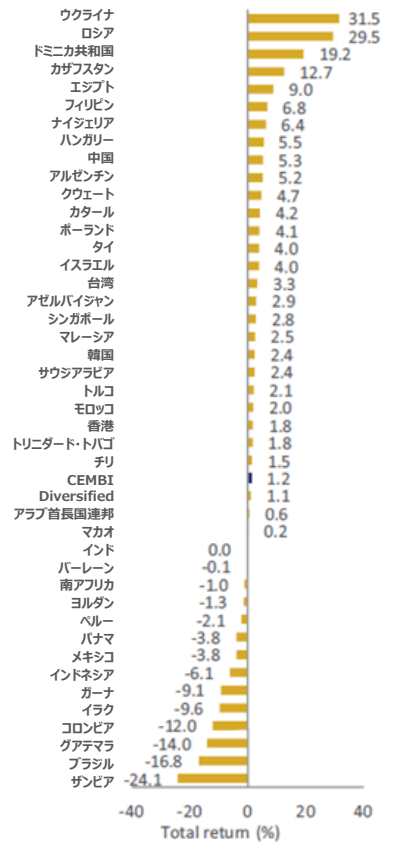


出所：ブルームバーグ、2015年12月31日現在

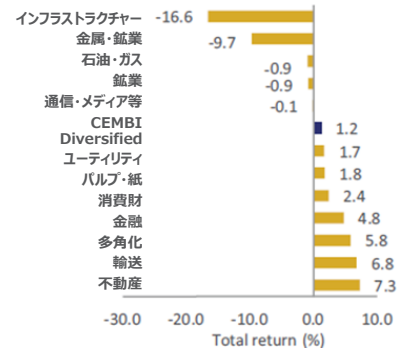
2015年もクレジット市場の中での差別化が主要テーマとなりました

図表 3. 2015 年の予想

トータル・リターン：国別



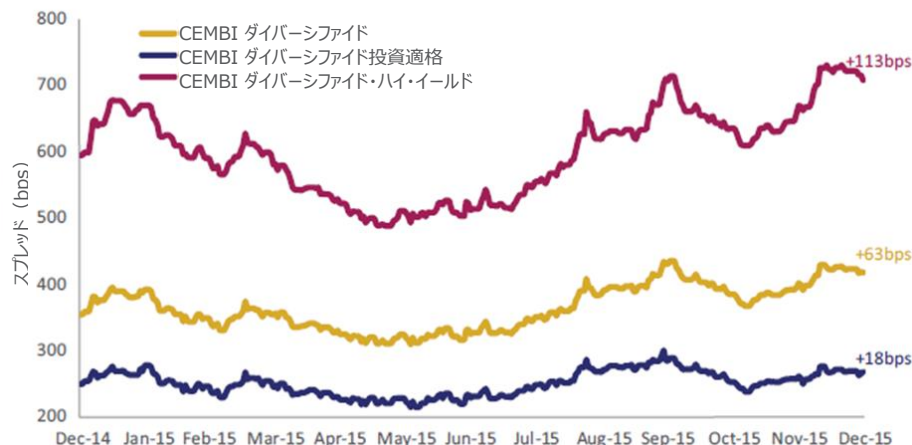
トータル・リターン：セクター



出所：JPモルガン、2015年12月31日現在

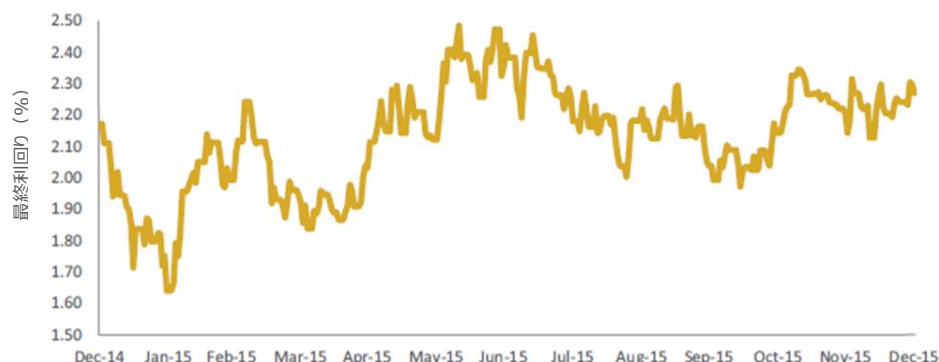
米国債は大きく変動したものの概ね横ばい(図表 6)となった一方、スプレッドが 1 年の大半を通して拡大した(図表 5)ため、もっぱらキャリア(インカム)がリターンの主な源泉でした。

図表 5. エマージング社債のスプレッドは拡大



出所：JPモルガン、2015年12月31日現在

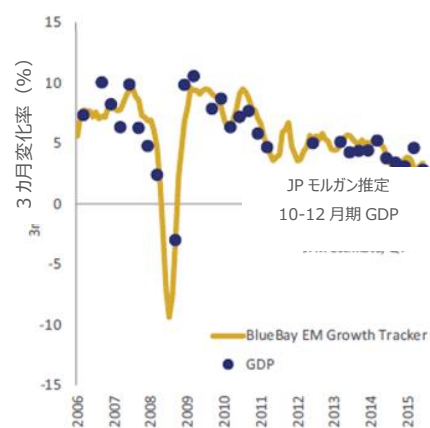
図表 6. 米国債利回りは前年未比でわずかに変化



出所：ブルームバーグ、2015年12月31日現在

マクロ経済の観点から言えば、2015 年は確かに厳しい年でした。経済成長予測は再び下方修正され(図表 7)、インフレ率は低水準に張り付き、コモディティ価格は 1 年の大半にわたり下落しました(図表 8)。

図表 7. EM 市場の経済成長予測は下方修正



出所：一連の経済指標に基づきエマージング市場全体の経済成長率を予測するブルーベイ・アセット・マネジメント独自のモデル、マクロボンド、JPモルガン。2015年12月現在

図表 8. コモディティ価格は下落

コモディティ	2015年 トータル・リターン	終値
原油(ブレント)	-33.82%	37.9
原油(WTI)	-29.34%	37.6
石炭(燃料炭)	-1.98%	61.8
ガス(天然)	-34.62%	2.3
金	-9.71%	1,069.3
銀	-11.01%	14.0
鉄鉱石	-37.37%	43.4
銅	-25.54%	333.9
ニッケル	-41.77%	141.4
トウモロコシ	-9.63%	296.2
小麦	-20.31%	318.9
砂糖	4.96%	160.4

