



BlueBay  
Asset Management

# 体制の変化 2017年の見通し

デビット・ライリー  
クレジット戦略ヘッド

# はじめに

昨年と同様に、今後の見通しをまとめた資料を作成致しました。ブルーベイのアナリストやエコノミストの専門知識に加え、運用担当者の判断を取り入れています。ブルーベイの投資プロセスは活発な議論を重視しており、見通しを要約する上で、ポートフォリオ全般にわたり反映されている深みのある多様な投資見通しを簡略化せざるを得ません。

しかし、超緩和的な金融政策や緊縮財政、グローバル化から、金融緩和の縮小や積極的な財政政策、経済的・政治的ナショナリズムへの体制変化が進行しているという、大局的なコンセンサスがあります。その環境は、政治動向や政策に関する不透明感の高まりを特徴とし、プラスとマイナスの両面で極端な結果が生じる可能性が通常よりも高まります。この警告を念頭に置き、本資料において提示する判断および予測は、新年を迎える現在のブルーベイの考えと予想をおおよそ反映しています。

体制の変化は、円滑に進むものではありません。投資機会のみならず脅威ももたらすため、投資元本の保全がそのリターンと同様に極めて重要です。お客様がこの困難ながら興味深い局面をうまく乗り切られるように、本資料が一助となれば幸いです。

**デビット・ライリー**  
クレジット戦略ヘッド



[driley@bluebay.com](mailto:driley@bluebay.com)

# サマリー：体制の変化

## サマリー

2016年から得られた教訓は、現状が行き詰っているということです。投資家は、超緩和的な金融政策や緊縮財政、グローバル化の時代から、金融緩和の縮小や積極的な財政政策、経済的・政治的ナショナリズムへの体制変化に直面しています。プラスとマイナスの両面で極端な結果が生じる可能性がこれまで以上に高まります。

トランプ次期大統領が米国経済を刺激するため財政資金を注ぎ込むならば、2016年半ば以降に進行している世界経済のリフレーション（リフレ）が加速します。リフレはリスク資産に関してプラス要因、金利に関してマイナス要因です。

リフレは利回りが高く、デュレーションの短い資産に有利です。クレジット・リスクや流動性リスク、アクティブ運用によるアルファといったものが、主なリターン

の源泉になると考えます。ボラティリティの上昇や銘柄間の差異の拡大は、リターンを向上させると同時に、投資元本を保全することを目指すアクティブ戦略にとって、投資機会を生み出してくれます。

## 要約

- **体制の変化**：市場のボラティリティや銘柄間の差異を中央銀行が抑圧する時代の終わりが始まっています。実質・名目金利は、予見し得る将来にわたり、下落するよりも上昇する可能性が遥かに高く、さらに低金利が長期化するというテーマに基づき構築されたポートフォリオにとって厳しい環境となります。デュレーションは今や、投資家の資本を脅かす重大なリスクであり、「安全」な債券ベンチマークに投資するパッシブ運用がこのリスクを増大させます。クレジット・リスクや流動性リスク、アクティブ運用によるアルファ、といったものに伴うリスク・プレミアムが、主なリターン源泉になると考えます。
- **政治・政策リスク**：次期米大統領は、ワシントンの「インサイダー」とのしがらみがない異端者です。トランプ政権は財政刺激策を講じると確信しているものの、国際貿易および外交関係に関する政策は遥かに不透明です。オランダやドイツの議会選挙に加え、欧州連合（EU）およびユーロ圏にとって重要な5月のフランス大統領選挙を控え、欧州における政治リスクが再び注目されます。ECBは2017年に債券購入を縮小し始め、地域全般にわたり何らかの財政刺激策を講じると予想します。日本の金融政策は、特に急激な円安が進むならば、さらに変化すると予想されます。
- **リフレーション**：世界経済の成長率とインフレ率は、2011年以降の最高水準に達すると予想します。トランプ政権の財政刺激策は、既に完全雇用に近い米国経済を浮揚させます。欧州と日本の名目経済成長率は上昇すると予想され、主要エマージング諸国の成長見通しは改善しています。中国は改革や債務削減よりも成長を優先しており、この選択は金融リスクを高めます。しかし、通貨が軟調でボラティリティが高いものの、2017年が中国にとって審判の年になることは予想していません。米ドル高にもかかわらず、それが米国の経済成長とインフレを他の国に輸出することから、コモディティ価格は安定化してきており、さらに上昇すると思われる。
- **リスクをロング、金利をショート**：世界的なリフレは、企業の増益とデフォルト・リスクの低下を支えます。デュレーションが短く、利回りの高い資産が、クオリティが高く、デュレーションの長い債券より良好なパフォーマンスを収めると予想します。デュレーションの短いグローバル・ハイ・イールド債に加え、利回りの高いエマージング債から得られる超過リターンが、国債金利の上昇によるマイナスの影響を相殺すると考えます。経済成長率の上昇とボラティリティの高まりは、株式との連動性が高く、2016年の大半を通して軟調に推移した転換社債や銀行ハイブリッド債に有利となります。「安全」とされる国債や投資適格債のベータ・リターンは、よくてもゼロと予想されます。
- **乖離とばらつき**：体制の変化は、国やセクター、個別銘柄のレベルで勝ち組と負け組を生み出します。米国の経済成長率とインフレ率の上昇は、世界的に金利市場のボラティリティを高める要因になると同時に、イールドカーブのスティープ化（長短金利差の拡大）を示唆し、それは金融機関の利益に繋がります。経済が開かれており、製品を輸出しているエマージング諸国は、より力強い米国経済の成長から恩恵を受けますが、保護貿易主義の台頭に伴うリスクが高まります。ECBは量的緩和を縮小するものの、まだ大幅な需給ギャップや弱いインフレ圧力に対応して、極めて緩和型の金融政策を維持します。日本では、経済成長とインフレを抑制する人口動態や構造的な特徴が健在です。乖離とばらつきは、グローバルで運用するアンコンストレインド戦略が相対価値や銘柄固有リスクを捉え、下方リスクを限定しつつ超過リターンを創出する機会を広げてくれると考えています。

