



BlueBay
Asset Management

枠組みの変化 2017年2月

デビット・ライリー
クレジット戦略ヘッド

マクロ経済・市場概況：世界的なリフレ

注視すべきイベント

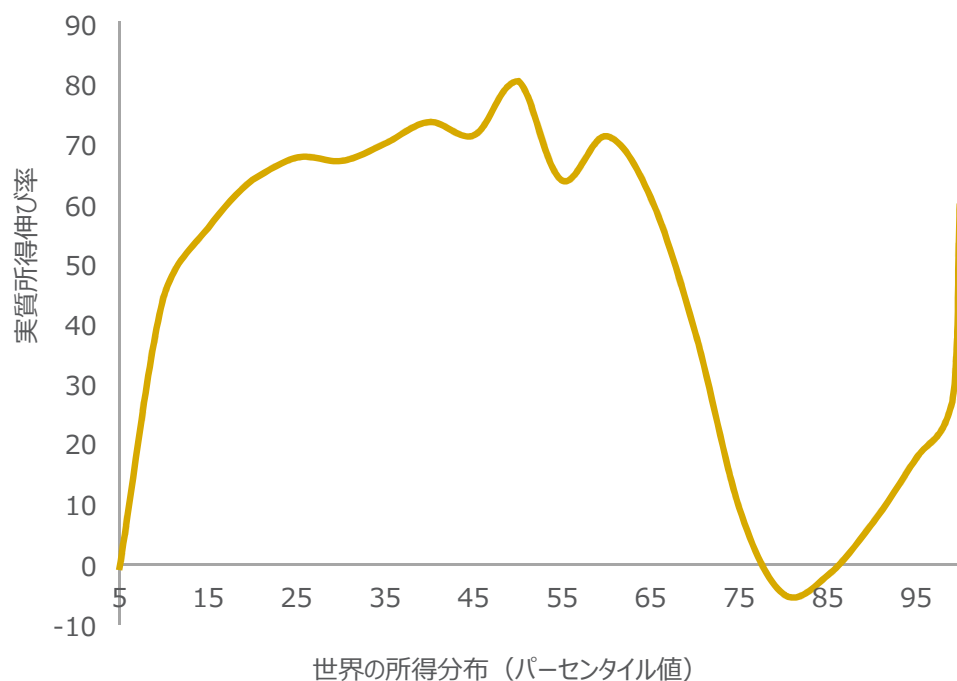
- イエレン米FRB議長の半期議会証言
2月15日
- トランプ米大統領の議会演説
2月28日
- 英国の予算案発表 3月8日
- 米国の債務上限適用再開
3月16日
- ECB政策理事会 3月9日
- オランダ総選挙 3月15日
- FOMC開催 3月15日
- G20財務大臣・中央銀行総裁会議
3月18日
- 英国のEU離脱手続を開始するリスボン条約第50条の発動 3月
- 米財務省の外国為替報告書発表
4月
- フランス大統領選挙
4月23日～5月7日
- G7首脳会議 5月26日～27日
- フランス議会選挙
6月11日、6月18日
- EU首脳会議 6月22日～23日

- **世界的なリフレ**：直近の経済指標は、世界経済の連動した上向き基調が昨年半ばから続いていることを示しています。エマージング市場は、経済成長率が5%以上と2012年以降で最も速いペースの成長軌道をたどっています。同様に、ユーロ圏の足元の経済成長率は2011年以降で最も高い水準にあり、ブルーベイでは米国の今四半期の経済成長率を3%程度（年率換算）と予想しています。コモディティ価格の上昇やアウトプット・ギャップの縮小、経済成長率の上昇が、インフレ率の上昇、及び重要なことにインフレ期待の上昇を支えており、昨年のデフレ懸念は払しょくされています。
- **トランポノミクス**：政府筋との最近の接触は、財政刺激策が今年講じられるとの判断を裏付けます。しかし、入国禁止や外交政策の変化に加え、閣僚人事の遅れが政策の進行を遅らせています。減税やインフラ投資、規制緩和など成長を後押しする施策がより明確になるまで、市場は様子見姿勢をとっており、米国金利及び米ドルはレンジ内で推移すると予想されます。
- **金融政策の変化**：2008年の金融危機以降に金融市場を左右してきた金融政策主導の体制は、終わりを迎えています。日銀が「目標」とする0.1%の10年国債利回りは下限になってきており、欧州中央銀行（ECB）は、経済見通しの改善により、フランス大統領選挙後に現在の超緩和的な政策姿勢を転換すると予想されます。FRBは、経済成長率及びインフレ率の上昇に対応して、今年少なくとも3回利上げを行うとみています。かつてないほどの低金利が長期化するという金融危機以降の局面は終わりつつあります。
- **利回り及びリスク資産の上昇**：コア先進国の国債利回り及びリスク資産は、世界的なリフレに連動しています。成長に敏感な資産及びセクターは、コア先進国の国債利回り上昇に伴いさらに上昇すると予想されます。エマージング市場の資産は、米国大統領選挙後に当初下落した後、投資家がコモディティ価格の上昇や成長見通しの改善、企業のデフォルト率の低下などファンダメンタルズの改善に加え、高い利回りに注目していることから、回復してきました。
- **政治リスク**：3月に行われるオランダの総選挙後、極右政党の自由党（PVV）が政権に加わることはないと考えます。一方、フランス大統領選挙でルペン候補が決選投票に残る可能性に関する不透明感が投資家を不安にさせる状況は続くと考えます。イタリアの選挙が早期（夏）に実施される可能性があり、そのためイタリア国債のスプレッドが上昇しています。ギリシャも、欧州がこの数年にわたり対処方法を学んできた問題ですが、IMFの役割や債務免除が取り上げられるなかで、再び注目を集めています。
- **不気味な静けさ**：極めて低水準のボラティリティは、上向きの経済状況を反映していますが、この不気味な静けさは、政治イベントや政策に起因する市場のボラティリティの高まりによって破られ、投資家にリスクのみならず投資機会を生み出すと予想します。

増大する政治・政策リスク

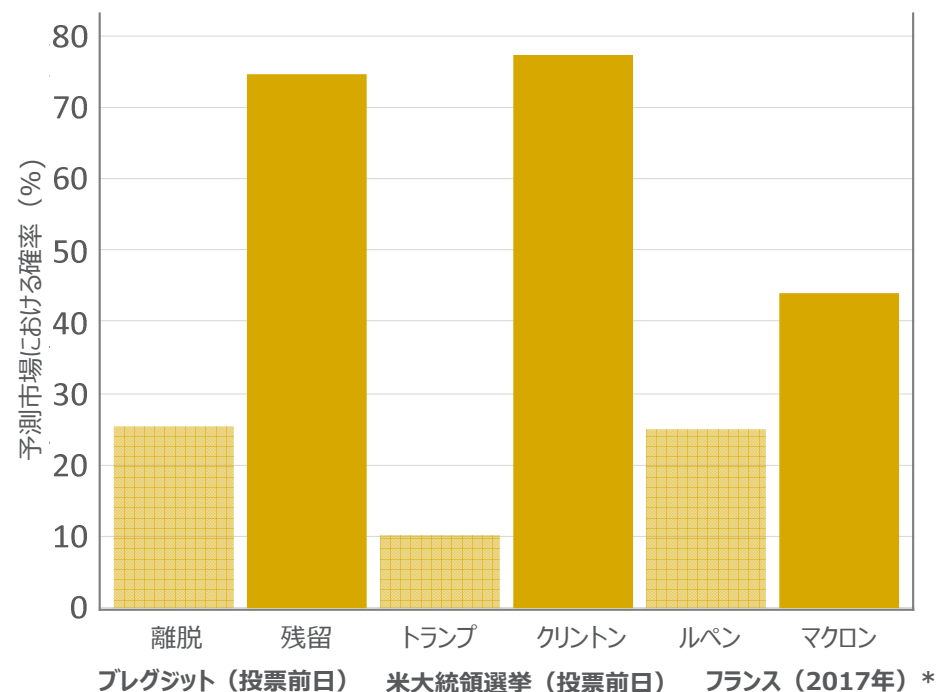
- ・ グローバル化による利益の不平等な配分が、「西側」諸国におけるポピュリズム（大衆迎合主義）や「反体制」の動きを煽っています。
- ・ ポピュリズムは、自国中心の経済政策、積極的な財政政策、量的緩和（QE）やマイナス金利からの政策転換を支持します。
- ・ 英国のEU離脱（ブレグジット）やドナルド・トランプ米大統領の就任、欧州における大衆主義的な動きは、現状の自由経済や政治体制に亀裂が生じていることを示唆します。
- ・ 高まる政治リスク：今年（2017年）はイタリアで早期に実施される可能性のある選挙、オランダや特にフランス及びドイツにおける選挙が重要です。

実質所得の変化：1988年～2008年の所得分布別伸び率



注：縦軸は物価調整後の購買力平価ベースで計測した実質所得の変化率を示しています。横軸は世界の所得分布におけるパーセンタイル値を示しています。パーセンタイル値は5パーセンタイルから95パーセンタイルまで5パーセンタイル毎に示し、上位5パーセンタイルを上位1%と95～99パーセンタイルの2グループに分けています。
出所：Global Income Inequality by the Numbers: in History and Now, Branko Milanovic November 2012

政治的ショック



注：ブルームバーグがまとめた英国の国民投票前日（2016年6月22日）及び米国大統領選挙前日（2016年11月8日）における賭けのオッズ。*2017年2月6日に行われるフランス大統領選挙に関する賭けのオッズ。
出所：Bloomberg, ブルーベイによる計算；12017年2月6日

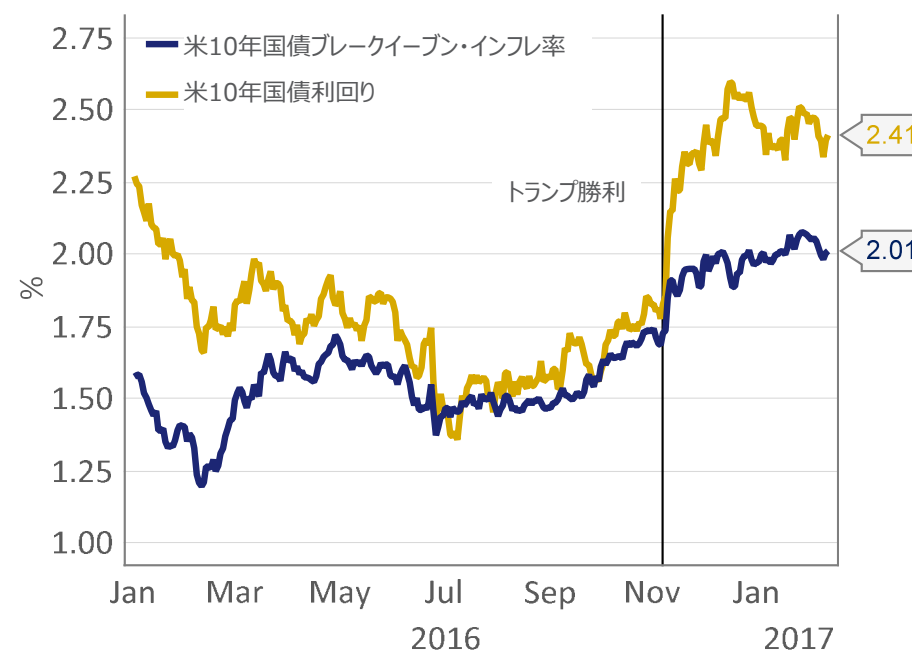
ドナルド・トランプ大統領の影響

- 投資家は、トランプ大統領の財政計画がより明確になることを待っており、入国禁止や閣僚人事の「ノイズ」を概ね織り込んでいます。
- 投資家がトランプ大統領の不透明な外交・通商政策よりエマージング市場のファンダメンタルズの改善を重視していることから、エマージング市場の資産は回復してきました。
- ブルーベイでは、利回りの高いエマージング債を選好しており、中東が「現実的な政治姿勢」への回帰から恩恵を受けるとみています。
- 米国の法人税改革及び「国境税調整」の可能性に関するニュースを注視しています。