出所：ブルームバーグ、2015年12月31日現在

米国債は概ね横ばいとなった一方、スプレッドが1年の大半を通して拡大したため、もっぱらキャリア(インカム)がリターンの主な源泉でした

マクロ経済の観点から言えば、2015年は厳しい年となり、経済成長率が低下し、コモディティ価格が下落しました

中央銀行の政策は、引き続き異なる方向へ

2015年の重大なマクロ・イベントは、米連邦準備制度理事会（FRB）が、12月のFOMC会議で金利を0.25%引き上げたことでした。最初の利上げ時期については、1年の大半を通じて様々な憶測がありましたが、12月の利上げは、それまでに概ね予想されており、市場で盛んに報じられていました。そのため、利上げ直後の市場の反応は、ある程度抑えられたものでした。利上げサイクルの軌道についても大いに論じられ、今後の利上げは極めて緩慢かつ段階的なものとなり、2016年までに0.25%の利上げが1~2度行われるという予想が市場のコンセンサスですが、FOMC関係者は直近、市場は年内に4回の利上げが行われる可能性を過小評価していると指摘しています。

FRBは、主要中央銀行の中で初めて利上げに踏み切りましたが、その他の主要中央銀行は、2015年に金融緩和政策を継続しました。ユーロ圏では、マリオ・ドラギ欧州中央銀行（ECB）総裁が、「本格的な」量的緩和で国債を買い入れると発表し、その後、購入規模を拡大しました。また、日本銀行が引き続き金融緩和と資産購入を進めた一方、中国の政策当局は、景気減速に対応するため様々な景気刺激策を継続しました。

エマージング市場各国に具体的に目を向けると、消化しきれない程のニュースがありました。実際、ブラジルやロシア、中国など指数構成比率の高い国が主な震源地となって、市場の変動性を高めました。

ブラジルは悲観的なニュース一色

ブラジルでは、川下部門の設備投資プロジェクトの一部における過剰な支払いを発端とする、大規模な汚職スキャンダル（「洗車作戦」）の中心にあることが分かった国営石油生産会社に、年初から関心が集中しました。1-3月期には、同石油生産会社が、資産の減損を適切に計上した監査済財務諸表を公表できるかに、多くの関心が集まりました。同社は、最終的にテクニカル・デフォルトを回避することができたものの、休息は長く続きませんでした。夏の数か月間にわたり、汚職捜査の対象範囲が拡大されたことやコモディティ価格の更なる下落、改善の兆しが見られない経済ファンダメンタルズなどから、政治的意思決定体制がますます麻痺するようになり、ブラジルに対する投資家心理が全般的に著しく悪化しました。これらの要因が重なって、ブラジルのソブリン格付けは（多くの銀行や国営企業とともに）非投資適格（ジャンク）に引き下げられました。10-12月期には、鉄鉱石鉱山のダム決壊や、大手金融会社CEOの逮捕が相次いで生じ、ブラジル資産に対する投資家心理をさらに押し下げたため、ブラジルの状況は一段と悪化しました。年末には、ジョアキン・レビ財務相が突如辞任し、ジルマ大統領が新年に弾劾される可能性について憶測が高まりました。ブラジル社債のリターンは、指数レベルで▲16.8%となりました。

ロシアの資産は力強く上昇

図表 9. ロシアの社債スプレッドは 2015 年に縮小



出所：JPモルガン、2015年12月31日現在

エマージング市場では2015年に消化しきれない程のニュースがありました

2014 年は、ロシア社債が 16%下落し、厳しい年でしたが、2015 年は、ロシア社債のトータル・リターンが最も堅調で 30%を上回り(図表 9)、言わば回復の年となりました。その過程においてロシアは、近年のエマージング国として初めて、デフォルト率の急上昇を防ぎながら自国通貨を急激に切り下げる緊急「ショック療法」を成し遂げた国となりました。1994 年のメキシコや 1998 年のロシア、2001 年のアルゼンチンなど、通貨切り下げの他の事例では、いずれもデフォルト率の大幅な上昇が後に続きました。しかし、2015 年のロシアでは、強力な政策対応によって流動性が金融システムにつき込まれ、ロシアの政府当局は外貨建て債務に損失が生じないよう尽力する姿勢を明確に示しました。これに加えて、テクニカル面では、新しいレポ枠に使用するため社債を購入する現地銀行からの需要が極めて強い一方、経済制裁のために新規供給はほぼゼロの状態でした。継続的な経済制裁やコモディティ価格の続落、ルーブルの 20%の下落依然として熾る地政学上の問題(ウクライナに加えて、ますます中東においても)、改善の兆しが見られないファンダメンタルズなどにもかかわらず、この力強い需給面はロシア資産、特に銀行債が極めて大幅に上昇する基盤を築きました。

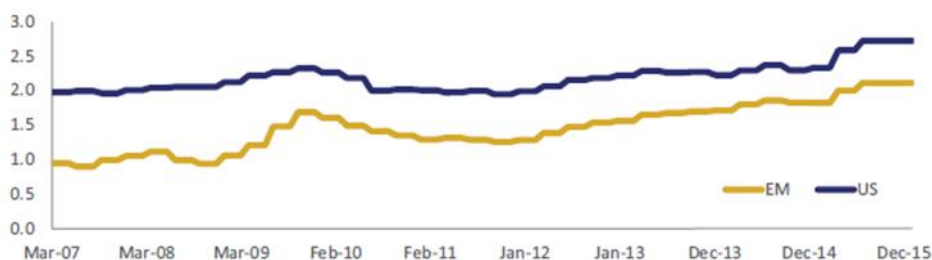
中国社債は逆風に見舞われるなかでも堅調に推移

中国は、より好悪混在した状況でした。年初には、不動産セクターにおける汚職捜査を巡る話題が紙面を賑わし、有名な不動産開発会社のデフォルトに繋がりましたが、2015 年の大部分において、その影響は弱まりました。それよりも、極めて軟調な経済指標が続いたため、中国の景気減速が中心テーマになった一方、中国の株式市場は、年央まで値動きの荒い展開となり、年後半には、中国人民元の突然の切り下げが火に油を注ぎました。ただし、企業が米ドル建て債務を返済して国内市場でより低利の資金調達を行うというテーマの下、強力なテクニカル要因を背景に米ドル建て債券の希少価値が高まり、そのスプレッドが縮小したため、中国の社債は 1 年を通じて極めて堅調に推移しました。

一部のセクターはファンダメンタルズが悪化

過去 12 カ月間にわたる企業のファンダメンタルズを純粋に見ると、信用指標が若干悪化しました。その結果は、経済成長の鈍化や減益、場合により米ドルに対する自国通貨安の影響を反映して、概ね低下予想に沿った形となりました。そのため、一部のセクターではレバレッジが上昇傾向を示しています(図表 10)。