# グローバル経済: リフレ

世界経済の成長率は、2011年以降の最高であり、過去平均に近い3.4%まで加速すると予想されます。

米国および主要エマージング諸国（中国を除く）が、より力強い世界経済の成長をけん引しています。

原油高によるベース効果、中国における生産者物価の安定および財政膨張が、世界的なインフレ率の上昇を支えます。

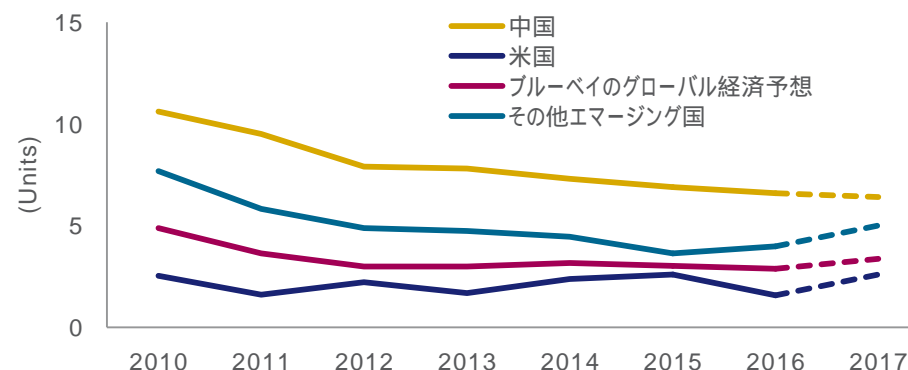
重要な下振れリスクとして、中国の金融破たんやEU関連の政治リスク、米国の保護貿易主義が世界的なデフレ・ショックとなる恐れがあります。

- **米国の経済成長率とインフレ率の上昇**：米国経済は、これまで米ドル高や原油関連設備投資の削減による逆風を乗り越えてきました。企業収益は回復し、実質賃金は増加しており、住宅市場の回復が続いています。トランプ次期政権は、完全雇用に近い経済をさらに押し上げるでしょう。原油価格の上昇によるベース効果に伴い、インフレ率と経済成長率は予想以上に上昇し、米国金利と米ドルを押し上げると予想されます。
- **主要エマージング諸国が景気後退から脱却**：ブラジル、ロシアおよびアルゼンチンは、景気後退から脱却しており、インドネシアなど他のエマージング諸国と共に成長率が緩やかに加速しています。エマージング諸国は、コモディティ価格の下落に加え、中国の経済成長の中でも最も輸入・投資集約的な局面の終了に順応してきました。対外収支（および企業財務）の改善と国内実質金利の上昇が、米国金利の上昇や米ドル高に対するエマージング諸国の脆弱性を低下させると考えています。
- **中国は改革よりも成長を優先**：新指導部が2017年10月に選出され、新政権が2018年3月に発足します。習国家主席は、円滑かつ（同氏に有利な）指導部の交代を確保するため、経済の安定を望んでいます。企業債務は高水準ながら、そのほぼすべてが国内債務であり、中国の対外収支は健全であることから、政府は、「クレジット・クランチ（信用収縮）」および経済の「ハード・ランディング」を回避することができます。米ドル高や資金流出は、通貨が引き続き弱点であり、リスク要因になることを意味します。
- **ユーロ圏は不透明な政治動向にもかかわらず安定**：ユーロ圏の経済成長は、課題の多い政治状況や英国の対外需要減退の波及効果に直面するなかでも、底堅いと予想されます。穏やかな財政刺激政策や銀行与信の段階的な回復、労働市場の改善は、2017年を通して経済成長の勢いを十分に保つと考えられます。ただし、5月のフランス大統領選挙において、国民戦線の候補者であるルペン氏が勝利するというショッキングな結果となれば、回復を阻害すると予想されます。重大なショックがなければ、ECBは、2017年の間に債券購入の縮小に着手するものの、大規模な金融緩和と政策を維持すると予想されます。

## グローバルなGDP及びインフレ予想

	GDP成長率		インフレ	
	2016年末	2017年予想	2016年末	2017年予想
米国	1.6	2.6	1.4	2.7
欧州	1.7	1.5	0.2	1.5
日本	0.8	1.0	-0.2	0.7
英国	2.0	1.4	0.7	3.0
中国	6.6	6.4	2.0	2.4
その他エマージング国	4.0	5.0	4.5	4.7
世界	2.9	3.4	2.9	3.6

## グローバルな経済成長率の推移



# 価格評価とリターン: 国債金利の上昇によりベータ・リターンの獲得は困難に

リフレは金利リスクが資本の毀損をもたらす可能性があることを意味する一方、クレジット・リスクや流動性リスク、アクティブ運用によるアルファ、といったものに伴うリスク・プレミアムが、主なリターン源泉になると考えます。

国債および投資適格債のベータ・リターンは、よくてもゼロと予想されます。利回りがデュレーションと同じか、それを上回る資産は、プラスのトータル・リターンに加え、プラスの超過リターンを生み出すと考えます。

リフレはエマージング債にとりプラス要因ですが、トランプ政権下の米国が「グローバル化」を巻き戻すならば、エマージング諸国経済が順応し、投資家が勝ち組と負け組を識別するなかで、リスク・プレミアムは低下するよりも高まる必要があります。

- 先進国のクレジット債は、2016年第1四半期に低迷した後、スプレッドが縮小して年末を迎えました。現在のスプレッドを過去10年間の水準と比較した単純なバリュエーションを基準にすると、先進国のクレジット債は適正から割高です。ただし、企業の増益とデフォルト・リスクの低下を背景に、スプレッドが縮小して金利上昇を部分的に相殺し、プラスの超過リターンを生み出す余地はまだあると考えます。
- 先進国のクレジット債とは対照的に、エマージング市場の社債およびソブリン債のバリュエーションは、過去10年間のスプレッドと比べて適正から割安と見受けられます。エマージング市場の資産は、米国大統領選挙におけるドナルド・トランプ氏の予想外の勝利に反応して、反落しました。一方、より力強いエマージング市場の経済成長と企業のデフォルトの減少は、スプレッドの縮小を支えます。しかし、国際貿易および地政学的な状況の見通しは不透明であり、米国金利の上昇と米ドル高は、エマージング市場の資産に対する強力な向かい風です。
- リフレ環境は、クレジット債やエマージング債を含むリスク資産にとりプラス要因です。しかし、国債金利の大幅な上昇は、ベンチマークのデュレーション分だけ債券やクレジット債のベータ・リターンを低下させます。したがってベータ・リターン予測を基に、グローバル・ハイ・イールド債に加え、銀行ハイブリッド債（CoCo債）や転換社債など株式との連動性が強いクレジット債を含めた、デュレーションが短く、利回りの高い資産クラスを選好します。