S&P500及びMSCIEマージング市場株式指数



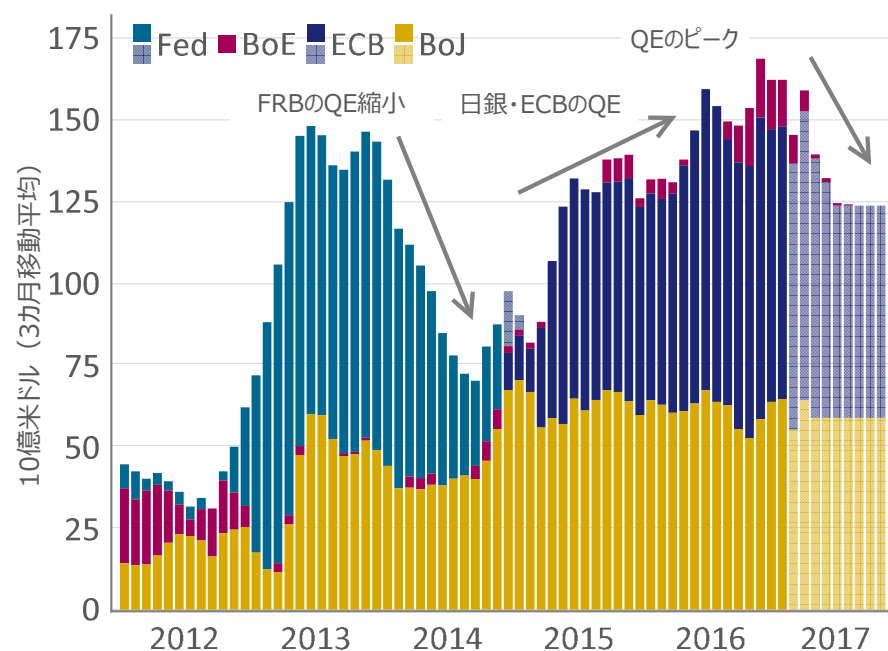
米国債ブレイクイーブン・インフレ率及び米10年国債利回り



ピークを過ぎたQE及びイールドカーブのステープ化

- 2008年の金融危機以降に金融市場を左右してきた金融政策主導の体制は、終わりを迎えています。
- かつてないほど低下した金利や大規模なQEは、銀行や貯蓄金融機関に打撃を与え、信用創造及び投資を阻害しました。
- 日銀がまず追加利下げ及びQEからの政策転換を示し、次いでECBが12月にQEの規模縮小を示しました。
- イールドカーブのステープ化及び厳格な規制環境の緩和は、銀行の収益及び自己資本に有利に働きます。

ピークを過ぎたQE



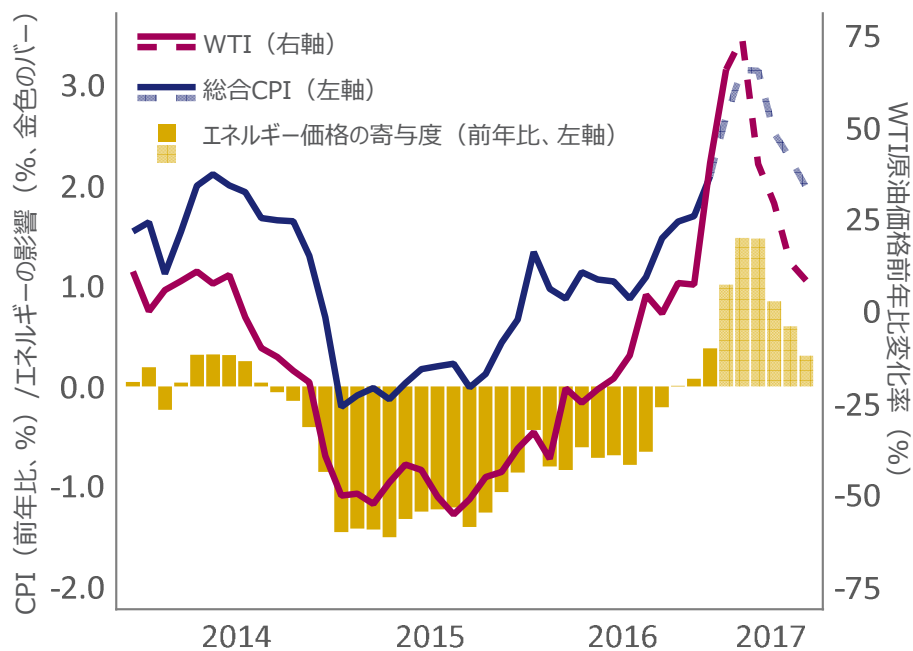
イールドカーブのステープ化が銀行株を押し上げ



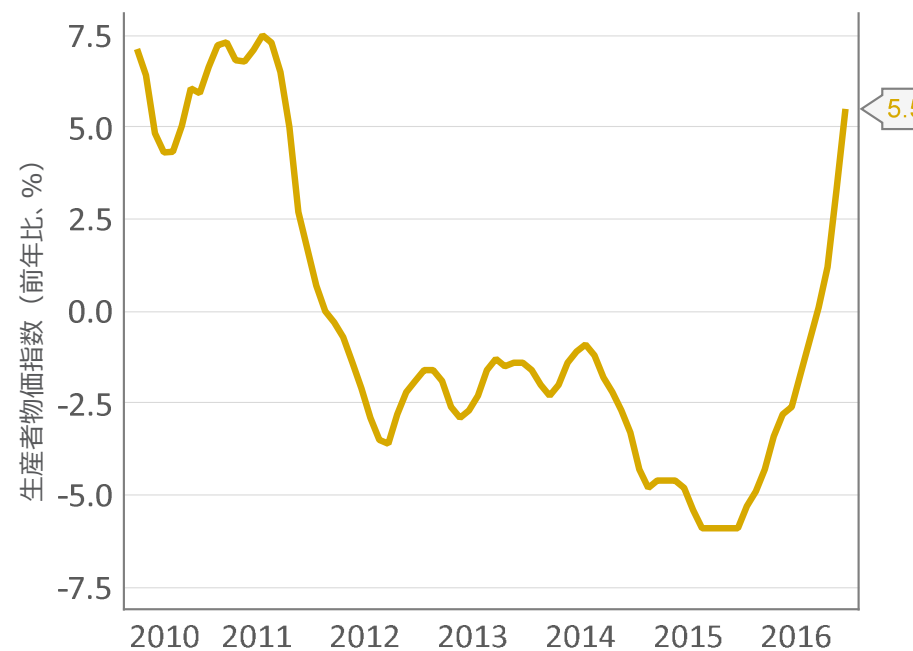
世界的なインフレ率の上昇

- 2017年第1四半期の消費者物価指数は、原油価格の下落が前年比の計測に含まれなくなるため、0.5%～1%上昇します。
- 中国の生産者物価指数の下落は止まりました。
- 米国の賃金及び単位労働コストの上昇は、2017年のコア・インフレ率（エネルギー・食品を除く）を押し上げます。
- トランプ大統領の財政刺激策及び可能性の高い税制・通商改革は、インフレ率の実績値及び予想値をさらに押し上げます。

米国の予想総合CPI – 原油高の影響



中国の生産者物価上昇



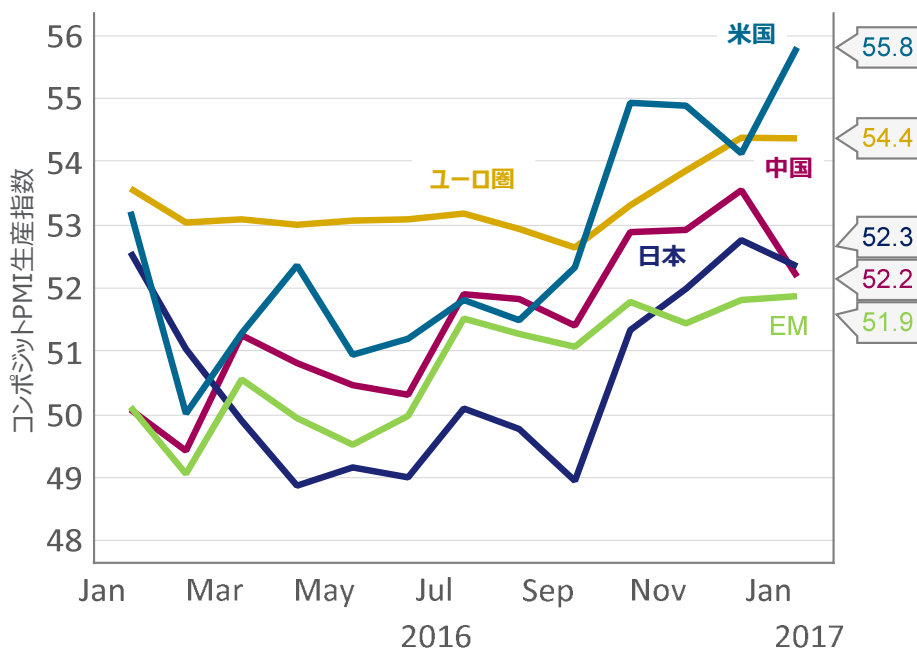
注：ブルーベイの推定値及び予測値は、11月末のWTI原油価格及び前年比1.8%のインフレ率（除くエネルギー）を前提にしています。
出所：Macrobond；ブルーベイによる予測；2016年12月

出所：Macrobond；2016年12月

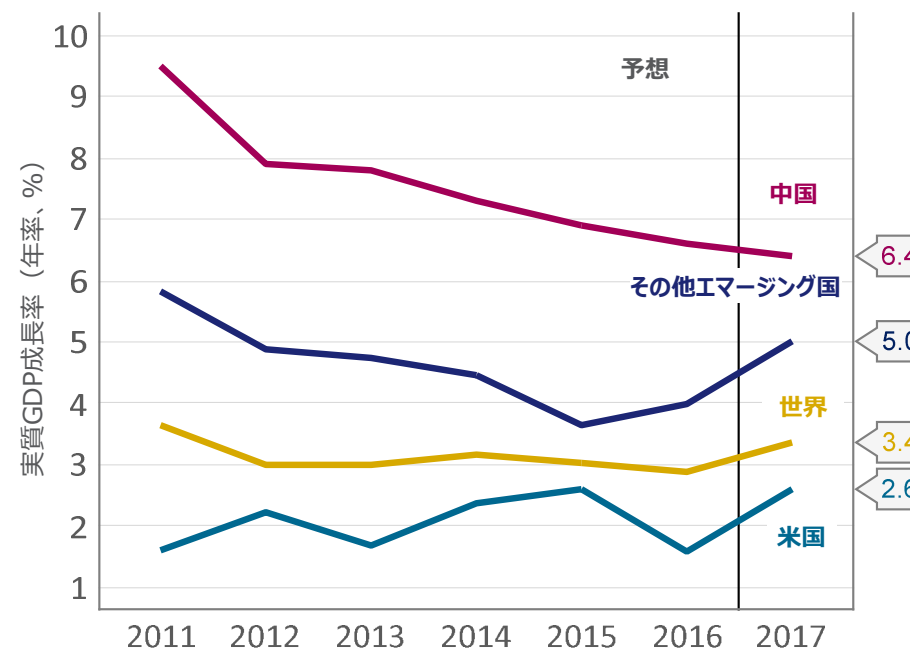
加速する世界経済の成長

- 世界経済の成長は、製造業及び貿易にけん引されて主要国・地域全般にわたり上向き基調です。
- 貿易及び売上高に関する統計は中国経済の力強い成長を示しており、エマージング市場は2012年以降最も速いペースで拡大しています。
- 米国経済は足元3%程度（年率換算）で成長しており、欧州及び日本の成長見通しは改善しています。
- ブルーベイの直近の予想では、世界経済は2016年の2.9%から2017年には3.4%と2011年以降で最も高い成長を遂げます。

先進国及びエマージング市場の月次PMI景気指数は成長ペースの加速を示唆



ブルーベイの成長予想



注：PMIの絶対値は成長率の上昇または低下に対応するものではなく、成長ペースが加速しているか減速しているかを示します。

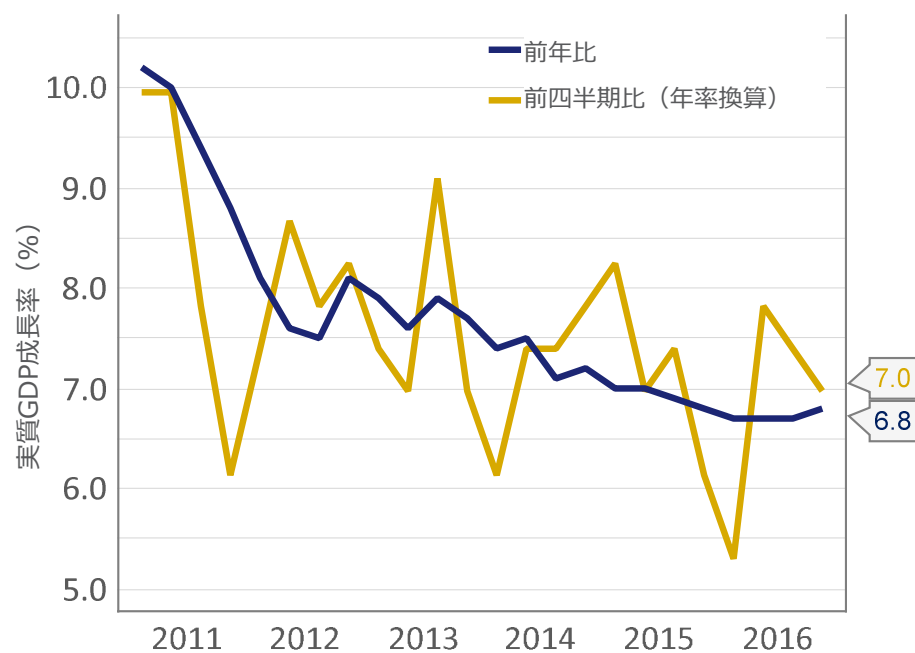
出所：Macrobond; Markit composite Purchasing Managers Indices (PMI); 2017年1月