図表 10. エマージング社債と米国ハイ・イールド債の一部の分野でレバレッジが上昇



出所：バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、2015 年 12 月 31 日現在

図表 11. エマージング社債の格付けは引き下げ傾向



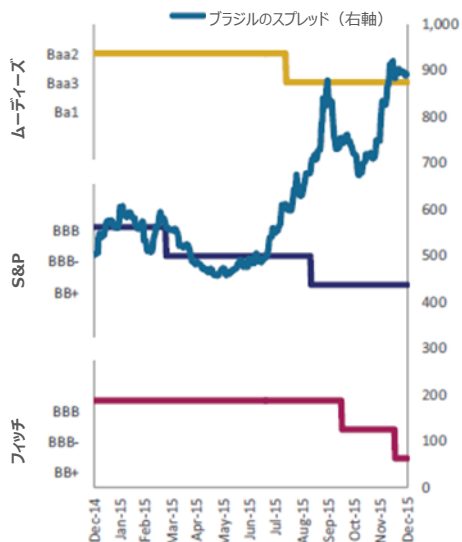
出所：JP モルガン、ブルームバーグ、2016 年第 1 四半期 (2016 年 1 月 15 日現在)

信用指標に若干の悪化傾向

こうした環境下かつ信用サイクルの現段階で想定されるように、格付機関は、多くの対象に関して格下げを検討している「格下げモード」にありました。特に、指数構成比率の最も高いブラジル(図表 12)とロシア(図表 13)の格付けに関しては、ともに投資適格未満に引き下げました。

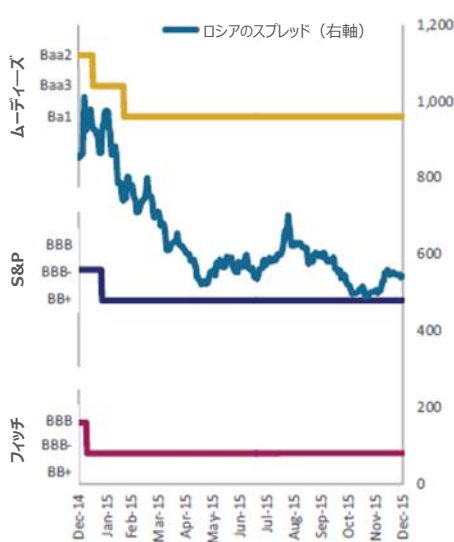
信用サイクルの現段階において、格付機関はロシアとブラジルを中心とする対象に関して、格下げモードにあります

図表 13. ブラジル債務の格下げ



出所：ムーディーズ、S&P、フイチ。2015年12月31日現在

図表 12. ロシア債務の格下げ



出所：ムーディーズ、S&P、フイチ。2015年12月31日現在

しかし、デフォルトや破綻に伴う債務交換に関して言えば、前年比で若干増加しているものの、デフォルト率の上昇は大幅ではなく、2014年の3.3%から2015年の3.7%にわずかに上昇しただけです。

図表 14. 2015年のエマージング社債のデフォルトおよび破綻に伴う債務交換

発行体	国	地域	対象金額 (百万米ドル)	エマージング市場のハイ・イールド債に占める割合 (%)
デフォルト			12,021	2.58%
China Fishery	中国	アジア	288	0.06%
Hidili	中国	アジア	183	0.04%
Kaisa	中国	アジア	2,240	0.48%
Shanshui Cement	中国	アジア	529	0.11%
Winsway	中国	アジア	309	0.07%
Berau	インドネシア	アジア	950	0.20%
Trikomsel	インドネシア	アジア	165	0.04%
Yuksel	トルコ	エマージング欧州	200	0.04%
IEBA	アルゼンチン	中南米	135	0.03%
Gildemeister	チリ	中南米	700	0.15%
Ceagro Agricola	ブラジル	中南米	100	0.02%
Cimento Tupi	ブラジル	中南米	185	0.04%
GVO	ブラジル	中南米	735	0.16%
Lupatech	ブラジル	中南米	48	0.01%
OAS	ブラジル	中南米	1,775	0.38%
Schahin	ブラジル	中南米	652	0.14%
Tonon	ブラジル	中南米	240	0.05%
ICA	メキシコ	中南米	1,350	0.29%
Oro Negro	メキシコ	中南米	175	0.04%
Trump Ocean Club	パナマ	中南米	199	0.04%
Afren	ナイジェリア	中東・北アフリカ	863	0.19%
破綻に伴う債務交換・債務再編			5,020	1.07%
Cognor	ポーランド	エマージング欧州	8	0.00%
Alliance Oil	ロシア	エマージング欧州	299	0.06%
Avangardco	ウクライナ	エマージング欧州	200	0.04%
DTEK	ウクライナ	エマージング欧州	200	0.04%
Ferrexpo	ウクライナ	エマージング欧州	500	0.11%
MeInvest	ウクライナ	エマージング欧州	85	0.02%
Oschad Bank	ウクライナ	エマージング欧州	1,200	0.26%
PrivatBank	ウクライナ	エマージング欧州	200	0.04%
UKREXIM	ウクライナ	エマージング欧州	1,475	0.32%
General Shopping	ブラジル	中南米	85	0.02%
Tonon	ブラジル	中南米	300	0.06%
EDCON	南アフリカ	中東・北アフリカ	468	0.10%
合計			17,041	3.65%

出所：JPモルガン、2015年12月31日現在

回収率については、概ね過去平均の約 35% (破綻に伴う債務交換を含めると約 50%) に沿った水準となりましたが、著しいばらつきがありました。レバレッジの高いコモディティ関連では、ナイジェリアの石油・ガス会社など、年初にデフォルトに陥った後、現在は額面 1 ドルに対して約 1 セントで取引されている銘柄があります。しかし、ウクライナ企業の破綻に伴う債務交換をすべて見ると、ソブリン債の想定以上に有利な条件での再編を背景に、比較的高い回収率でした。その他、アジアで顕著なデフォルト事例は、中国の不動産会社とセメント会社の 2 社でした。両社とも、デフォルトの原因がファンダメンタルズに関するものではなく、経営の失敗により最終的に支払いを怠ることとなった経営者レベルの問題にあったため、比較的高い回収率となりました。