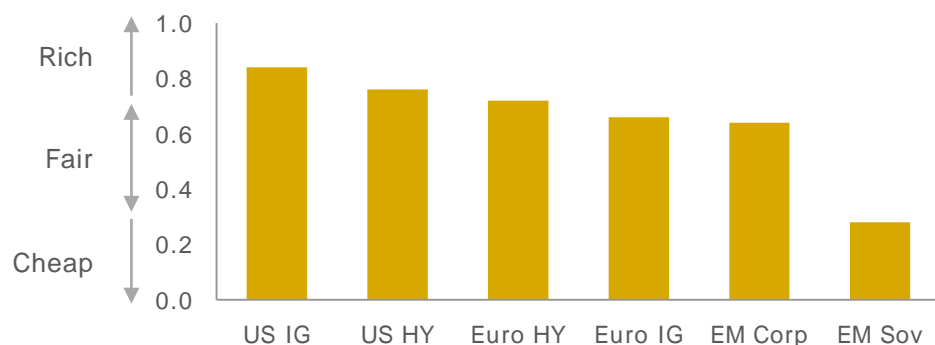
## バリュエーションの指標—スプレッド

信用スプレッドは、過去10年間の水準と比較して、パーセンタイルで示されます。例えば、信用スプレッドが25パーセンタイルという場合、過去10年間の日次データのなかで現在のスプレッドを上回る日が25%しかなかったことを意味します。25パーセンタイルまたは75パーセンタイルに位置するスプレッドは、過去の基準からそれぞれ「割安」または「割高」とみなされます。

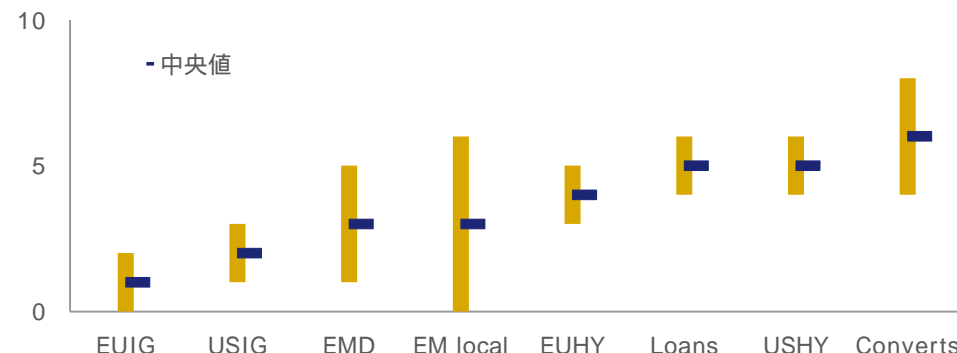
## 市場リターンの予想

ベータ（指数）リターンの予測レンジは、クレジット戦略ヘッドによるスプレッド予測と金利予測に基づきます。これは50%の確率で生じると判断されたリターンのレンジ（すなわち、最も起こり得る結果）を示します。これらの予想値は、潜在的「アルファ」を組み込んでおらず、ブルーベイの運用チームの予想値と異なる場合があります。

## 使用スプレッド - パーセンタイル値



## 市場リターンのレンジ



出所: BAML及びブルーベイの試算に基づく、2016年12月1日

注: 過去10年間と比較した足元のスプレッド水準 (パーセンタイル値)

Euro HY = BAML European Currency High Yield Index (HP00), Euro IG = BAML Euro Corporate Index (ER00), US IG = BAML US Corporate Index (C0A0),

US HY = BAML US High Yield Index (H0A0), EMD = JP Morgan CEMBI Broad Diversified Index and JP Morgan EMBIG Global Diversified Index

# クレジット・サイクル: リフレによる長期化

経済成長率とインフレ率の上昇は、クレジット・サイクルを長期化します。企業収益の回復やまだ歴史的に低い借り入れコストは、デフォルト率が低位にとどまり、スプレッドが比較的安定することを意味します。

経済・信用状況は、EU諸国の企業が債務を再び拡大し、徐々にサイクルの「拡大」段階に入る誘因になると考えられます。

財政政策による米国経済のリフレは、米国のクレジット・サイクルを長期化させ、特に投資適格債は、減税や海外利益の本国送還から恩恵を受けます。

国債金利の上昇やイールドカーブのスティープ化、市場のボラティリティの高まりは、銀行の利益を押し上げます。銀行セクターは、クレジット債に有利なクレジット・サイクルの「回復」段階にとどまっています。