出所：ブルーベイのクレジット戦略ヘッド及びエコノミスト/アナリストのボトムアップによる予想に基づく; 2016年11月24日

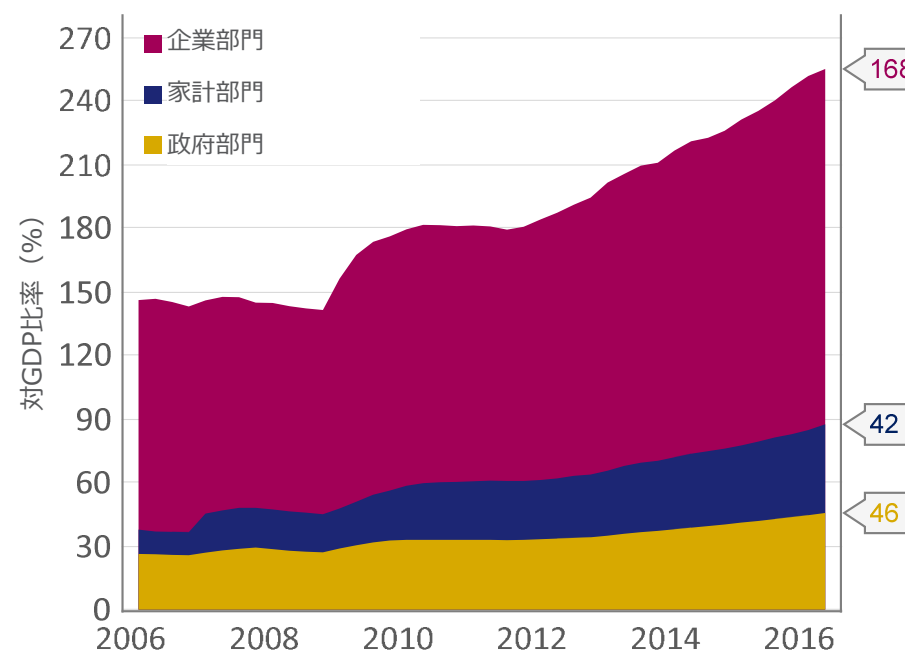
中国：改革より成長を優先

- 中国は経済改革やレバレッジ解消より経済成長を優先しています。
- 企業部門は過剰債務を抱えていますが、政府部門及び家計部門が追加債務を吸収し、企業のレバレッジ解消を埋め合わせる余地があります。
- 中国の「ハード・ランディング」は、コモディティ関連セクターや投資集約度の高いセクターで既に生じています。
- 金融・財政刺激策及び改革や債務再編の先送りが短期的に成長を押し上げるものの、その代わりに将来の安定性を損なうリスクが高まります。

中国のGDP成長率



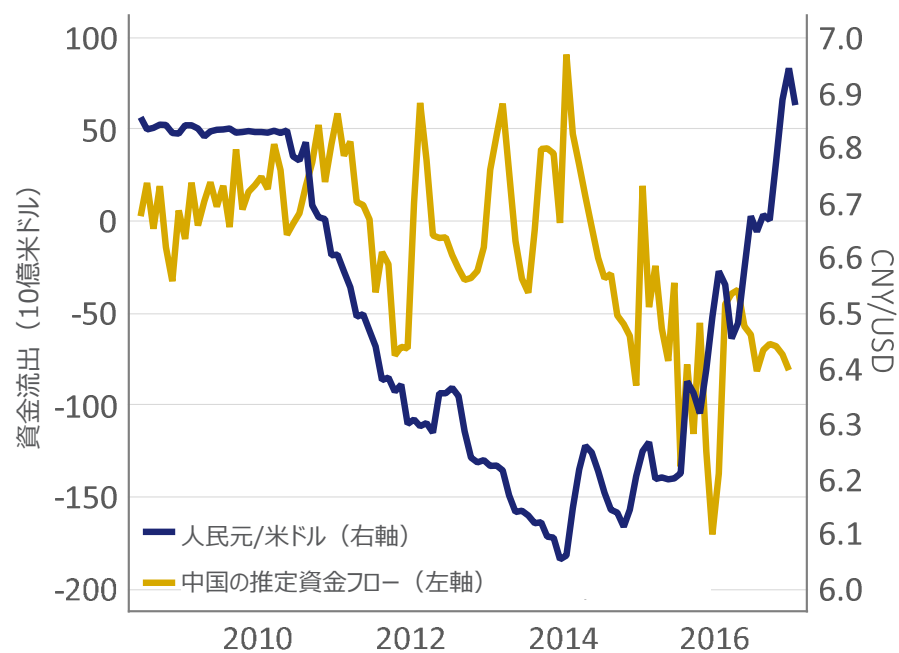
部門別グロス債務対GDP比率



最大の弱点：中国の為替制度

- 米ドル高及び米国金利の上昇に加え、国内の財政・信用状況は、中国の管理為替制度に対する圧力を強めます。
- 2017年10月に指導部が交代することから、中国が自発的に大幅な通貨切り下げを行う可能性は極めて低いと考えます。
- 中国は3兆米ドルの外貨準備及び資本規制という政策手段を有するほか、段階的な自国通貨安を持続させることを確約しています。
- ブルーベイでは、定期的な現地訪問や中国拠点のアナリストを通じて、中国の今後の展開を引き続き注視します。

月次資金流出入



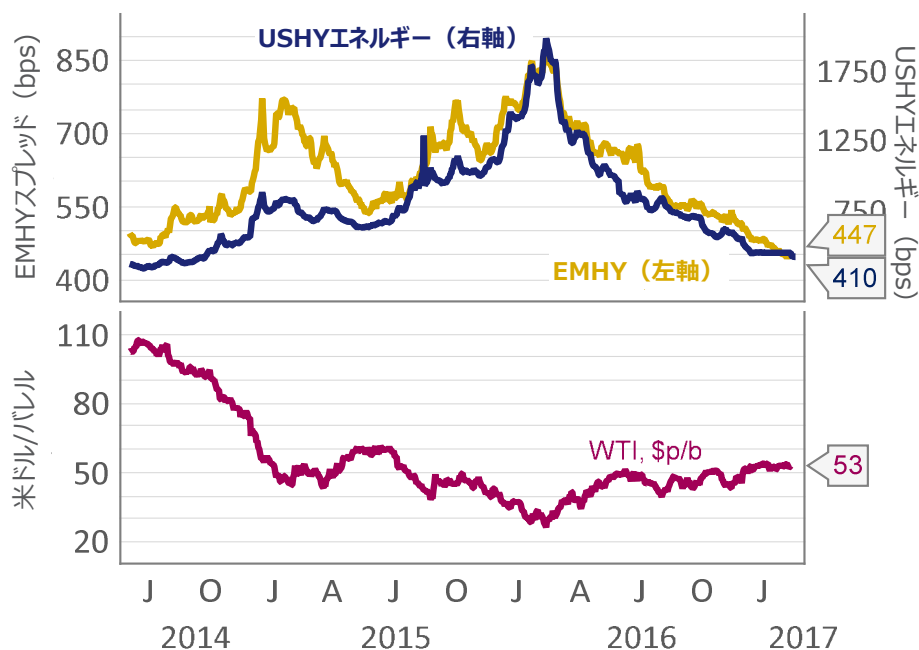
人民元対米ドル及び通貨バスケット



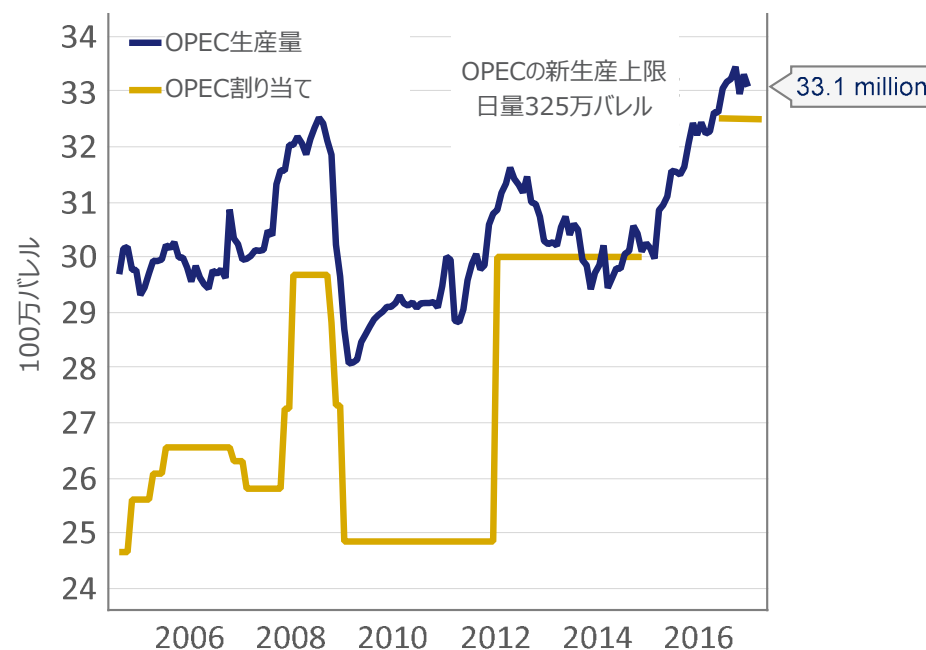
原油高はエマージング市場及び世界的なリフレを下支え

- OPECが日量120万バレルの減産を発表し、主にサウジアラビアと湾岸の産油国が負担するほか、ロシアなどOPEC非加盟国が生産量を日量60万バレル削減します。
- OPEC及びロシアの減産は、米国がシェールオイルの増産を始めても、原油市場の需給を均衡に近づけます。
- 基本シナリオとして、原油価格は2017年末までに1バレル60米ドルに向けて上昇すると予想しますが、上昇のペースと程度は、米国シェールオイルの増産によって制約されます。
- 原油高は先進国の社債やエマージング市場の資産にプラスの影響を及ぼし、世界的なリフレに寄与します。

エマージング市場ハイ・イールド債及び米国ハイ・イールド債エネルギー・セクターの信用スプレッド及び原油価格



OPECの生産量及び割り当て



注: USHYエネルギー: BoAML US High Yield Energy index (H0EN); EMHY: JP Morgan CEMBI High Yield index
出所: Macrobond; 2017年2月3日

出所: Macrobond; 2016年12月

投資テーマ－枠組みの変化

- **枠組みの変化：** 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、中期的にわたって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。
- **債券利回りの上昇：** 米国経済はトレンドを上回る成長を遂げており、完全雇用に近い状態です。総合インフレ率及びインフレ期待は上昇しています。規制緩和や減税、資産価格上昇の見通しが、企業景況感や消費者信頼感を押し上げています。しかし、市場はまだ2017年にわずか2回、2018年に1～2回の利上げを想定しています。ブルーベイでは、FRBは2017年に少なくとも3回の利上げを行い、米10年国債利回りは3%を上回ると予想しています。世界的なリフレ及び政治リスクは、欧州債利回りに上昇圧力を加えています。少ない供給がドイツ国債利回りの上昇を抑制します。
- **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、格付けが高く、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取めると予想します。デュレーションの短いグローバル・ハイ・イールド債や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影響を埋め合わせると考えます。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い転換社債や銀行ハイブリッド債に有利となります。
- **経済状況と政治状況の対立：** 経済成長率及びインフレ率の上昇は、ユーロを含め欧州の資産を支え、ECBによる量的緩和縮小の可能性を高めます。しかし、政治リスクが高まっており、フランス大統領選挙が近づく中で、向こう数カ月間にわたり影響力を強めると予想されます。こうした環境は、マクロ戦略や絶対リターン型投資戦略に魅力的な投資機会をもたらすと考えます。
- **欧州銀行の金融仲介機能の低下：** 欧州銀行セクターのレバレッジ解消及び救済は、ダイレクト・レンディングやディストレスト債、銀行資本を通じて捉えることができる構造的な投資機会を複数年にわたりもたらします。銀行ローンの供給は借入需要の増大に対応することができず、代替的な貸し手に投資機会を生み出しています。イールドカーブのスティープ化及び厳格な規制環境の緩和は、利回りが高くデュレーションの短い銀行資本の魅力を高めます。
- **割安なエマージング市場：** 成長の回復、貿易赤字や対外債務の縮小、企業のデフォルト率の低下など、エマージング市場のファンダメンタルズは改善しています。現地通貨建てエマージング債と先進国債券の利回り格差は、ブラジルやロシアなど幾つかの主要エマージング諸国における高い実質金利を反映して、まだかなり開いています。現在はデュレーションが短く利回りの高いエマージング債を選好しています。
- **クレジット・サイクルの長期化：** リフレや企業収益悪化の下げ止まり、銀行貸出基準の緩和は、企業のレバレッジが相対的に高いものの、米国のクレジット・サイクルを引き伸ばします。欧州クレジット債は、デフォルト率が極めて低位にとどまるなか、レバレッジが再び上昇するクレジット・サイクルの拡大段階に入りつつあるとみています。エマージング市場社債は、痛みを伴う調整局面を過ぎて、今や信用力が上向きサイクルの修復段階にあります。
- **インカム追求：** 欧州及び日本では債券利回りが異常に低いかマイナスであることから、引き続き利回りの高い米国の資産、なかでも投資適格社債に資金が流れています。安定したキャッシュフロー及びインカムに対する需要は依然として旺盛であり、ダイレクト・レンディングやリアル・アセットへの投資家の資金流入を後押ししています。