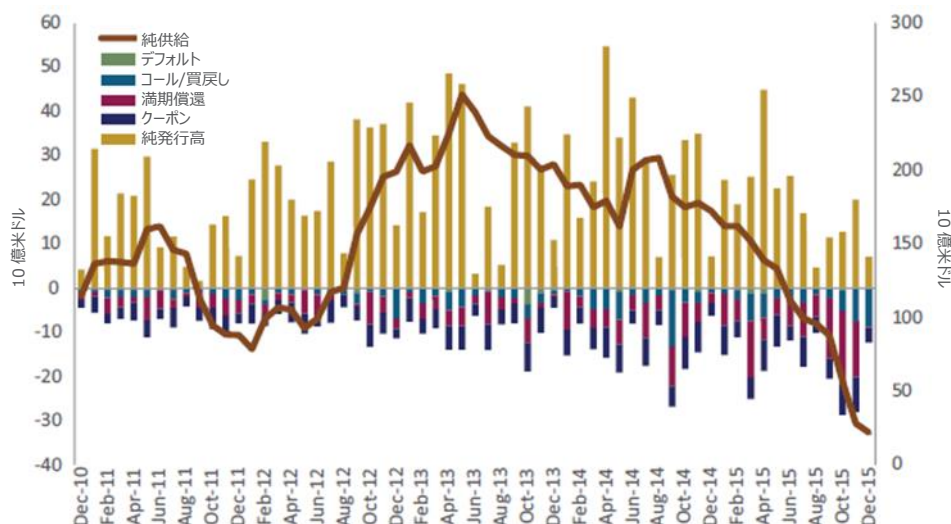
テクニカル状況

おそらく 2015 年における最大のテーマは、エマージング社債の際立つテクニカル状況でした (図表 15)。2014 年に総発行高が 3,720 億米ドルと過去最高をつけた後、2015 年の新規発行高は約 36% 減少し、わずか 2,380 億米ドルにとどまりました。多くの理由から、企業は債券発行ができない (ロシアの場合、経済制裁のため) か、発行を敬遠 (その他の問題を抱えた地域やセクターの場合、発行コストが高過ぎるため) しました。一方、借り換えニーズがなく、高い流動性を有する優良企業の一部は、単に発行する必要がなく、腰を据えて、厳しい状況を乗り切ることができました。さらに、債券の満期償還や分割返済、利払いも、2015 年に高水準となったため、投資家の手元には活用すべき多額の余剰資金がありました。低金利の環境下で、「利回り追求」の姿勢を維持する投資家がエマージング社債に資金を振り向けたため、「テーパー・タントラム」(FRB が量的緩和を縮小するとの思惑からリスク資産が売られたこと) を受けて、2013 年に見られた程の資金流出はありませんでした。

最後に、良好なテクニカル面を支えた大きな要因は、債券を買い戻す事例が増えたことでした。この負債管理は、自国通貨に対する米ドル高の持続 (そして、その結果として、通常、自国通貨建ての収入と米ドル建ての債務残高が高い一定のエマージング企業における債務比率の上昇) や、全般的に不透明な見通しに対応して、市場の広範囲にわたり優先度が高まりました。これに関連して、エマージング市場の現地通貨建て社債の市場規模は、過去 5 年間で 2 倍以上に拡大し、現在、55 億米ドル以上に達しています。こうした動きの結果として純供給が急速に減少し、ある程度底堅い資金流入や持続的な需要と相まって、2015 年の良好なトータル・リターンに寄与しました。

市場のテクニカルは、発行高が約 35% 減少し、需要が高水準を維持し、債券買戻しの事例が増えるなかで、2015 年のリターンを支えました

図表 15. 2015 年の予想



出所：バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、2015 年 12 月 31 日現在

図表 16. エマージング市場債券と先進国債券

	最終利回り (%)	スプレッド (bps)	デュレーション (年)	信用格付け (総合)
エマージング社債	6.4	418	5.2	BBB
エマージング投資適格社債	4.9	267	5.7	BBB+
エマージング・ハイ・イールド社債	9.2	708	4.3	BB-
エマージング現地通貨建て社債	9.9	345*	3.6	BBB
エマージング外貨建てソブリン (米ドル)	6.4	415	6.6	BB+
エマージング現地通貨建てソブリン	6.8	n/a	6.8	BBB+
米国ハイ・イールド債	8.9	695	4.4	B+
米国投資適格債	3.7	173	6.7	A-
欧州ハイ・イールド債	5.8	535	3.6	BB
欧州投資適格債	1.5	133	5.0	A-

出所：JPモルガン、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、2015年12月31日現在

注記：エマージング投資適格社債：JPM CEMBI ダイバーシファイド・ハイ・グレード (米ドル・ヘッジなし)；米ドル建てソブリン債：JPM EMBI グローバル・ダイバーシファイド (米ドル・ヘッジなし)；エマージング社債：JPM CEMBI ダイバーシファイド (米ドル・ヘッジなし)；エマージング・ハイ・イールド債：JPM CEMBI ダイバーシファイド・ハイ・イールド (米ドル・ヘッジなし)；ユーロ・ハイ・イールド債：BAML ユロ・ハイ・イールド債指数；米国/円・ユーロ：クレディスイス・レベルレジット・ローン指数；ユーロ社債：BAML ユロ社債指数；米国社債：BAML 米国社債マスター (COAO) (米ドル・ヘッジなし)；米国ハイ・イールド債：BAML 米国ハイ・イールド債マスター (HOAO) (米ドル・ヘッジなし)；エマージング株式：MSCI エマージング市場 (米ドル・ヘッジなし)；現地通貨建てソブリン債：JPM GBI-EM グローバル・ダイバーシファイド (米ドル・ヘッジなし)；現地通貨建てエマージング社債：BAML ダイバーシファイド現地通貨建てエマージング非ソブリン債指数

バリュエーションは魅力的な水準を維持し、テクニカル状況は下支え要因

純粋なバリュエーションの観点から、エマージング社債の投資テーマは、引き続き概ね通用すると考えています。過去 2 年間にわたり主要資産クラスの大半を上回るパフォーマンスを取ったものの、格付けが同等の先進国社債を上回る利回り水準は、特に投資適格社債において引き続き極めて魅力的ですが、ハイ・イールド債のスプレッド面での魅力は、2015 年後半の米国ハイ・イールド債スプレッドの拡大を背景に若干悪化しており、現在、エマージング市場と先進国市場の差はありません。

そのため、リスク調整後リターンが最も高いのは、投資適格社債とクロスオーバー債であり、一方、エマージング市場のハイ・イールド債については慎重姿勢を強めています。

テクニカル状況も、引き続き強い下支え要因です。前述のとおり、昨年の新規発行は大きく落ち込み、2014 年の水準から約 35%減少しました。市場構成比率の高い国やセクターにおいて、企業は資本市場での資金調達に消極的か、発行ができない状況です。ロシアに対して続く経済制裁、ブラジルやトルコ、南アフリカなどの国における不透明感、米ドル建て債券の発行を抑え、アジア市場で現地通貨建て債券を発行するというテーマの継続を受けて、2016 年の発行高は落ち込んだ水準を維持すると予想されます。

これらのテーマは 2016 年も続くと予想しています。企業は可能な限り負債管理を積極的に続けると予想され、エマージング社債の投資家層が過去 3 年間にわたり進化したことから、エマージング社債市場からの資金流出は管理可能な水準となり、投資家心理が改善すれば、資金流入に転じると楽観的にみえています。