エマージング市場社債は、サイクルの「修復」段階に移行しており、この段階は通常、債券の良好なパフォーマンスを伴います。

- **リフレによるクレジット・サイクルの長期化**：企業収益悪化の下げ止まり、法人税減税を含む財政刺激策、海外利益の本国送還および規制緩和は、クレジット・サイクルを長期化します。
- **欧州は再び債務を拡大**：欧州企業は、金融危機やユーロ圏の信用危機以降、バランスシートの修復に重点を置いてきました。歴史的に低い借り入れコストや継続する景気回復を背景に、M&Aが増加し、債務は緩やかに拡大すると予想します。欧州クレジット債市場は今や、クレジット・サイクルの「拡大」段階の初期にあるとみています。
- **エマージング市場社債は修復段階**：エマージング市場の経済と企業は、2013年の「量的緩和縮小」後、2014～2015年のコモディティ価格暴落を経て、信用収縮に順応してきました。その後の進展により、特にコモディティ関連セクターにおいて、債務が削減されています。エマージング市場において2016年半ば前後から始まる経済成長の回復は、2017年にかけて続く予想され、米国金利の上昇や米ドル高にもかかわらず、マクロ経済環境は、エマージング社債にとりプラス要因となります。国・地域要因も引き続きエマージング市場社債に重要な影響を及ぼします。トランプ政権が保護貿易主義政策をとる場合、相対的に閉鎖された資源依存国は、米国経済向けに製品を輸出する国よりも良好なパフォーマンスを収めると予想されません。
- **セクター見通し**：セクター・レベルで見ると、2016年のクレジット債市場は、金融セクターとコモディティ・セクターの乱高下が際立ちました。エネルギー関連のデフォルトの減少は、既にバリュエーションに織り込まれており、2017年には金融セクターが堅調に推移すると考えます。金利上昇やイールドカーブのスティープ化、ボラティリティの高まりなど、より銀行に有利な市場環境になっています。規制によって銀行を「処罰」する時代は、終わりつつあります。



# 主要国債金利：上昇

コア先進国の国債利回りは、向こう数年にわたり上昇傾向をたどり、多くの投資家が現在予想している以上に上昇すると考えます。

また、インフレ率が上昇し、従来型の金融政策が手詰まりであることから、「かつてないほどの低金利の長期化」というテーマは終わると考えます。米国の国債市場にけん引されて、先進国の国債金利は上昇すると予想します。

こうした体制の変化は、コア先進国の債券においてパッシブ運用よりアクティブ運用に有利となります。

これらの見通しに対する重要なリスクは、世界的なデフレ・ショックです。

- 2017年に向けて、米国経済は著しく勢いを増しており、国内のインフレ圧力が強まっています。トランプ政権が既に完全雇用に近い経済に減税やインフラ投資を加えるほか、原油高がインフレに及ぼす強力なベース効果を踏まえ、米連邦準備制度理事会（FRB）は、来年2回から4回の利上げを行うと予想されます。FRBが利上げペースを加速する上で主な制約となるのは、一段の米ドル高です。
- FRBの利上げやインフレ率の上昇、潜在成長率を上回る経済成長を受けて、投資家はある程度の期間プレミアムを要求し、米国の長期金利に上昇圧力を加えられと考えられます。米10年国債利回りが3%台、米5年国債利回りが2.5%台に上振れする可能性が十分にあります。
- 各国の中央銀行は、世界経済のリフレがもたらす機会を捉え、コストが効果を上回り始めている量的緩和（QE）やマイナス金利政策を終了すると考えます。日銀は既に「穏やかな緩和縮小」に着手しており、欧州中央銀行（ECB）は、2017年中にQEプログラムを縮小します。ただし、ユーロ圏のインフレ圧力は依然として弱く、欧州には「安全資産」が比較的少ないことや、政治リスクが高まっていることは、米国と欧州の間で利回り格差の拡大を意味します。
- 特に、コア先進国の債券ベンチマークのデュレーションが長期化している事で、リスクに過度にさらされることになったパッシブ戦略にとって、金利上昇環境は痛みを伴います。各国間の乖離、イールドカーブやインフレ期待の変化を活用することができると同時に、金利ショート・ポジションや相対価値ポジションから利益を追求する戦略には投資機会が存在します。

**米10年国債金利**  
2017年末の予想レンジ: 2.75%–3.25%

- 上方リスク: 期間プレミアムの上昇
- 下方リスク: 予想以上の米ドル高
- 米5年国債利回りのレンジ: 2.25%–2.75%

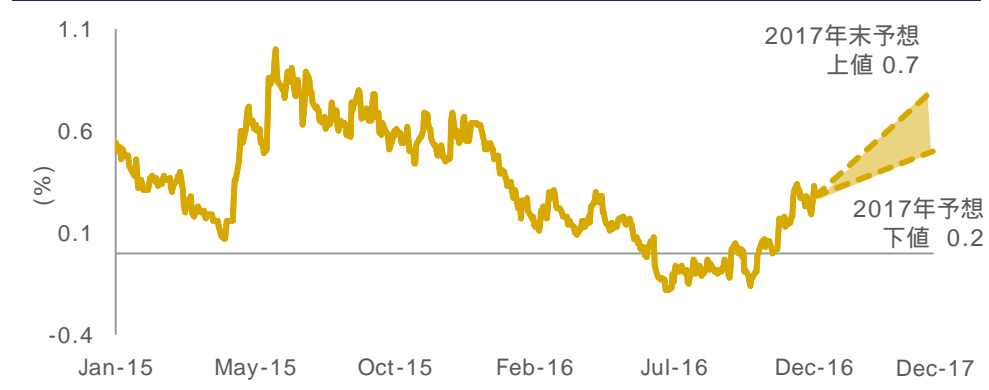
**ドイツ10年国債金利**  
2017年末の予想レンジ: 0.2%–0.7%

- 上方リスク: 予想より早いペースでのECBの量的緩和縮小
- 下方リスク: 政治リスク、カントリー・リスク
- ドイツ5年国債利回りのレンジ: -0.2%–0.2%

米10年国債金利及び予想レンジ<sup>1</sup>



ドイツ10年国債金利及び予想レンジ<sup>1</sup>



出所: Macrobond及びブルーベイの試算に基づく、2016年12月2日

注

1 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。

# グローバル・レバレッジド・ファイナンス：リフレ環境下で堅調に推移

経済成長率の上昇および企業の増益に加え、デフォルト率の低下を受けて、米国ハイ・イールド債は、金利上昇にもかかわらず、クーポンと同程度のリターンを創出することができると考えられます。

旺盛な需要と安定した信用ファンダメンタルズによって、欧州ハイ・イールド債の спреッドは、ECBがQEを縮小する場合でも、徐々に縮小することが可能です。しかし、ハイ・イールド債を含む欧州のリスク資産は、欧州の選挙年において高まる政治リスクに対して脆弱です。