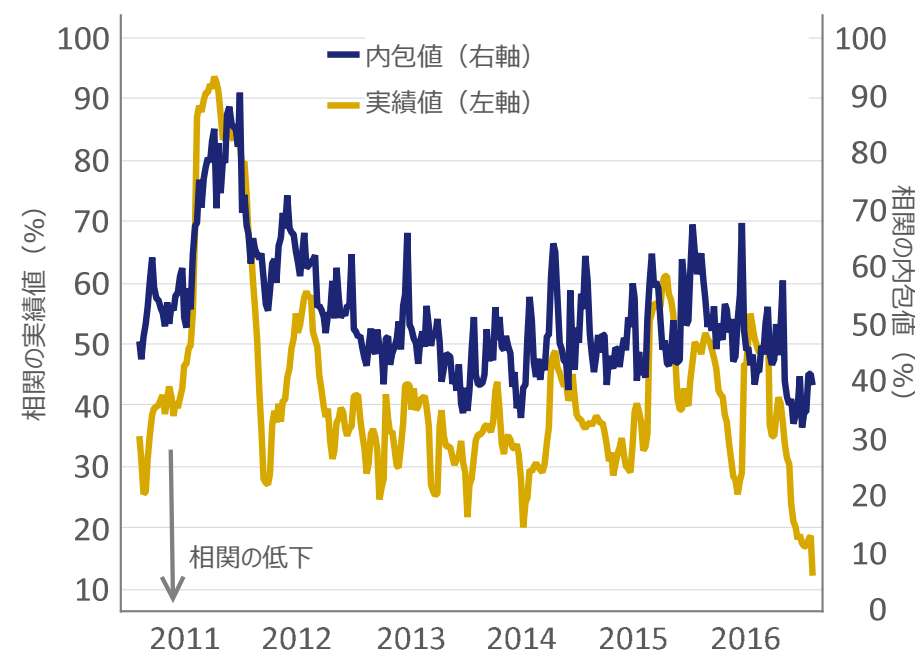
テーマ：枠組みの変化

- 大衆主義的な政治・経済状況は、確立されたビジネス・モデルを破壊し、新たな勝ち組と負け組を生み出します。
- ECBがQEの規模を縮小する中で、欧州クレジット債におけるスプレッドのばらつきが広がり、バリュー投資家に投資機会を生み出すと予想します。
- 米国では、投資家がトランプ大統領政権下の勝ち組と負け組を選別する中で、資産間の相関が低下しています。
- 体制の変化は、アルファ獲得機会を拡大し、パッシブ運用戦略よりアクティブ運用戦略に有利に働きます。

市場は2018年末までに1%未満の利上げを予想



S&P500構成銘柄間の相関



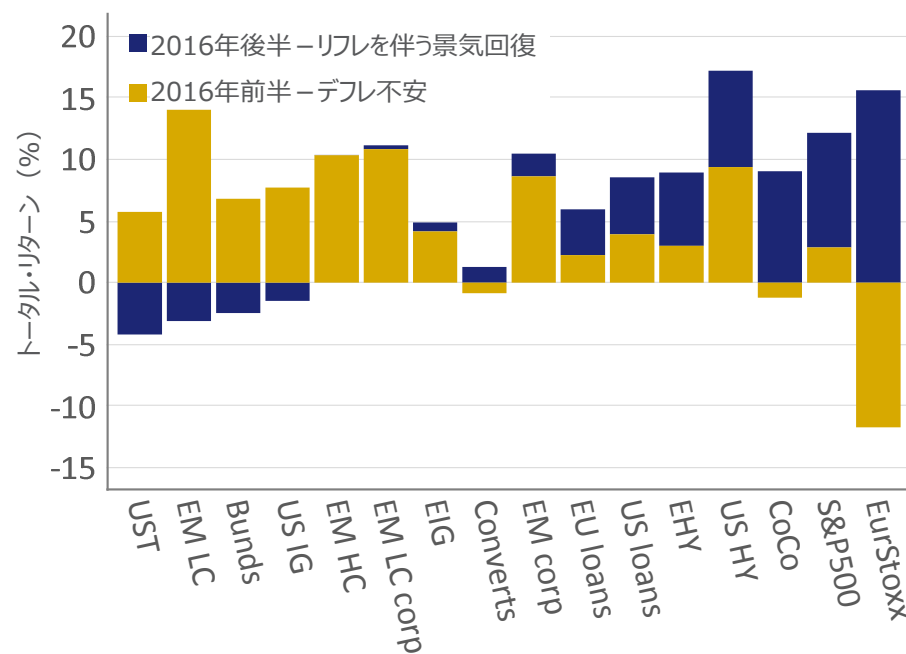
注：スプレッドのばらつきは、金融を除く欧州投資適格社債におけるスプレッドの標準偏差を毎月末の平均スプレッドで割って計測しています。
出所：BoAML; ブルーベイによる計算; 2017年1月 (月次データ)

出所：Bloomberg; 2017年2月9日

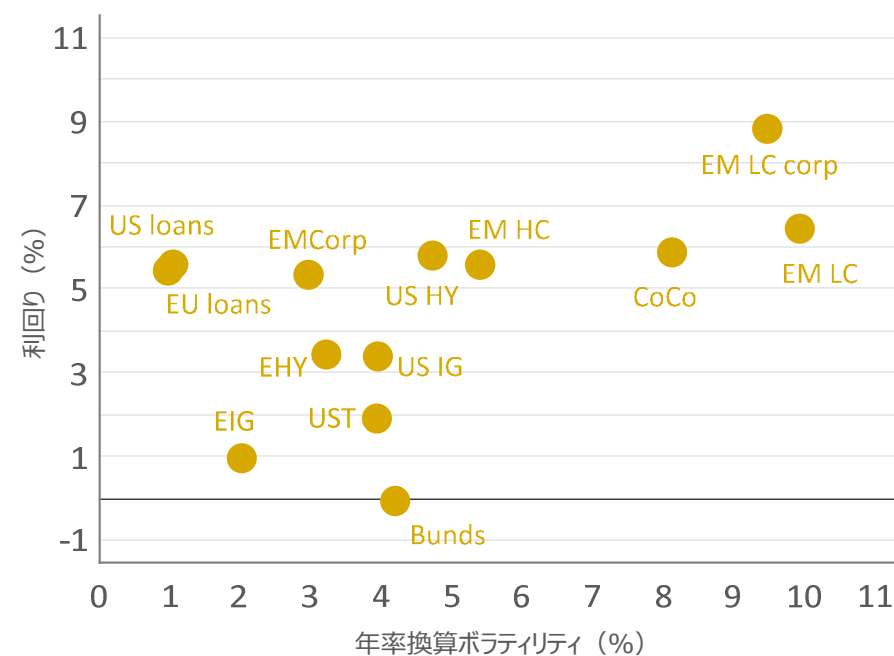
リフレ及びボラティリティ

- 2016年の「市場実験」：前半はデフレ不安、後半はリフレを伴う景気回復が市場を左右しました。
- 金利変化に敏感な資産がリフレ環境下で軟調に推移し、成長に敏感なリスク資産がデフレ・シナリオ下で軟調に推移しました。
- エマージング市場社債は、先進国の「安全」な債券や投資適格社債と同水準のボラティリティで、より高い利回りを提供します。
- 通常、デュレーションが短く利回りの高いクレジット債や転換社債が、リフレ環境下で堅調に推移します。

米大統領選挙前後の資産クラス別リターン



利回り及びボラティリティ



出所: JP Morgan; BoAML; ブルーベイによる計算; 2017年2月3日

注: EM LC: JPM GBI-EM Global Diversified Index; EM Corp: JPM Corporate Emerging Market Bond Diversified Index USD unhedged; EM HC: JPM EMBI Global Diversified Index; UST: BoAML US Treasury & Agency Index; US HY: BoAML US High Yield Index; US IG: BoAML US Corporate Index; EIG: BoAML Euro Corporate Index; EHY: BoAML European Currency High Yield constrained index; CoCo: BoAML Contingent Capital Index; Bunds: BoAML German Government Index; MSCI: MSCI All world equity index; Loans is the JP Morgan BB/B (US) leveraged loan index; EU loans = JP Morgan European Loan index; Converts: Thomson Reuters Global Focus Convertible Bond index USD (unhedged); EM LC Corp: BoAML Local Currency EM non-sovereign index (LOLC)

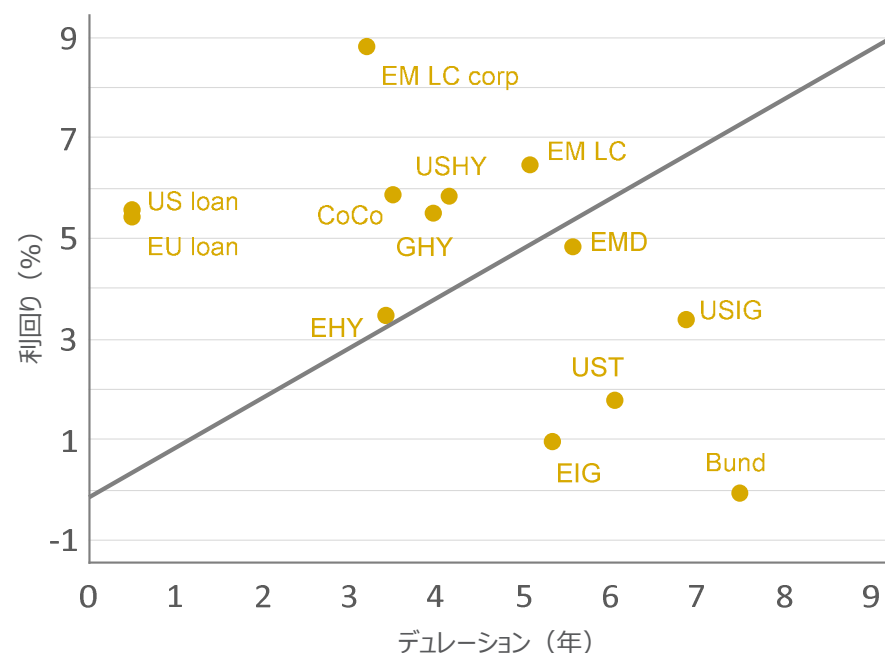
デュレーションより高い利回りの資産を追求

- 低金利の後遺症として、債券ベンチマークの金利感応度が上昇（デュレーションが長期化）しています。
- アクティブ債券運用戦略は、金利上昇局面でパッシブ運用を上回るパフォーマンスを得ることができます。
- 世界的なリフレは、金利上昇とデフォルト・リスクの低下を意味します。
- 金利リスクより信用リスク、ベータよりアルファを 선호します。