ボトムアップの銘柄レベルの観点から、金属・鉱業などの商品市況に対する感応度が高いシクリカル・セクターを中心に、一定のセクターでは、過去 2 年間にわたりファンダメンタルズが若干悪化しており、こうした下方トレンドが 2016 年も続くと予想しています。しかし、同時に、エマージング市場の企業は、現在の不透明な環境を乗り切るため、慎重かつ積極的なバランスシートの管理を続けると予想しています。先進国では、M&A や自社株買戻し、配当など、債権者を犠牲にして、株主を重視した企業行動が増加している証拠が見られます。しかし、エマージング市場では、良好な経営を行う企業が高い流動性を活用して、債券を買い戻し、債務負担の軽減を図っています。

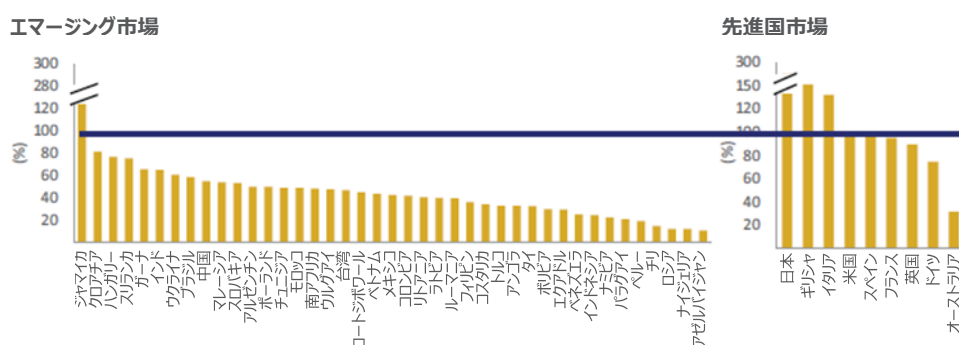
一方で、エマージング社債市場において懸念材料となりつつあるのは政策意思決定や政府の介入の影響です。これらは時に非伝統的で予測不能な場合もあり、その影響は個別銘柄にも及ぶ可能性があります。

景気敏感度の高いセクターの一部では、ファンダメンタルズに問題が残るものの、バリュエーションは、それを反映して調整しています

今後のエマージング社債

今後の方向性については、現在の環境について2通りの見方が考えられます。一つは「エマージング危機及びその連鎖する」という見方で、もう一つは「乗り切り、封じ込める」という見方です。ブルーベイでは、後者の見方を固持しています。まず、主要な新興国の財政状況を見ると、先進国を下回る負債比率を維持しています。さらに注目すべきことは、負債比率のみが過去の主要な新興国における債務再編のきっかけではなかったという点です。1994年のメキシコ危機や1998年のロシア危機、2001年のアルゼンチン危機など、過去のすべてのエマージング市場危機を振り返るならば、いずれも、債務の積み上がりではなく、大規模な通貨切り下げが発端になったという共通点があります。そのため、対象国の大多数が変動相場制を採用していることや、新興国通貨が過去3年間にわたり既に調整していることから、主要国の返済リスクは大きくないと考えています。

図表 17. 2015年6月30日現在の政府債務（対GDP比率、%）



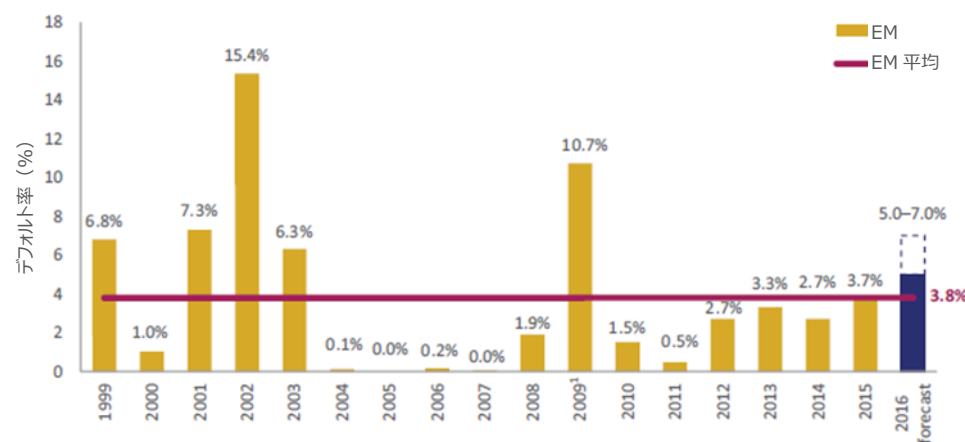
出所：フッチ・レーティングス「ソブリン・データ比較」、2015年6月30日現在

デフォルト率は緩やかに上昇する可能性

ブルーベイでは、今年のエマージング市場ハイ・イールド債のデフォルト率を約5~7%と予想しています。これは、過去2年間の水準をわずかに上回りますが、デフォルト率が過去の危機時に見られたような二桁にまで高騰する引き金にはなりません。最近のボラティリティ上昇や価格下落の原因がレバレッジの上昇であり、流動性の逼迫に伴うイベントではない限り、今回の信用サイクルは異なると予想されます。コモディティ価格が2016年を通じて落ち込んだ水準を維持するというベースケースに基づき、今年度のデフォルト率上昇は、石油・ガスセクターや金属・鉱業セクターが主な要因になると予想しています。

2016年のデフォルト率は5~7%程度となり、過去平均を上回るものの、過去のエマージング市場危機時を下回ると予想しています

図表 18. デフォルト率の推移（ハイ・イールド債の残高に対する割合、%）



出所：JPモルガン、2015年12月31日現在。

注：

1 上図は破綻に伴う債務交換を含みます。

またブラジルやコロンビア、インドにはデフォルトが見込まれる多くの銘柄が存在している
ると見えています。これらの国には、過剰な債務比率や重い債務負担を抱え、今年債務再
編を行う必要があると思われる銘柄があります。

デフォルト以外では、2015 年に、ロシアとブラジルを中心に多くの銘柄が既に投資適格
未滿に格下げとなっており、広範な指数レベルで約 5%の銘柄が投資適格からハイ・イ
ールドに引き下げられているため、格下げの割合が高まる可能性は低いと言えます。た
だしトルコと南アフリカの 2 市場では、格下げリスクが十分に織り込まれていないと見て
います。両国では、ファンダメンタルズの状況が若干厳しく、政治状況がますます懸念
材料となっています。

主なリスク要因

見通しに対する潜在的な下方リスクについて考える場合、中東やアジア、とりわけアジア
の一部の市場のなかでハイ・イールド債に注目しています。投資対象ユニバースに占め
る中東の割合は約 15%ですが、一般的に広く保有されておらず、スプレッドは過去タイト
な水準で取引されてきました。原油に関する現在の見通しや外貨準備高の減少を勘
案すると、対外収支の観点から、中東地域により厳しい視線が注がれる可能性がある
と同時に、米ドル・ペッグ制が圧力を受ける可能性も無視できません。