金利上昇環境において、レバレッジド・ローンへ投資する意義が強まります。

- 第1四半期に低迷した後の原油価格の反発とFRBの慎重姿勢が、米国ハイ・イールド債市場の回復を可能にし、2016年には二桁台後半のリターンをもたらしました<sup>2</sup>。原油高が続き、銀行の貸出状況は4四半期にわたり収縮した後に安定化しており、デフォルト率は低下しています（2016年の7%から2017年には4%に低下と予想）。こうした背景から、スプレッドと上昇する金利との相関はマイナスになると予想します。重要な下振れリスクは、コモディティや原油の価格の2016年後半の反発が反転する事です。
- FRBによる利上げサイクルの再開を背景に、投資家が金利リスクを引き下げることから、米国ローン市場に資金が流入すると予想されます。しかし、大半のローンが額面または額面に近い価格で取引されており、価格が上昇する余地はあまりないため、リターンは6%の利回りと同程度になると予想されます。現在、欧州ローンの利回りは約4%であり、2016年の特徴として、信用力の悪化が一部に見られたものの、欧州ローンはボラティリティ調整後ペースで依然として魅力的です。
- 欧州ハイ・イールド債市場は、持続的な景気回復や全体として安定した企業の債務水準、2%未満のデフォルト率から恩恵を受けます。限定的な純供給は、利回りを追求する欧州の投資家によって十分に消化されます。強固な信用ファンダメンタルズおよび需給バランスを踏まえ、ECBが経済成長率とインフレ率の上昇に対応してQEを縮小した場合、ハイ・イールド債が大幅に下落することはないと確信しています。スプレッドは375bpsに向けて徐々に縮小する可能性があり、リターンは3%～5%のレンジを予想します。重要な下振れリスクは、不安定な政治状況であり、特にハイ・イールド債市場のなかで最大のイタリアが懸念されます。

## 米国ハイ・イールド債

12カ月の予想リターン：4.0%–6.0%

- 予想スプレッド：400–500 (直近：464bps)
- 上方リスク：予想以上の経済成長と増益
- 下方リスク：コモディティ価格の下落

## 欧州ハイ・イールド債

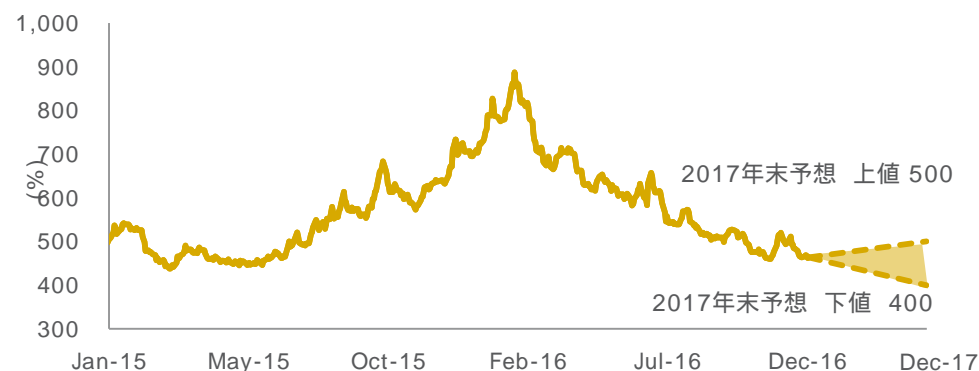
12カ月の予想リターン：3.0%–5.0%

- スプレッド予想：350–450 (直近：430bps)
- 上方リスク：予想以上の経済成長
- 下方リスク：不安定な政治状況

欧州ハイ・イールド債スプレッド<sup>1</sup>



米国ハイ・イールド債スプレッド<sup>1</sup>



出所：BAML及びブルーベイの予想に基づく、2016年12月2日

注：US HY：BAML US High Yield Index (H0A0)，EU IHY：BAML European Currency High Yield Index (HP00)

1 2016年12月2日時点。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。



# 投資適格債：ベータよりアルファに注目

2017年には、ボラティリティの高まりと銘柄間のばらつきが、アクティブ戦略により超過収益を創出する豊富な機会を生み出すと予想します。

米国投資適格債の спреッドは ある程度縮小し、金利上昇を一部相殺すると予想します。政治リスクとECBによる過度のQE縮小は、欧州投資適格債の спреッドが指数レベルで大幅に縮小する可能性が低下することを示唆します。

デュレーションおよびリスクのアクティブな管理を伴う銘柄・セクター選択によって、金利上昇環境においても損失を制限し、追加利回りを生み出すことができます。

- デュレーションは、2016年のベータ・リターンに大きく寄与しました。2017年には、デュレーションはリターンのマイナス寄与要因になると予想します。スプレッドが現在の水準からさらに縮小する余地は、限定的ながら若干あります。イールドカーブおよびクレジット・カーブのスティープ化に伴うロールダウン効果を含むベータ・リターンは、金利上昇局面においてゼロから一桁前半と予想されます。
- 欧州では、高まる政治リスクと想定されるECBのQE縮小を踏まえ、QEによるスプレッドの抑圧や縮小が巻き戻されるなか、銘柄間のばらつきが広がり、ボトムアップの銘柄選択から得られるリターンが向上すると予想します。欧州の国債金利は極めて低水準を維持しているものの、政治リスクや供給増加のため、スプレッドが大幅に縮小する余地も限られると考えます。ベータ・リターンは低いものの、超過収益の創出には遥かに有利な環境になると予想します。
- 法人税改革および税率引き下げ、海外利益の本国送還、財政刺激策は、利益を押し上げるため、米国クレジット債、特に投資適格債にとりプラス要因になると考えます。信用スプレッドの縮小は、少なくとも部分的に米国金利の上昇を相殺します。利回りの高い米国クレジット債に対する海外投資家の需要は引き続き旺盛と予想され、新発債の供給は、税制改正や「金融エンジニアリング」に対する投資家の抵抗に対応して、減少する可能性があります。
- 政策の乖離や政治リスクは、マクロ戦略に加えグローバル・クレジット・ポートフォリオの投資機会を広げます。アクティブなデュレーション管理、相対価値および銘柄固有リスクに加え、デュレーションの長いベンチマークから外れることができる柔軟性によって、投資適格債ポートフォリオは、金利上昇にもかかわらず、プラスのリターンを生み出すことができます。