ベンチマークに追随するパッシブ債券運用は高リスク



利回り及びデュレーション



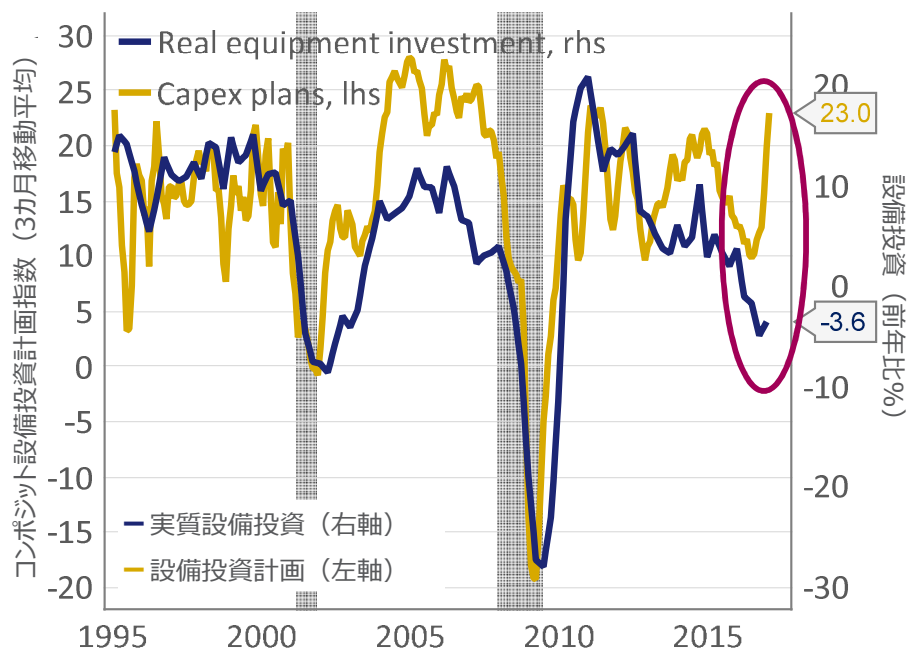
注: Barclays Global Agg index
出所: Bloomberg; 2017年2月3日

注: 右図 2017年2月3日
EM LC: JPM GBI-EM Global Diversified Index; EM Corp: JPM Corporate Emerging Market Bond Diversified Index USD unhedged; EM HC: JPM EMBI Global Diversified Index;
UST: BoAML US Treasury & Agency Index; US HY: BoAML US High Yield Index; US IG: BoAML US Corporate Index; EIG: BoAML Euro Corporate Index; EHY: BoAML
European Currency High Yield constrained index; CoCo: BoAML Contingent Capital Index; Bunds: BoAML German Government Index; MSCI: MSCI All world equity index;
Loans is the JP Morgan BB/B (US) leveraged loan index; EU loans = JP Morgan European Loan index; EM LC Corp: BoAML Local Currency EM non-sovereign index (LOLC)

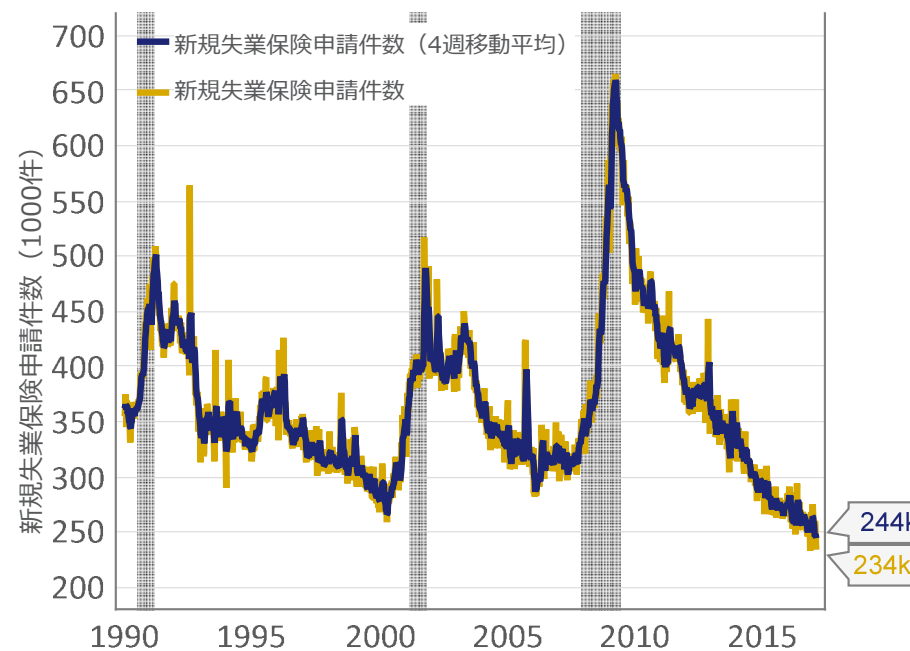
テーマ：米国のリフレ

- 法人税減税や税制改革、規制緩和への期待が企業心理及び設備投資計画を押し上げています。
- 企業収益悪化や原油安による投資抑制の終了は、米国の投資及び成長を押し上げます。
- 低い失業率は、頑健な米国経済及び潜在的なインフレを裏付けます。
- リフレは株式やクレジット債など成長に敏感なリスク資産にとってプラス要因ですが、高格付けの債券や米国債にとってマイナス要因です。

設備投資の回復



失業保険申請件数は複数年来の低水準



注：「設備投資計画」は、フィラデルフィア、リッチモンド、ニューヨーク、カンザス及びテキサスの連邦準備銀行が月次の企業調査及び向こう6カ月間にわたる設備投資増額予想に基づき公表するディフュージョン・インデックスの単純平均です。「実質設備投資」は、実質ベース（物価調整後）の住宅以外の設備投資をいいます。灰色の部分は、全米経済研究所（NBER）による米国の景気後退期を示しています。

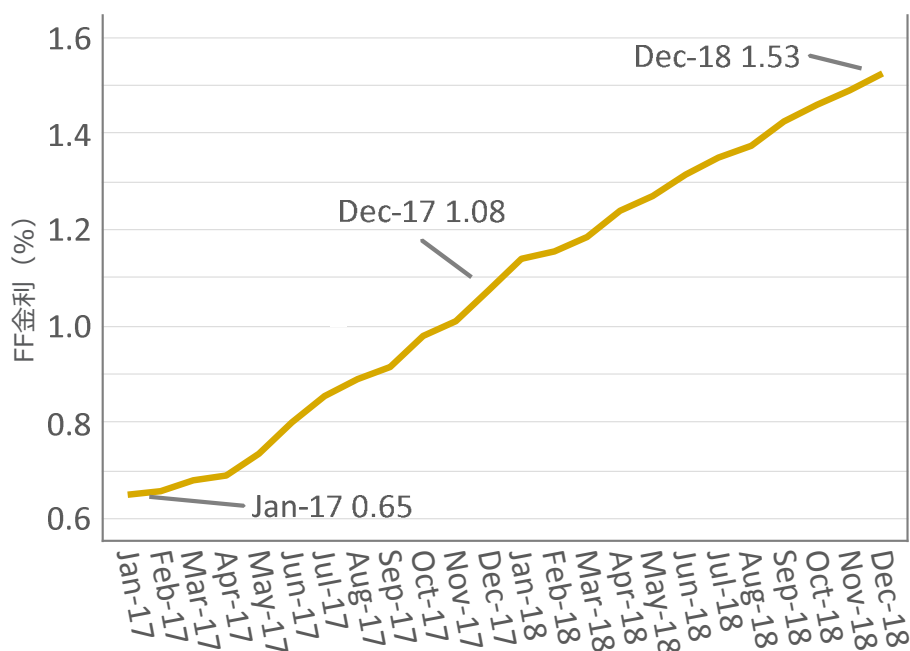
出所：Macrobond；ブルーベイによる計算；2017年1月

出所：Macrobond；2017年2月9日

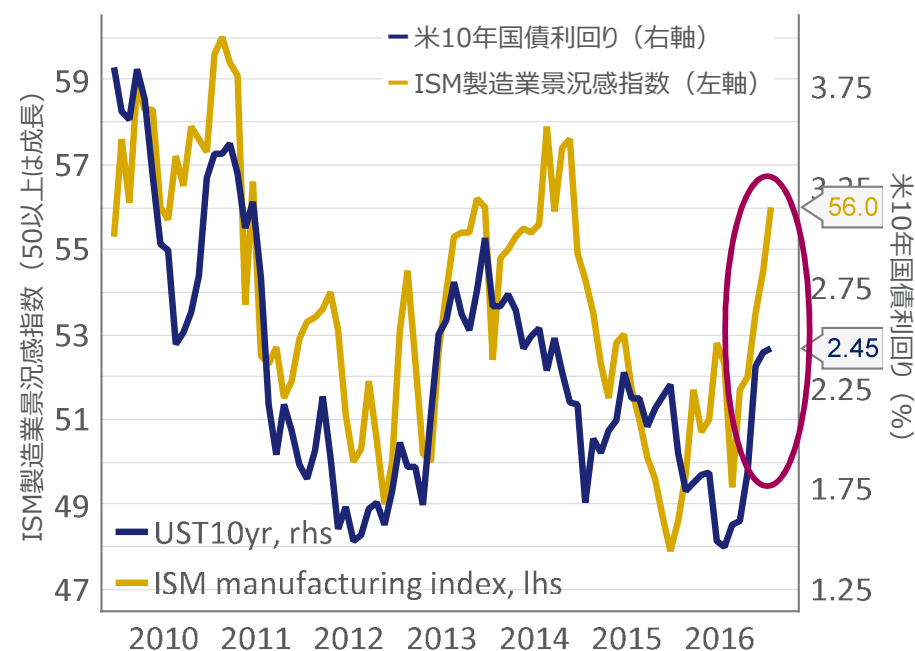
米国金利の上昇

- 米国債利回り及びFF金利予想は低過ぎると考えます。
- 先物市場は、2017年に多くて2回、2018年12月までにわずか3回の利上げを織り込んでいます。
- 米国債利回りは、成長見通しの改善及びインフレ期待の上昇に追いついていません。
- ブルーベイでは、2017年に3回か4回の利上げが行われ、米10年国債利回りは3%程度まで上昇すると予想しています。

市場は2018年末までに1%未満の利上げを予想



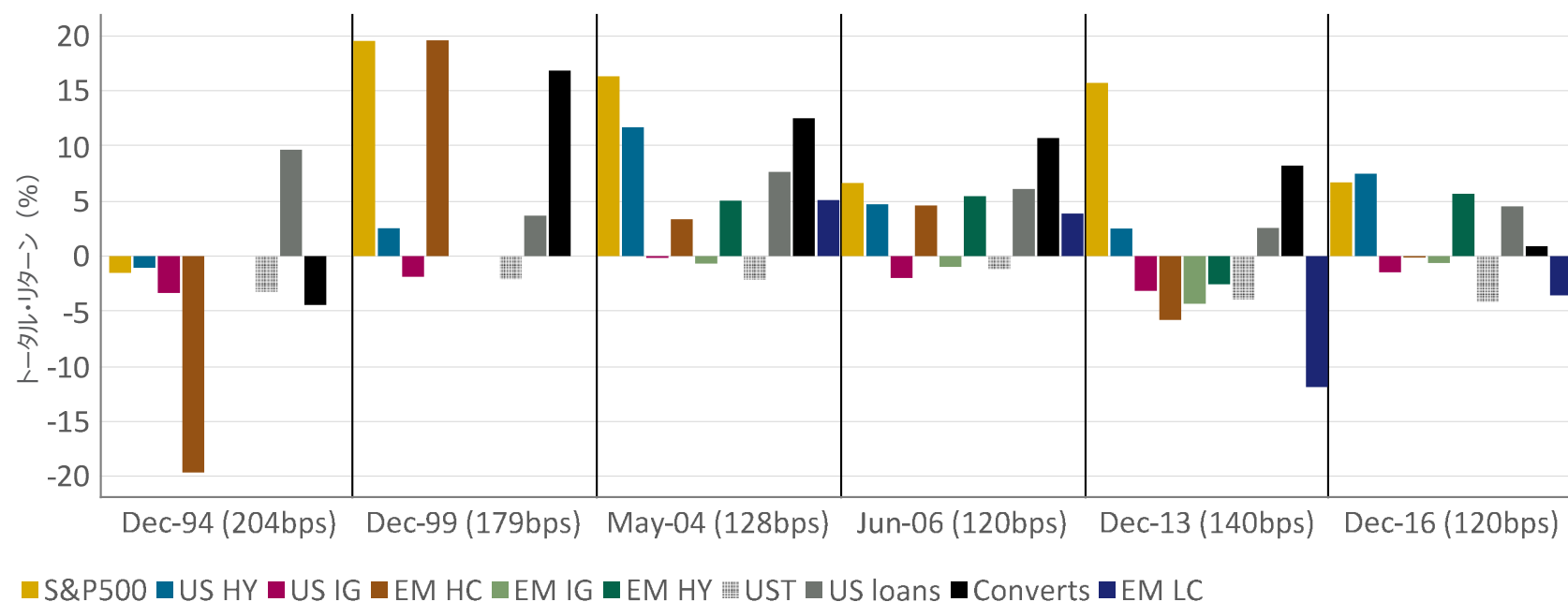
米国債利回りは景況感の改善に出遅れ



米国債利回り上昇局面における資産クラス別パフォーマンス

- 米国債利回り上昇局面において、ローンは常にプラスのリターンを創出しています。
- 先進国及びエマージング市場のハイ・イールド債など高利回りの資産は、通常、「安全」資産を上回るパフォーマンスを収めています。
- 米国のリフレ局面において、転換社債は、通常、他の債券資産クラスを上回るパフォーマンスを収めています。
- 米国の金融政策の予想外の変更により米国債利回りが上昇する局面において（1994年及び2013年）、エマージング債のパフォーマンスは劣後しています。