アジアに目を向けると、中国は明らかに注視すべき対象です。これまで、現地市場が一
般的に借り換えニーズのある企業に開かれていたため、大規模なデフォルトは生じてい
ません。しかし、中国がレバレッジの最も高い国の一つであることを考慮すれば、今後政
策が変更された場合、破綻に追い込まれる企業が増え、中国のハイ・イールド債のデフ
ォルト率は予想以上に上昇する可能性があります。中国のハイ・イールド債の多くは、現
在、額面程度の価格で取引されていることから、市場がこの潜在的な下方リスクを織り込
んでいるとは見ていません。

またエマージング社債市場において無視できない主な分野は、市場全体の約 40%を
占める準ソブリン債です。準ソブリン債のファンダメンタルズは幅広く悪化していますが、
各国政府がこれらの問題に対応する方法は極めて多様です。そのため、準ソブリン債は
今年の変動をもたらす要因になると予想されます。

各国の中央銀行は、引き続き下支えを提供

しかし、暗い見通しばかりでなく、上振れの可能性を前向きに捉える確かな理由があると
考えています。まず、世界的な金融緩和については、まだ米 FRB を除く世界の主要な
中央銀行の大多数が、緩和姿勢を維持する環境下にあります。日銀や ECB、中国
人民銀行は、いずれも様々な形で緩和政策を続けると予想され、それが今年の市場を支
えると考えています。米国においてさえ、12 月の利上げ以降に見られた価格動向を勘
案すると、米国債利回りが無秩序に上昇し、それがリスク資産に波及するというテール
リスクの可能性は低いと見えています。

各国政府が改革を進める可能性

その他に注目すべき側面は構造改革のテーマであり、改革が進展すれば、高いリター
ンをもたらす可能性があります。2014 年にはインドの改革がプラス材料になり、2015 年
にはメキシコとチリで改革が進みました。2016 年には、既に昨年終わりの選挙が良好な
結果になったアルゼンチンに順番が回ってくる可能性があり、全体として 2016 年は、よ
り有意義で市場に友好的な改革が進む可能性があります。ブラジルにおいてさえ、上向
きの余地があります。ジルマ・ルセフ大統領の弾効が勢いを増すというシナリオが現実の
ものになり、政権交代や汚職スキャンダルの収束、改革の兆しが見られるならば、ブラ
ジルにとって大きなプラス要因になります。昨年の上落の程度を勘案すると、2015 年にロ
シアで見られたように、大幅に反発する可能性があります。

**中南米で前向きな
改革が進む可能性
があると見えています**

2016年のリターン予測

結論として、エマージング市場には多くの逆風があるものの、2016年は、エマージング社債が相当程度に高いリターンを生み出す年になる可能性があると考えています。広範な指数レベルのキャリー（利回り）が6.36%という出発点は、かなり魅力的であり、先物のイーロードカーブは、米国債利回りの約0.3%の小幅な上昇を織り込んでいますが、スプレッドの拡大はある程度抑制されると見えています。投資家心理が改善し、ブラジルなどの国で予想を上回る上振れが見られた場合には、むしろスプレッドが若干縮小する可能性があると考えています。

デフォルト率は大幅に変化すると予想されます。ベースケースでは、デフォルト率が2倍の約5~7%に上昇すると予想していますが、過去の危機において見られたような水準にはならないと予想しています。そのため、エマージング社債全体として、2016年のリターンを3~5%と予想しています。しかし、2015年の場合と同じように、2016年も大きなリターン格差が再び生じると予想され、先行きの明るいプラス材料から高いリターンが見込まれる一方、悪化を示す弱気材料は、引き続き市場から嫌気されると予想されま

エマージング社債全体として、2016年に一桁台前半のプラスのリターンを予想しています

図表 19. エマージング社債の2016年のリターン予測

ハイ・イーロード債のデフォルト率 (bps)

	0	100	200	300	400	500	600	700	800	900	1000
325	9.64%	9.43%	9.22%	9.01%	8.80%	8.59%	8.38%	8.17%	7.76%	7.75%	7.54%
350	8.34%	8.13%	7.92%	7.71%	7.50%	7.29%	7.08%	6.87%	6.66%	6.45%	6.24%
375	7.04%	6.83%	6.62%	6.41%	6.20%	5.99%	5.78%	5.57%	5.36%	5.15%	4.94%
400	5.73%	5.52%	5.31%	5.10%	4.89%	4.68%	4.47%	4.26%	4.05%	3.84%	3.63%
425	4.43%	4.22%	4.01%	3.80%	3.59%	3.38%	3.17%	2.96%	2.75%	2.54%	2.33%
450	3.13%	2.92%	2.71%	2.50%	2.29%	2.08%	1.87%	1.66%	1.45%	1.24%	1.03%
475	1.83%	1.62%	1.41%	1.20%	0.99%	0.78%	0.57%	0.36%	0.15%	-0.06%	-0.27%
500	0.52%	0.31%	0.10%	-0.11%	-0.32%	-0.53%	-0.74%	-0.95%	-1.16%	-1.37%	-1.58%
525	-0.78%	-0.99%	-1.20%	-1.41%	-1.62%	-1.83%	-2.04%	-2.25%	-2.46%	-2.67%	-2.88%

前提条件

現在の CEMBI ダイバーシファイドの平均スプレッド (bps)	418
予想される米国債利回りの上昇 (bps, FWCM より取得、米 7 年国債)	30
CEMBI ダイバーシファイドの平均デュレーション (年)	5.21
CEMBI ダイバーシファイドの平均利回り (bps)	636
実績回収率 (%)	40
指数全体に占めるハイ・イーロード債の割合 (%)	0.35

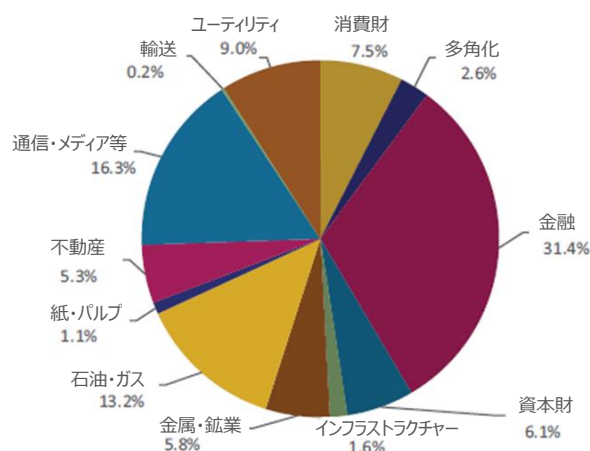
出所：ブルーベイ・アセット・マネジメント、2015年12月31日現在

2016年も高い超過収益の創出機会が見込まれる

超過収益については、今年も引き続き、国別およびセクター別のリターン格差が大きいと予想されます。また、値動きの荒い展開になると予想しており、そうした局面で混乱した状況を捉え、ロングとショートともにポジションを構築する機会が生じると考えています。こうした厳しい環境下、ETFは優れたパフォーマンスを提供していません。ブルーベイの分析によれば、過去数年にわたり最もパフォーマンスの良好だったエマージング社債ETFでさえ、2012年以降の累積リターンは、JPM CEMBI ダイバーシファイドのリターンを約10%下回っています。そのため、サイクルの現段階でこの市場を乗り切る唯一の方法は、デフォルトを回避しつつ、資産価値の増大に焦点を当てたアクティブ運用にあると考えています。