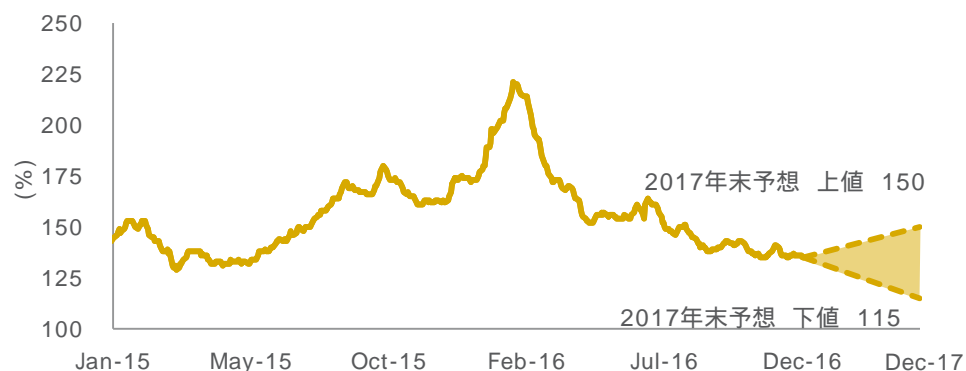
**米投資適格社債**  
12カ月リターン予想  
(インデックス)：1%–3.0%

- スプレッド予想：115–150 (直近 135bps)
- 上方リスク：供給の大幅な減少
- 下方リスク：海外投資家の資金流出

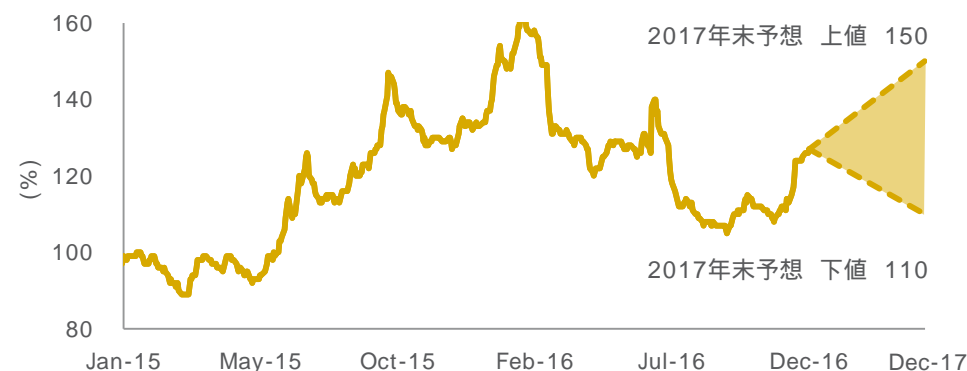
**欧州投資適格社債**  
12カ月リターン予想  
(インデックス)：0.0%–2.0%

- スプレッド予想：110–150 (直近 126bps)
- 上方リスク：予想以上の経済成長率とインフレ率の上昇
- 下方リスク：政治リスク

米国投資適格債スプレッド及び予想レンジ<sup>1</sup>



欧州投資適格債スプレッド及び予想レンジ<sup>1</sup>



出所：BAML 及びブルーベイの予想，2016年12月2日

注：US IG: BAML US Corporate Index (C0A0), EU IG: BAML Euro Corporate Index (ER00)

1 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。

# エマージング債：格差が拡大

ドナルド・トランプ氏が次期米大統領に選ばれたことにより、米国金利の上昇や米ドル高、保護貿易主義の脅威という潜在的な逆風が生じています。

トランプ大統領の優先順位がより明確になるまで、米国の政策に関する不透明感がエマージング市場の資産を圧迫します。

ただし、米国債利回りの上昇という基本シナリオの下、米ドル建てエマージング債のリターンは、一桁台前半になると予想されます。現地通貨建てエマージング債については、現地金利が高いため、予測レンジは広く、プラス方向に傾斜しています。

- 2016年は、エマージング市場の先進国に対する経済成長の優位性が高まるなか、エマージング市場のファンダメンタルズの転換点となりました。中国経済およびコモディティ価格の安定化、マクロ経済の不均衡是正や経済成長の改善など、エマージング市場の資産の堅調なパフォーマンスを支えた上向きの傾向は、2017年も続く態勢にあります。
- トランプ政権の大規模な財政刺激策に反応した米国金利の上昇と米ドル高は、米ドル建てエマージング債に逆風ですが、世界的なリフレは本質的にエマージング市場に有利な環境です。ただし、米国が保護貿易主義政策を積極的に進める場合、世界経済の成長や世界貿易、投資資金の流入が打撃を受けるため、多くのエマージング諸国は痛みを伴いつつ、新たな成長モデルにさらに順応する必要があります。エマージング市場の資産は米国大統領選挙以降、米国の政策に関する不透明感を一因として、軟調に推移してきました。
- 2017年の米ドル建てエマージング債のベータ・リターンについては、米国債利回りの上昇に加え、米国の通商・外交政策に関する不透明感に照らして、スプレッドの大幅な縮小余地が限られることから、1%～5%のレンジを予測しています。現地通貨建てエマージング債については、相対的に高い実質金利が一桁台半ばのリターンを支え、海外投資家にとり通貨が重要なボラティリティの源泉になることから、広めの0%～6%のレンジ（ヘッジなしの米ドルベース）を予測しています。
- 2017年は、ファンダメンタルズの改善が続くことから、エマージング市場にとり良好な年になる可能性がある一方、米国が世界貿易および国際的な資金フローを積極的に縮小させる場合、悪化に転じる可能性があります。

**EM外貨建て債12カ月リターン予想 (インデックス)：1.0%–5.0%**

- 国債スプレッド：325–425 (直近 360bps)
- 社債スプレッド：300–400 (直近 320bps)
- HY社債デフォルト率予想：3%–5%
- 上方リスク：トランプ政権の穏健政策、米国金利の安定
- 下方リスク：保護貿易主義

**EM現地通貨建て債12カ月リターン予想 (インデックス)：0.0%–6.0%**

- 利回り：6.5%–7.5% (直近 6.9%)
- 通貨：-6% ~ +0%
- 上方リスク：米ドルの安定または下落
- 下方リスク：予想以上の米国金利の上昇