米10年国債利回りが1%上昇した期間の資産クラス別リターン

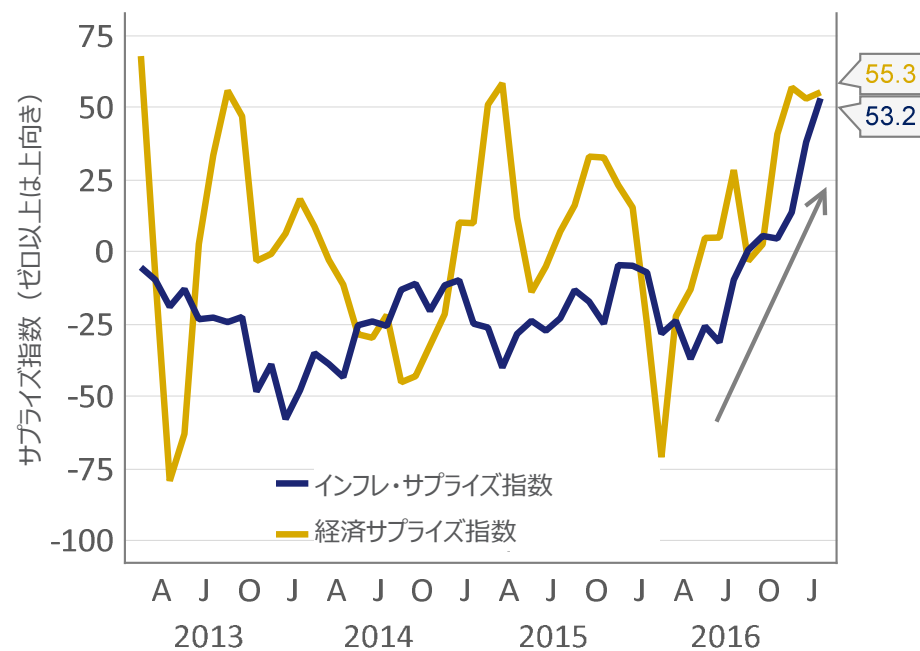


注：上記は、12カ月またはそれ未満の期間にわたり米10年国債利回りが1%以上上昇した期間を捉えています。EM LC: JPM GBI-EM Global Diversified Index; EM IG: JPM Corporate Emerging Market Bond Diversified High Grade Index; EM HY: JPM Corporate Emerging Market Bond Diversified High Yield index; EM HC: JPM EMBI Global Diversified Index; UST: BoAML US Treasury & Agency Index; US HY: BoAML US High Yield Index; US IG: BoAML US Corporate Index; US loans is the JP Morgan BB/B (US) leveraged loan index; Converts: Thomson Reuters Global Focus Convertible Bond index USD (unhedged). Data for EM IG, EM HY and EM LC not available for December 1994 and December 1999 episodes.
Source: JP Morgan; BoAML; Thomson Reuters; Bloomberg; Macrobond; 2016年12月 (月次データ)

テーマ：欧州の経済状況と政治状況の対立

- 信用・金融状況の改善は、経済成長率及びインフレ率の上昇傾向を支え、ECBがQEを縮小する可能性を高めています。
- 一方、国債スプレッドは危機前の水準をまだ大きく下回っていますが、政治状況が国債スプレッドを押し上げています。
- マクロ戦略やアンコンストレインド型の戦略は、改善する経済状況と悪化する政治状況の対立から生じる可能性のあるボラティリティを捉えることができます。
- 経済・政治状況を受けて、ECBはフランス大統領選挙後、9月のドイツ総選挙前に、QEの縮小計画を示す可能性があります。

経済指標及びインフレ指標は予想以上に良好



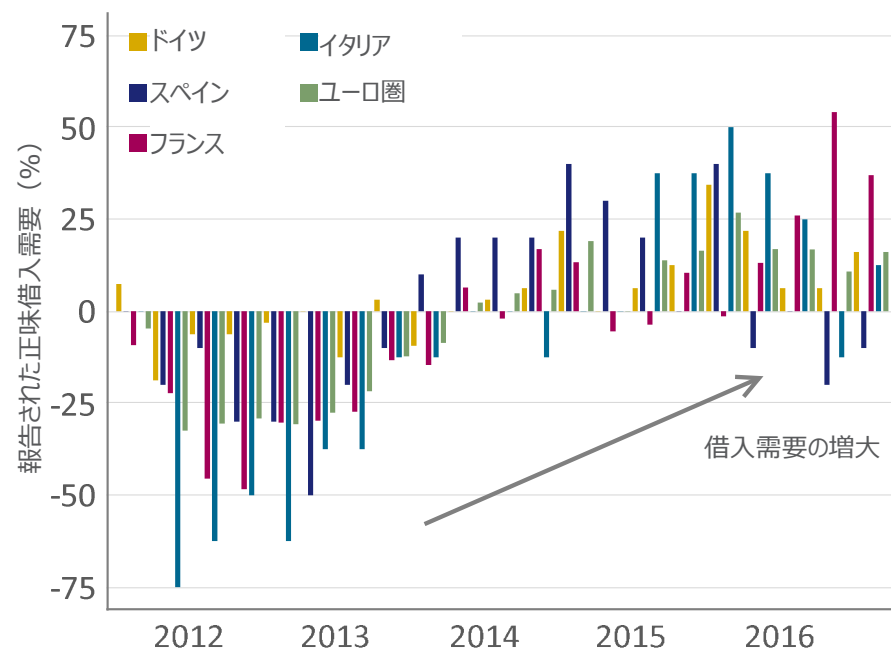
国債スプレッドは危機前の水準を大きく下回る



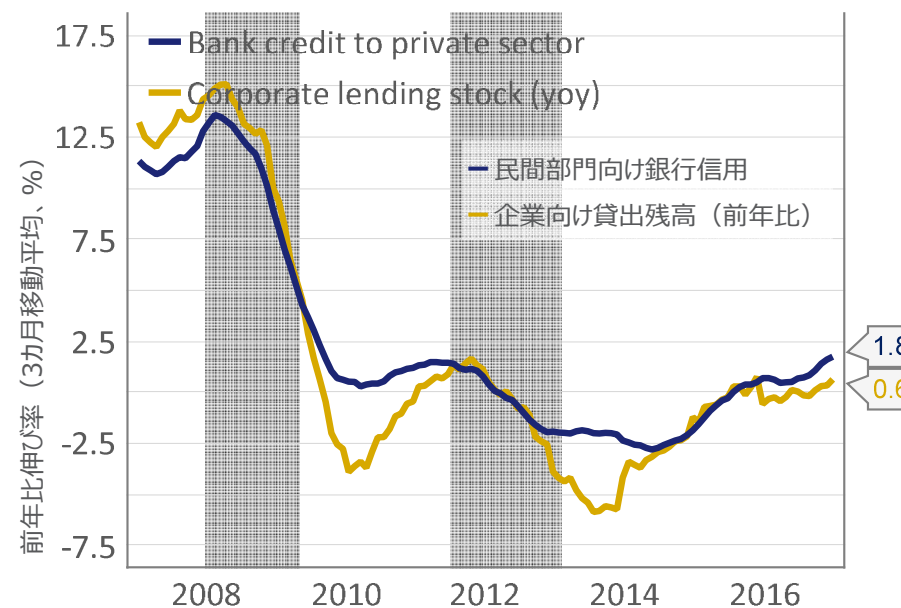
テーマ：欧州銀行の金融仲介機能低下

- 欧州経済の回復が続く中で、借入需要が増大しています。
- しかし、1兆ユーロの不良債権や自己資本・利益不足が銀行の信用供給を制約しています。
- 企業の資金調達に占める銀行借り入れの割合が米国の20%と比べて60%と高い欧州において、銀行の金融仲介機能は構造的かつ循環的に低下しています。
- 企業部門の資金調達源として、公募資本市場に加え、ダイレクト・レンディングまたはプライベート・レンディングによる代替的な貸し手が台頭しています。

ユーロ圏企業の借入需要



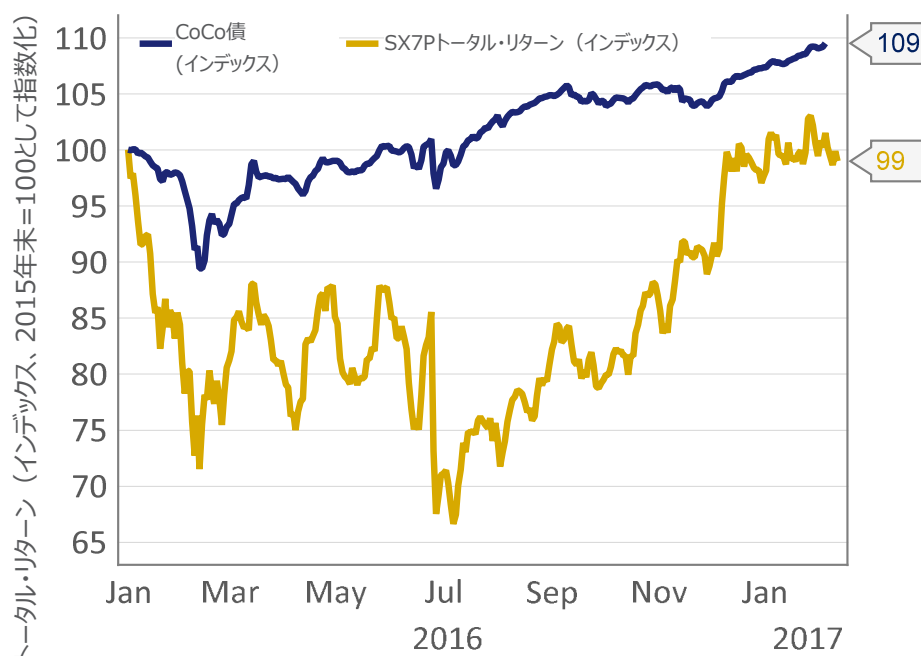
企業部門向け銀行貸出



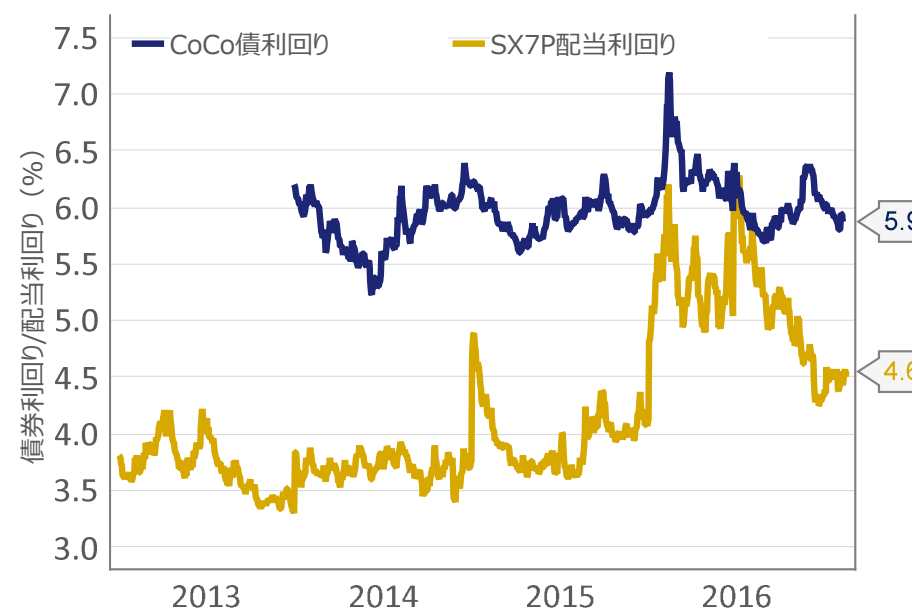
銀行コンティンジェント・キャピタル・インカム及び超過収益の源泉

- 偶発転換社債（CoCo債）/AT1は複雑でリスクが高く、クーポンの支払いが停止され、元本が消却または株式に転換されることがあります。
- 魅力的なバリュエーションに加え、イールドカーブのスティープ化及び厳格な規制環境の緩和が今後の良好なパフォーマンスを支えます。
- イタリアの銀行（及びドイツ銀行）の破綻は、銀行セクターの信用力が改善している中でも、ファンダメンタルズに基づく銘柄選択の重要性を際立たせます。
- CoCo債は、銀行株と比べて低いボラティリティで利回りが高く、魅力的なインカムを提供します。