今年も引き続き、国別およびセクター別のリターン格差が大きく、超過収益の創出機会を提供すると予想されます

図表 20. JP モルガン CEMBI ダイバーシファイド指数のセクター別構成割合



出所：JPモルガン、2015年12月31日現在

金融

信用サイクルはエマージング市場の銀行システムの大部分において、下向きに転じています。2016年も、管理可能な程度に利益が悪化し、ローンの伸びが鈍化すると考えられます。この見通しの例外として、ブラジルとロシアでは、深刻な景気後退が銀行システムの統合性をさらに損なうと予想されます。アジアにおける新規発行は、2016年も同程度の水準を維持し現地市場における良好なテクニカル状況が予想される一方、景気減速やコスト、経済制裁を原因として、中南米および東欧・中東・アフリカ(EMEA)からの新規発行は大幅に減少すると予想しています。

通信・メディア・テクノロジー

通信セクターでは、2つの相反する力が働いています。一方では通信セクターが今後も予見性の高い、景気に対する敏感度が低いディフェンシブなセクターであり、経済の先行き不透明な多くのエマージング市場への投資にあたり、明らかに選好されるということが言えます。しかし同時に、大半の通信市場が成熟しており、通貨安の逆風や規制強化も要因として、売上成長が著しく鈍化していることも事実です。それ以外の一般的な傾向はあまり変わっておらず、従来型の固定電話や携帯電話の収入が大半の市場で減少している一方、それをデータ通信、特に携帯電話を通じたデータ通信に加え、3種類や4種類の多機能サービスの成長がカバーしています。通信セクターは、収入の大部分が現地通貨建てですが、営業費用や設備投資、多くの場合に債務が、米ドルの動向によって左右されるため、自国通貨安の影響を最も大きく受けるセクターの一つです。4G技術やファイバー網の構築への投資を継続する結果、設備投資は高水準を維持しており、ピークは過ぎたと考えられるものの、債務返済に充てられるキャッシュフローの創出は、引き続き限定的です。

これらの点をすべて考慮して、資本構造の一部が持続不能となる可能性があるレバレッジの高い通信銘柄については、慎重姿勢を維持しています。それと同時に、レバレッジの低い通信事業者には、引き続き安心感があります。ポジションについては、セクターのディフェンシブな特性を一因として、バリュエーションがあまり魅力的ではないと考えているため、2016年に入るにあたりアンダーウェイトとする方針です。

石油・ガス

原油市場は、異常な温暖化やイランの供給再開、高水準の在庫を背景に、2016年も過剰供給が続く、短期的に価格低下圧力を加えると予想しています。しかし、2016年後半には、需要の増加やOPEC非加盟国による供給削減を受けて、現物市場の需給が引き締まり、価格を押し上げる可能性があると思われます。この見方から、石油・ガスセクターのアンダーウェイトを維持していますが、指標が改善してくれば、中立に戻す方針です。

石油・ガスサービスについては、海上リグの過剰供給や探鉱・開発会社による設備投資の削減、原油価格を巡る不透明感からファンダメンタルズに不安があり、引き続き同セクターに下方圧力を加えているため、悲観的な見方を維持しています。下方圧力は、受注残の減少や既存契約にかかる日次料金の見直し、資産価値の極めて低い水準への低下の形で現れています。さらに、汚職捜査が続くブラジル企業については、ESG(環境・社会・企業統治)リスクも高止まりしています。

消費財/小売

2015年には、エマージング市場のなかで景気の温度差が著しく拡大しましたが、この傾向は続き、消費財・小売りに影響を及ぼすと予想しています。飲料・食品会社は、総じて、前年比横ばいか減少している販売数量や通貨安による収入減の問題に直面していますが、影響のほとんどが価格上昇によって相殺されています。ブラジルでは、2016年も個人消費に引き続き強い低下圧力がかかると予想されるため、裁量的支出に依存する銘柄に関して慎重姿勢を維持しています。一方、メキシコでは、比較的良好な経済成長動向や米国からの送金から恩恵を受け、消費活動が堅調です。またアンデス山脈に沿った中南米諸国の小売りに関する企業は、経済活動は鈍化しているものの国内での普及率が低いことに伴う成長機会がこれを補っています。ブルーベイでは、通貨安や製品への需要の増加から恩恵を受けている、メキシコからブラジルの食品輸出会社を選好しています。例えば、ブラジルの食肉会社は、国内の低迷の一部を輸出によって相殺しています。輸出先の市場が拡大している一方、自国通貨安が利益率の向上に役立っています。同セクター内のハイ・イールド債企業は、まだ債務比率が著しく高い一方、すべての銘柄が厳しい時期を乗り切ることに資する流動性を強化しています。

ユーティリティ

全般に堅調な1年が過ぎ、パフォーマンスは底堅さを保ちつつも、下方圧力が強まると予想しています。公益企業は、2015年の2大リスク要因(燃料価格の下落と新興国通貨安)からある程度免れました。それは、それらの影響を最終顧客に転嫁することができるか、自動的に料金が改訂されるからです。しかし、低成長の環境下、最終顧客や政府が苦境を感じ始め、市場価格に対する政治的なサポートが失われる可能性があります。さらに、特に中南米など水力発電への依存度が高い地域において、公益企業は今年エルニーニョ現象による予測不能な天候イベント・リスクにさらされると見えています。また、2016年には、COP21やエルニーニョ現象、原油安の結果として、再生可能エネルギーの料金設定が変更されると予想されます。ガスか重油から創出されるエネルギー単位にかかる代替エネルギーの実質的な最低コストは、現在の価格が適用される前の水準を下回っていますが、需要も同様に減少しているため、新たな均衡価格の発見が、2016年の重要な特徴になると予想しています。地域別では、アジアの公益銘柄のパフォーマンスが、ハイ・イールド債と投資適格社債ともに、引き続き最も堅調に推移すると予想しています。