## EM国債及び社債のスプレッド



## EM通貨及び現地通貨建て債利回り



出所：JP Morgan, ブルーベイの予想に基づく、2016年12月2日

注：使用したインデックス：EM社債：JPM Corporate EMBI Diversified Composite spread to worst; 国債：JP Morgan EMBI Global Diversified Face Constrained Index, All Maturities, spread to worst; EM通貨：JP Morgan Emerging Market Currency Index (EMCI) Live Spot; 現地通貨建て債利回り：JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index, All Maturities, Yield

1 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。

# 転換社債： 金利リスクに対するプロテクションおよび魅力的なリスク調整後リターン

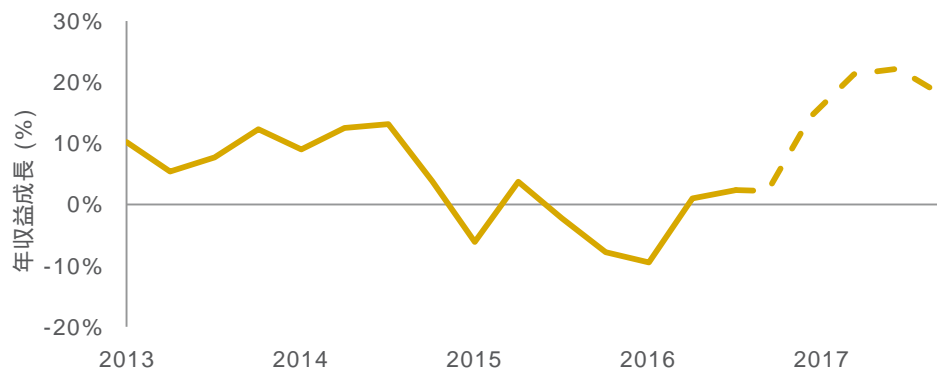
2017年のグローバル転換社債のリターンについては、4%～8%のレンジを予測しています。

米国主導の世界的なリフレは、株式市場および国債金利の上昇を示唆します。転換社債は、低いボラティリティで株価上昇による利益を獲得する機会を提供します。

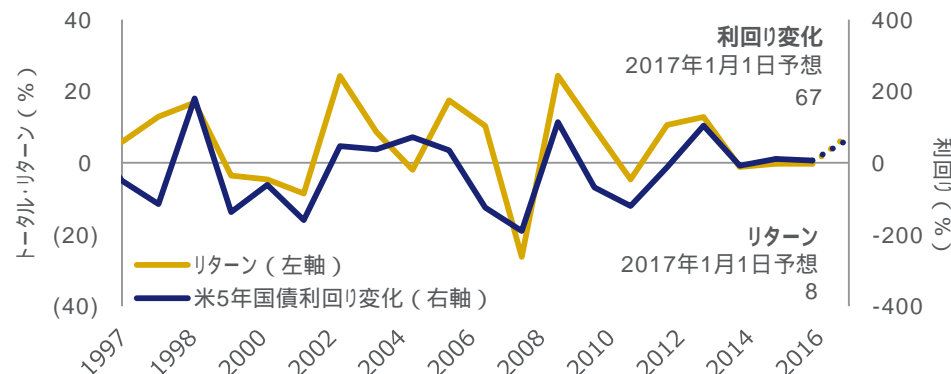
債券投資家は、転換社債をポートフォリオに加えることによって、金利リスクを軽減しつつ、株価上昇による利益を得ることができます。

- 転換社債は、ハイブリッドの特性を有することから、国債金利が上昇しても、高いリターンを生み出す可能性があります。転換社債は債券ですが、株式転換権が組み込まれていることから、金利感応度（デュレーション）は限定的です。リフレは、金利上昇にもかかわらず、株式やクレジット債などリスク資産にとりプラス要因となることから、転換社債のバリュエーションの下支えとなります。転換社債は通常、金利上昇が株式市場の上昇も伴う限り、米国債利回りとの相関がマイナスです。
- 米国では、名目・実質成長率の上昇、企業の増益および税制改革は、株式連動資産に有利な環境をもたらします。さらに、海外利益の本国送還に係る減税は、米国転換社債市場に占める割合の大きいテクノロジー・セクターや医薬品セクターに恩恵をもたらす可能性があります。金利上昇とM&Aの増加が引き金となって供給が増加し、それが市場の流動性を改善させると同時に、投資機会をもたらすと予想されます。欧州転換社債は、超低金利や割高なバリュエーション、政治リスクの高まりを背景に、引き続き投資家および発行企業にとり相対的に魅力が劣ると予想されます。一方、円安と世界的なリフレは、日本の転換社債の魅力を高めます。ただし、アジア全体では、トランプ政権が保護貿易主義的な通商政策を積極的に進めるならば、同地域のリスク資産に悪影響を及ぼします。
- これらの予測に対する重要な下振れリスクは、米国の経済成長と企業利益が予想を大きく下回ることです。こうした環境下においては、不況懸念が再燃することから、株式市場はよくても横ばいとなり、信用スプレッドは拡大します。
- 1年にわたり軟調に推移した転換社債を取り巻く市場環境およびマクロ経済環境は遥かに良好であることから、4%～8%のリターンを予想しています。

## S&P500業績予想コンセンサス



## リターンと利回り変化



出所：左図 S&P500指数構成銘柄の1株当たり四半期利益およびコンセンサス・アナリスト予測；Bloomberg, 2016年12月2日  
右図 Thomson Reuters Global Focus Convertible bond index; Macrobond; ブルーベイの予想に基づく, 2016年12月2日  
注：