AT1と欧州銀行株のパフォーマンス比較



欧州銀行：配当利回りとAT1債利回りの比較



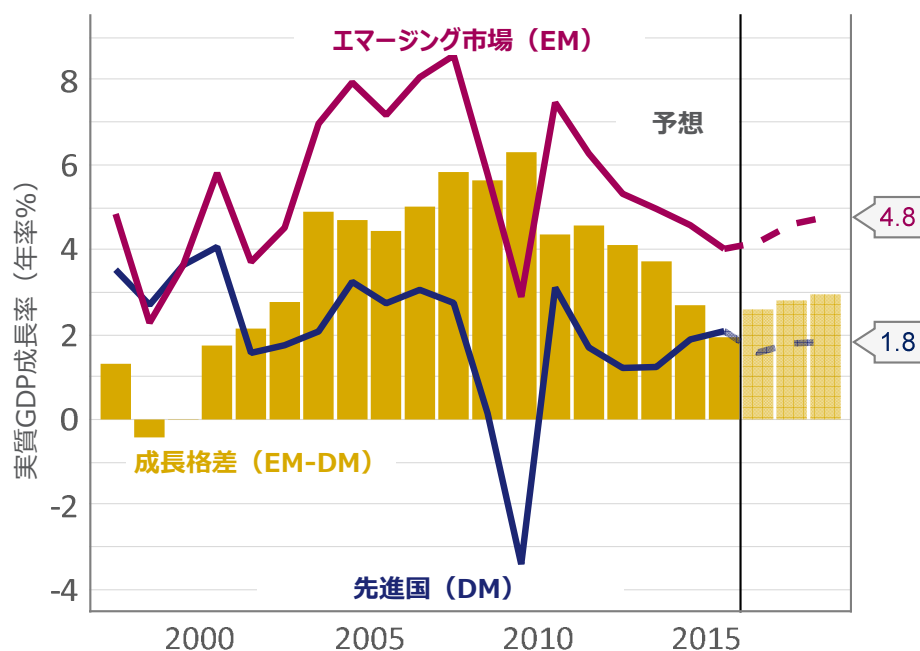
注：トータル・リターン・インデックスは2015年末を100として指数化
出所：Bloomberg Euro Stoxx 600 banks index (SX7P); BoAML Contingent Capital index (COCO);
2017年2月3日

注：配当利回り：Euro Stoxx 600 banks index (SX7P); 債券利回り：BoAML Contingent Capital index (COCO)
出所：Bloomberg; BoAML; 2017年2月3日

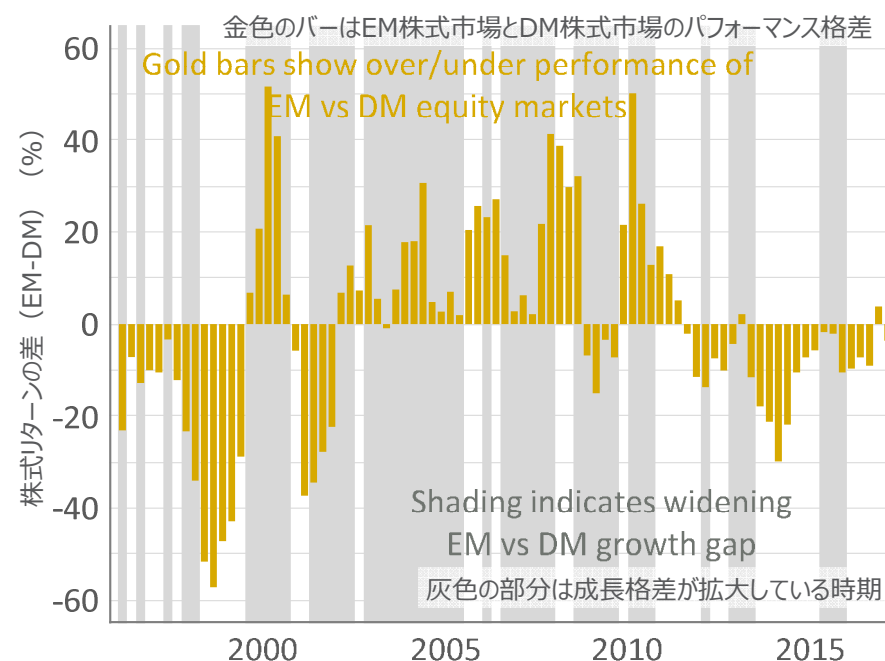
テーマ：エマージング市場の回復

- エマージング市場は、コモディティ価格の低下及び中国の投資ブームの終了に十分に順応してきました。
- エマージング市場は、貿易収支が赤字から黒字に転換し、資産価格が再評価され、ポジションの「偏り」が緩和されており、2013年の「テーパー・タントラム（FRBの量的緩和縮小観測による市場下落）」が再現する恐れは低下しています。
- 人口動態及び生産性の向上が、エマージング市場の先進国に対する中期的な成長の優位性を支えます。
- エマージング市場と先進国の成長格差が拡大する局面において、エマージング市場の資産（クレジット債及び株式）は、通常、先進国の資産を上回るパフォーマンスを収めます。

エマージング市場と先進国の経済成長格差は拡大する見通し



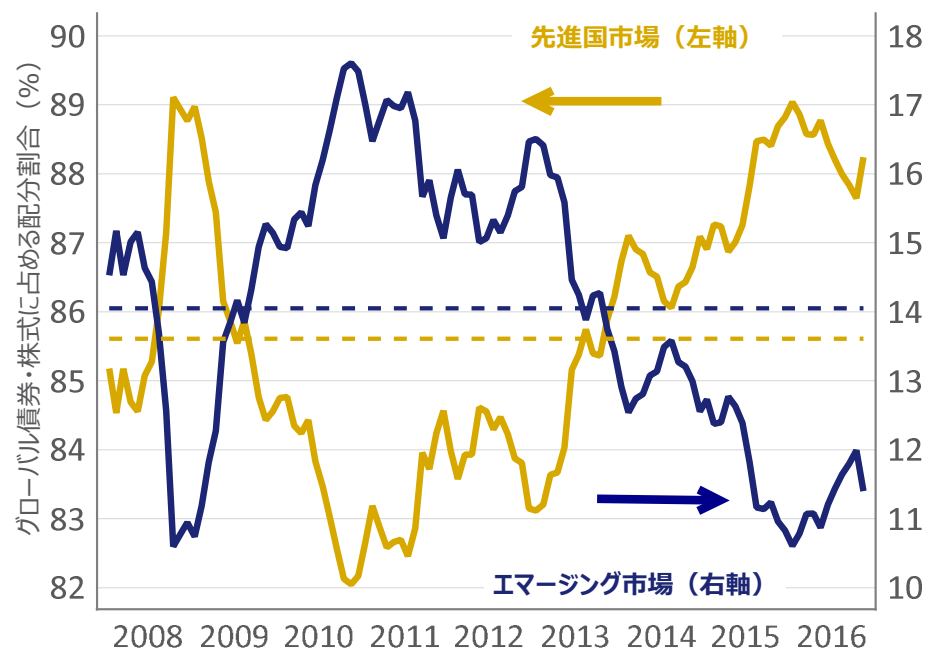
EM資産は成長格差が拡大する局面で良好なパフォーマンス



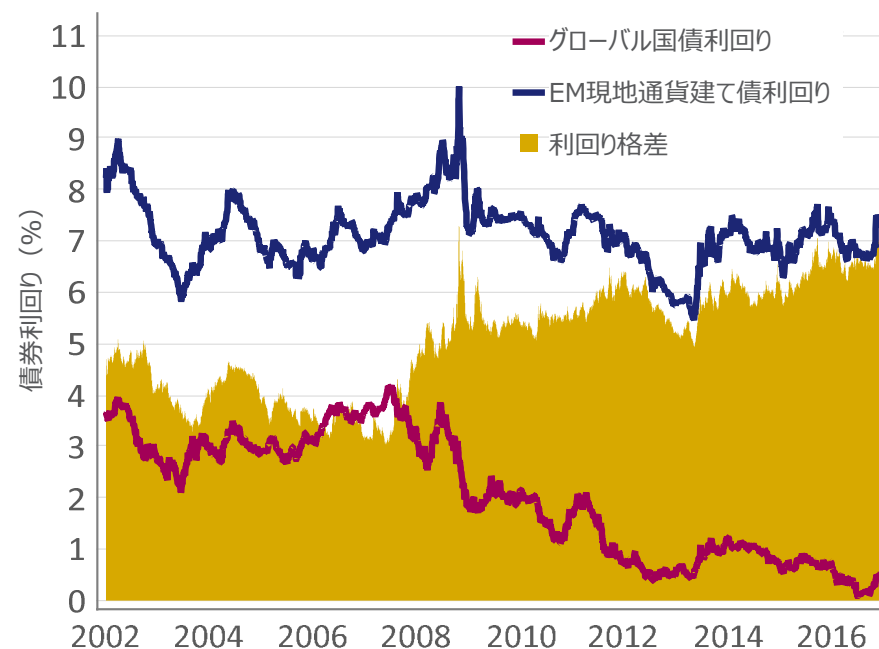
エマージング市場をアンダーウェイトする投資家は記録的に拡大した利回り格差を逃す

- 2013年の「テーパー・タントラム」の時期とは異なり、グローバル投資家は資金流出により価格が急激に下落するリスクを制限するため、エマージング市場の資産をアンダーウェイトしています。
- 現地通貨建てエマージング国債と先進国国債との利回り格差は、記録的に拡大しています。
- エマージング市場のリスク・プレミアムは、政治リスクやガバナンス・リスク（先進国の資産にまだ概ね織り込まれています）を反映しています。
- 国内のファンダメンタルズに加え、「テクニカル（需給）」状況が、エマージング市場の資産を支えています。

エマージング市場と先進国市場のポートフォリオ構成比率



先進国国債と現地通貨建てエマージング国債の利回り格差



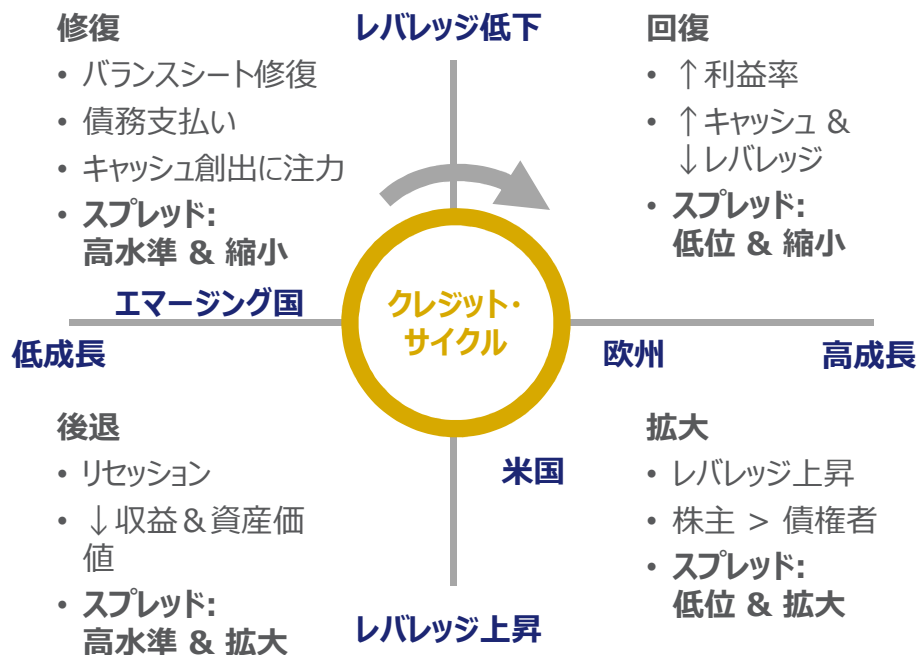
出所: EPFR, IIFによる予想; 投資信託及びETS等を含む, 2016年11月30日
注: 点線は2008年~2016年年初来の平均

出所: Macrobond; Bloomberg; 2017年2月3日注:
グローバル国債利回りはパークレイズ・グローバル総合国債の利回り。
EM現地通貨建て債利回りは、JPモルガンGBI-EMの利回り