金属・鉱業

全体として、2016年も舵取りの難しい年になると考えています。年前半において、金属価格は引き続き底値の更新を伺うと見えています。市場は大幅な超過供給の状態にあり、需要の減退にあわせて供給が調整される必要があると思われます。年後半においては、需要の底入れや供給削減の加速、米ドル高基調の緩和を背景に、金属価格は安定し、徐々に回復し始める可能性があると考えています。したがって、現在は、アンダーウエイを維持しつつ、ファンダメンタルズの安定化に伴い中立に移行していく方針です。

不動産

引き続き中国のハイ・イールド債が大部分を占める不動産セクターは、2015年に堅調に推移しました。中国政府の政策的な支援措置に加え、好ましいテクニカル状況(旺盛な国内の需要、限定的な新規発行、開かれた国内市場)が、同セクターに良好な環境を生み出しています。2016年のパフォーマンスは、キャリー主体の安定したものになると予想していますが、年初のスプレッドが過去最も縮小した水準にあり、中国の金融緩和政策が十分に織り込まれているため、予想との大幅な乖離の余地は少ないと言えます。そのため、人民元安を受けて供給が低水準を維持すると予想されるなかで、予想を上回る中国の景気減速や個別銘柄のデフォルトが、不動産セクターの重要なリスクです。それ以外では、ハイ・イールド債銘柄にとって極めて厳しい市場状況が続くなか、投資適格の対象銘柄が若干拡大すると予想しています。

資本財

資本財セクターは非常に多様であるため、一般化することが難しく、同セクターでは、ボトムアップの銘柄選択に基づくポジションをより重視しています。しかし、景気に敏感で、予見可能性が若干低いことが、すべての企業に共通しているため、出発点で警戒を要します。ただし、投資機会は存在しており、世界的に低コストとして位置付けられる銘柄や、輸出志向の銘柄、価値のある資産基盤や高い流動性を備えた銘柄を選好しています。主要なサブセクターのなかでは、資産基盤の弱い特徴があり、キャッシュフロー創出能力が低く、運転資金の需要が高いという理由から、引き続き主に建設を回避しています。エマージング市場の化学会社は、2015年に、一般的に原油価格の下落や自国通貨安から恩恵を受けましたが、2016年の見通しについては、主にアジアの幾つかのサブセクターにおける需要の減退や過剰供給に関する懸念から、慎重な見方を強めています。自動車関連については、米国の需要が引き続き強く、主に輸出企業であるエマージング市場の企業は、魅力的な為替レートから恩恵を受けると予想されるため、明るい見通しを維持しています。また、強固な資産基盤を有するセメント・セクターを選好していますが、通貨安や需要の減退を受けて、債務削減の見込みが低下しています。

インフラストラクチャー

インフラストラクチャーは、2015年に底堅く推移したセクターで、2016年も引き続き安定していると考えられます。インフラ関連では、主に港湾を投資対象としています。港湾は一般的にディフェンシブな業種であり、取扱量は2015年に前年比で伸びが鈍化したものの底堅さを示し、債務水準は維持するか、削減することができました。インフラ運営会社の課題は、引き続き、需要の減退が見込まれるなかで、財務の健全性と機を捉えた設備投資に必要とされる柔軟性をバランスさせることです。同セクターでは、引き続き相対的に堅調な業績を示すと同時に規律ある設備投資を行う一方で、市場における優位な立場と事業分散から恩恵を受ける企業に投資機会を見出しています。

紙・パルプ

2015年に、ブラジルのパルプ・メーカーは、通貨安と輸出市場における強い価格決定力を受けて、記録的な利益水準を達成し、セクター全般に格上げや債務削減をもたらしました。パルプの需給関係は引き続き世界的に広くバランスを保っていますが、今後予定されている生産増加や米ドル高が、2015年に米ドル建てのパルプ価格を押し下げました。しかし、通貨安を受けて、ブラジルとチリのメーカーは、米ドル建てパルプ価格の低下を利益率の向上によって相殺しており、そのため、全体の収益性や信用力を維持しています。ブラジルとチリのメーカーは、世界規模で最も競争力があり、通貨安による利益率の向上と相まって、ファンダメンタルズの観点から魅力的な投資機会を提供すると考えています。

輸送

運輸セクターは、一方で戦略的に重要な国有の独占的鉄道会社、他方に景気敏感度の高い船舶会社や航空会社といった両極端の企業で構成されています。一部の独占的鉄道会社は、事業を運営する国の成長鈍化や通貨安の結果として、信用力が著しく悪化しているため、2016年に入りそのファンダメンタルズに関して警戒姿勢を維持しています。しかし、これらの企業は国にとって戦略的に重要であるため、必要に応じて国の支援が期待できることも認識しています。航空銘柄については、同セクターにおける潜在的なリスクを引き続き非常に慎重に見ていますが、2015年の価格調整で、バリュエーション面での魅力はある程度増していると考えています。通貨切り下げによる利益の向上から恩恵を受け、分散された収益源を有し、事業を行う国において主導的な市場シェアを有する銘柄を選好しています。

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

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

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。

無登録の信用格付業者による格付けについて

(信用格付業者の登録の意義等)

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

また、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

(信用格付業者について)

お客様にご提示しております本件資料では、スタンダード&プアーズ(S&P)、ムーディーズ並びにフィッチが行った格付けを基にした情報の記載を行っております。これらについては、グループ内の一部が本邦金融商品取引法における登録信用格付業者に該当していますが、それ以外のグループ法人は、同法に基づく登録を行っていない業者(「無登録信用格付業者」)に該当します。

以下では、金融商品取引法により求められるこれらの法人に関するご説明を記載いたしますので、ご確認いただくようお願い申し上げます。

(スタンダード&プアーズ)

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)

格付業者グループが使用する呼称：

スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズ

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(<http://www.standardandpoors.co.jp>)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>)に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：

上述のスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ中の「無登録格付け情報」(<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>)では、「信用格付の前提、意義及び限界」として下記の説明が掲載されております(平成28年2月8日現在)。

当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズ(以下「レーティングズ・サービスズ」)の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

レーティングズ・サービスズは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、レーティングズ・サービスズは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

以上

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

格付業者グループが使用する呼称：

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（<http://www.moodys.co.jp>）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：

上述のムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」では、「信用格付の前提、意義及び限界」として下記の説明が掲載されています（平成28年2月8日現在）。

当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下、「ムーディーズ」という。）の信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。

信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

以上

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

格付業者グループが使用する呼称：

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（フィッチ日本語ホームページ（<http://www.fitchratings.co.jp>）の「規制関連」をクリックした後に表示されるページ）にある「格付方針等の概要」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：

上述のフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページにある「規制関連」欄の「格付方針等の概要」では、「信用格付の前提、意義及び限界について」として下記の説明が掲載されています（平成28年2月8日現在）。

当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

以上