1 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。

# ディスクレーム



本資料は、英国において、英国金融行為規制機構（FCA）に承認され、その規制を受けるブルーベイ・アセット・マネジメント・エルエルピー（以下、「ブルーベイ」といいます）が、これを提供します。ブルーベイは、米国証券取引委員会（SEC）にも登録されており、米国商品先物取引委員会（CFTC）から承認された全米先物協会（NFA）の会員です。また、米国においては、SECおよびNFAに登録されたブルーベイ・アセット・マネジメント・ユースエー・エルエルシーが、本資料を提供することができます。日本においては、関東財務局に登録されたブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが提供します。香港においては、証券先物委員会に登録されたブルーベイ香港リミテッドが提供します。スイスにおいては、BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale de Zurich, Selnaustrasse 16, 8002 Zurich, Switzerlandを代表者兼支払代理人とするブルーベイ・アセット・マネジメント・アーゲーが提供します。代表者の登記事業所を運用実績の所在地とします。スイスの代表者の登記事業所を管轄する裁判所を、スイスにおける持分の販売に関連する申し立てに係る管轄裁判所とします。目論見書、主要投資家情報書類（KIID）、定款ならびに年次報告書および半期報告書は、スイスにおける代表者から無料で入手可能です。オーストラリアにおいては、ブルーベイは、オーストラリア法とは異なる英国法に基づきFCAの規制を受けているため、金融サービスに関して、会社法に基づくオーストラリアの金融サービス免許を保有する義務を免除されています。カナダにおいては、ブルーベイは、証券法に基づく登録をしておらず、適用州証券法に基づく国際ディーラー免除の適用を受けて、適用証券法の定義による「承認済みカナダ顧客」として適格のカナダ居住者に対して、特定のディーラー業務を行うことを認められています。上記の登録および会員資格は、特定されたブルーベイの事業主体のいずれについても、免許の付与または登録の受理を行う各規制当局が、それらを認可または承認したものと、解釈されるべきではありません。

全てのデータはブルーベイが取得したものです。ブルーベイが知る限り、および信じる限りにおいて、本資料は作成日時点において真実かつ正確です。ブルーベイは、本資料に記載された情報に関して、明示的または暗黙的に一切の保証または表明を行うものではなく、その正確性、完全性または特定目的への適合性につき、全ての保証をここに否認します。本資料は、（FCAの定義による）「プロフェッショナル顧客」および「適格カウンターパーティ」、または米国においては、（1933年証券法の定義による）「適格投資家」もしくは（1940年投資会社法の定義による）「適格購入者」による利用のみを目的としており、その他のいかなる区分の顧客も本資料に依存するべきではありません。本資料は、いかなる証券もしくは投資商品についても、いかなる法域においても、その売却の提案または購入の提案の勧誘を行うものではなく、情報提供のみを目的としています。本資料は、配布が禁止されているいかなる法域においても、これを配布することができず、当該法域における当該対象者への配布を目的としていません。書面による明示的な合意がない限り、ブルーベイは投資その他の助言を提供しておらず、本資料のいかなる記載内容も助言を行うものではなく、これを助言として解釈するべきではありません。

市場のイベントまたは予測に関するいかなる声明も、執筆者のみの主観的な見解です。当該声明は、ポートフォリオ特性の変化、当該声明を行った時点で知られていない市場状況の変動など様々な要因のために、通知することなく変更される可能性があるため、それらに依存するべきではありません。したがって、いかなるフォワード・ルッキングな声明についても、現時点で正確であること、または将来正確と判明することを保証することはできません。当戦略の投資プロセスまたは投資目的が成果を収めるか、もしくは達成されること、またはその可能性が高いことを表明するものではありません。

過去の実績は将来の成果を示唆・保証するものではありません。

リターンの目的は、提供されている範囲内において、例示および議論のみを目的として使用されており、お客様が特定の投資戦略を評価するための一助として使用されています。当該目標または目的は、投資戦略およびその過去の実績、計測されたボラティリティ、ポートフォリオ特性、リスクならびに市場状況を含みますが、それらに限られない、様々な要因に基づく運用マネジャーの主観的な意見を反映しています。パフォーマンスの目標または目的について、実際のパフォーマンスまたは予想されるパフォーマンスを示唆するものとして、これに依存するべきではありません。実際のボラティリティおよびリターンは、様々な要因によって異なります。いかなる目標または目的についても、その全部または一部が達成されることを表明するものではありません。

本資料で示された指数は、比較および例示のみを目的として提示されています。指数は運用されたものではなく、指数に直接投資することはできません。また、インカムの再投資を想定することはできず、売買手数料、報酬および運用費用のパフォーマンスへの影響を織り込むことができません。当該指数を比較のために使用する際には、取引戦略、ボラティリティ、信用力および重要な特性が、ブルーベイの戦略によって用いられる場合とは異なる点において、本来的に制約を伴う可能性があります。ブルーベイの戦略は、その投資先が一つの指数の構成銘柄に制限されていません。

ブルーベイの戦略は、目論見書及びサブスクリプションに関連する書類（以下、「募集資料」）に従って運用され、記載された情報以外について何ら保証するものではありません。本資料は一般的な情報の伝達を目的としており、ブルーベイの運用に関する完全な記述ではありません。本資料と募集資料の情報が一致しない場合は、募集資料の情報が優先されます。運用においては価格変動等の影響によって元本超過損が生じる可能性があります。お申込みいただく前に、募集資料の内容を十分にお読みください。

ブルーベイの事前の書面による同意なく、いかなる方法であれ、本資料を一切複製することはできません。米国においては、SECに登録された投資顧問会社であるRBCグローバル・アセット・マネジメント（U.S.）インクが本資料を提供することができます。RBCグローバル・アセット・マネジメント（RBC GAM）は、ロイヤル・バンク・オブ・カナダ（RBC）の資産運用部門です。また、RBCグループには、ブルーベイ、RBC GAM-US、RBCオルタナティブ・アセット・マネジメント・インク並びにRBCグローバル・アセット・マネジメント・インクなどの独立した関連会社が含まれます。著作権はブルーベイに帰属します。ブルーベイはRBCの100%子会社であり、RBCおよびRBCのその他の関連会社の関係会社または関連会社とみなすことができます。® はRBCの登録商標であることを示します。RBC GAMはRBCの登録商標です。ブルーベイ・アセット・マネジメント・エルエルピーは、77 Grosvenor Street, London W1K 3JRを登記事業所とし、イングランドおよびウェールズに登録番号OC370085で登録されたパートナーシップです。無断で転載、複製等を禁じます。Copyright 2016 © BlueBay. All rights reserved.

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

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。

---