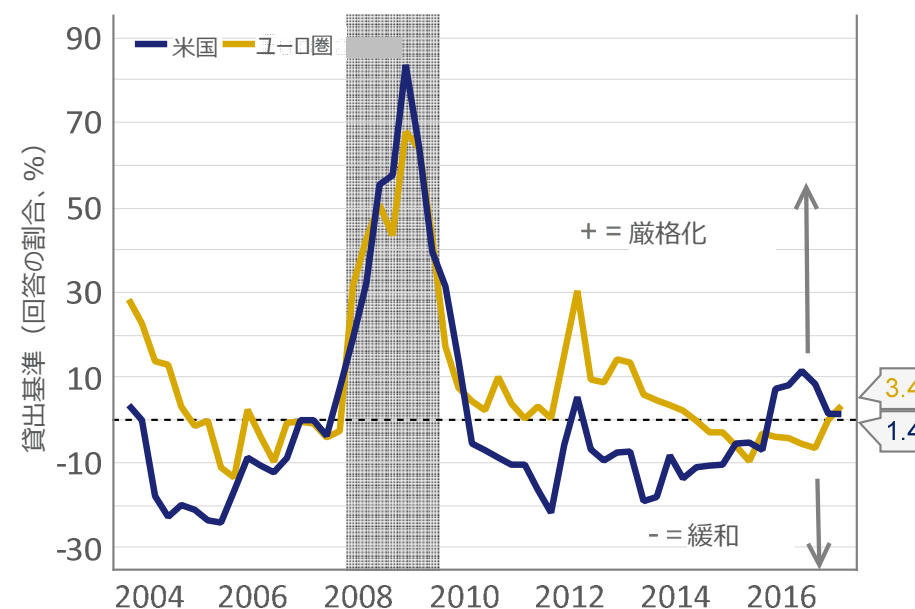
テーマ：クレジット・サイクルの長期化

- ・ 経済成長率の上昇や企業の増益、銀行の貸出基準の緩和は、米国のクレジット・サイクルを長期化します。
- ・ 欧州企業のクレジット・サイクルは、米国のサイクルより遅れており、レバレッジがまだ再上昇していません。
- ・ エマージング市場の企業セクターは、サイクルの後退段階から信用力が上向き修復段階に移行しています。
- ・ グローバル投資戦略は、クレジット・サイクルの差異を捉え、超過収益を生み出すことができます。

グローバル・クレジット・サイクル



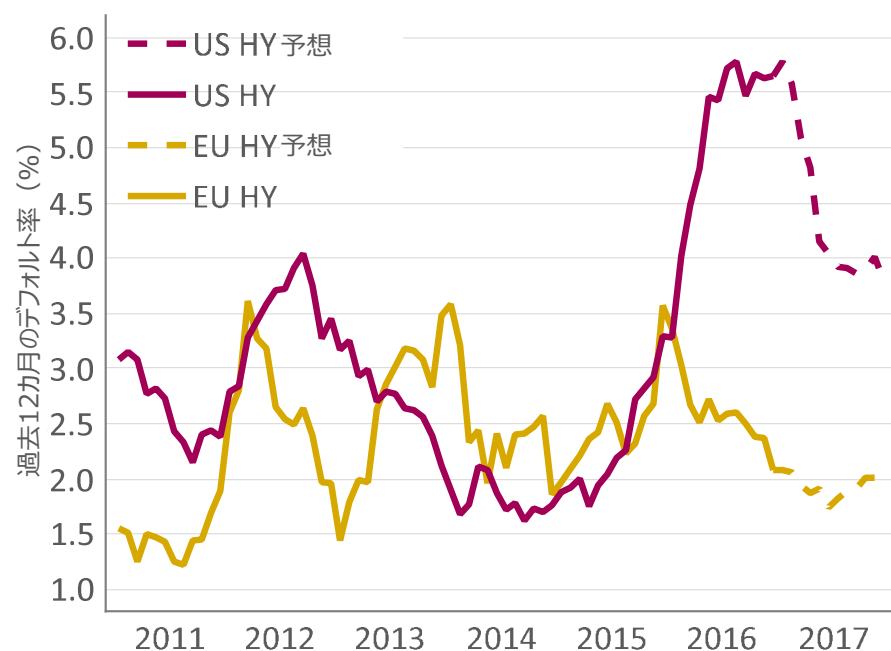
銀行の企業向け貸出基準



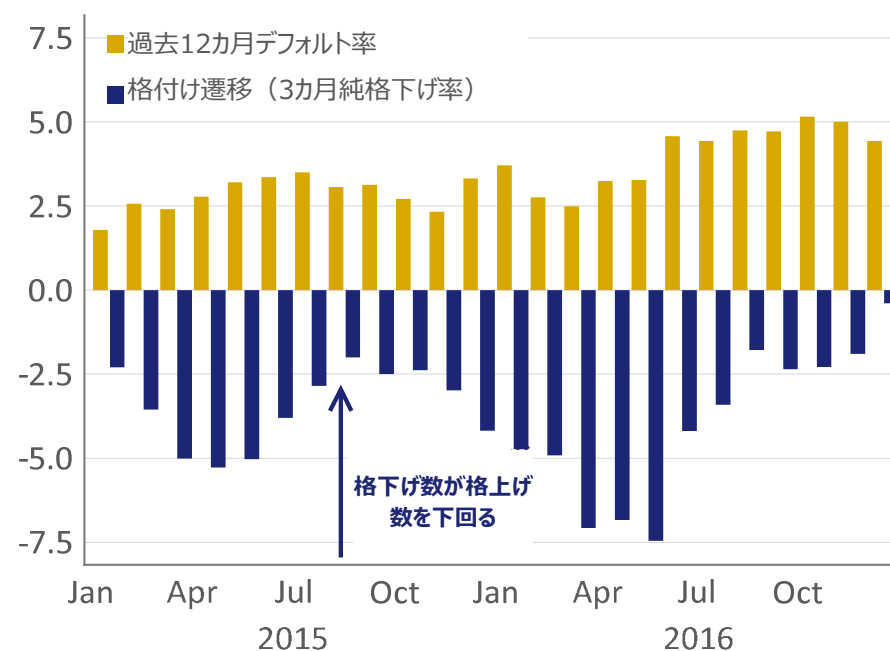
改善する社債の見通し

- 世界的なリフレやコモディティ価格の上昇、企業の増益は、ハイ・イールド債の信用ファンダメンタルズの改善及びデフォルト・リスクの低下を支えます。
- 米国ハイ・イールド債のデフォルト率は、エネルギー銘柄のデフォルト率が低下するため、2016年の6%程度から2017年には約4%に低下すると予想されます。
- 欧州ハイ・イールド債のデフォルト率は、2%程度で安定しています（BofAML EUハイ・イールド指数では1%未満）。
- エマージング市場社債の信用格付けは安定しており、デフォルト率はピークを過ぎています。ブルーベイでは、エマージング市場ハイ・イールド債の2017年のデフォルト率を1%～4%と予想しています。

先進国ハイ・イールド債のデフォルト・リスクは低下



エマージング市場社債のデフォルト率及び格付け



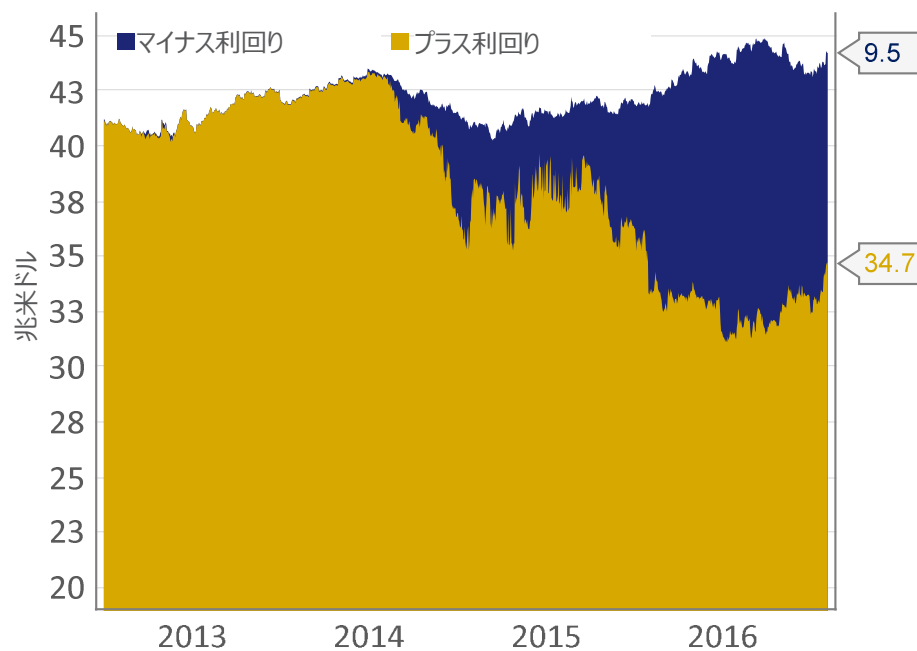
注： Moody'sによる過去12カ月デフォルト率及び基本シナリオにおける予想デフォルト率
出所： Moody's, 2017年1月8日

注： 格付け遷移は、格付けのある全インデックス構成銘柄に対する3カ月間の（格下げ数－格上げ数）の割合。
デフォルト率は過去12カ月のデフォルト率。インデックスは、BoAML US High Yield Emerging Markets Corporate Plus index (EMUH)
出所： BoAML; 2016年12月（月次データ）

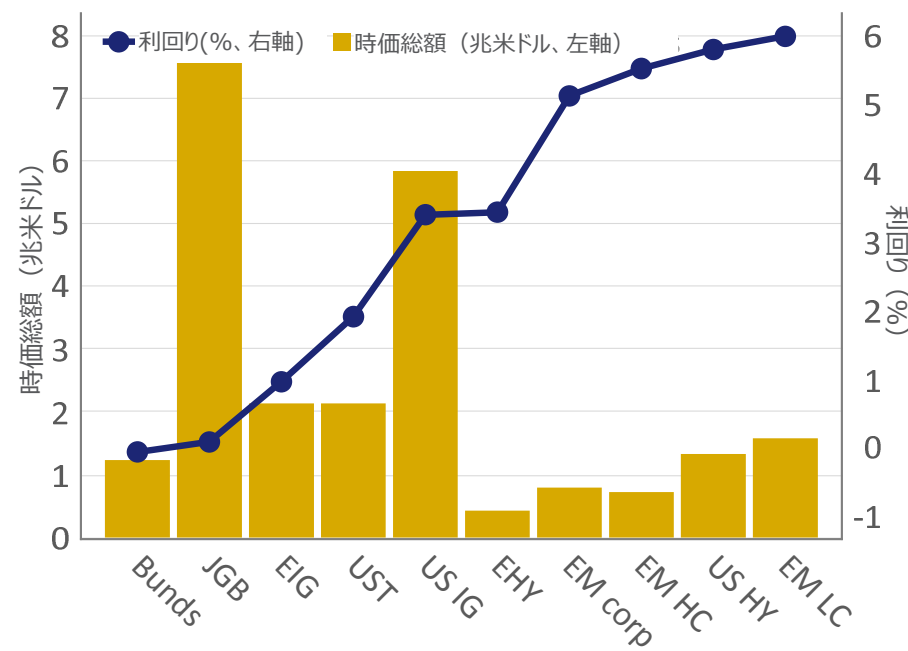
テーマ：インカムの追求

- 欧州及び日本では、9兆米ドルを超える国債及び社債の利回りがマイナスです。
- 保険会社及び年金基金は、エマージング債やクレジット債、高配当株、リアル・アセット等を通じてインカムを追求しています。
- 欧州及び日本の投資家は、米国投資適格社債（同時に最も流動性の高い代替投資対象）やエマージング債において相対的に安全なインカムを求めています。
- 利回りの追求は世界的な動きであり、複数のリスクを伴うためアクティブ運用を必要とします。

利回りがマイナスのグローバル国債・社債



市場規模及び利回り



ブルーベイのホームページでご覧いただける資料

- **Asset Allocation Navigator: Q1 2017**, 8 February 2017
《日本語版：2017年第1四半期 資産配分ナビゲーター》 <http://www.bluebay.jp/globalassets/japan/2017q1-.pdf>
- **Investors risk a nasty surprise from the Fed**, 20 January 2017
《日本語版：投資家はFRBによるマイナス・サプライズのリスクを抱えている》 http://www.bluebay.jp/globalassets/japan/170120_frb_dr.pdf
- **Calling stockpickers: investors need you in 2017**, *Financial Times Markets Insight*, David Riley, 4 January 2017
- **Bold predictions for 2017**, 22 December 2016
- **Emerging markets under a Trump presidency: the outlook for 2017**, 20 December 2016
《日本語版：トランプ政権下におけるエマージング市場：2017年の見通し》 http://www.bluebay.jp/globalassets/japan/1206_2017.pdf
- **Regime shift – peak QE**, 9 December 2016
《日本語版：政策のシフト – 量的緩和のピーク》 http://www.bluebay.jp/globalassets/japan/1212_qe.pdf
- **Regime change – Outlook 2017**, 7 December 2016
《日本語版：体制の変化 – 2017年の見通し》 http://www.bluebay.jp/globalassets/japan/20161216_--2017_sml.pdf
- **Active ESG investing – The smart choice for bond investors**, 23 November 2016
《日本語版：ESGを考慮したアクティブ運用》 http://www.bluebay.jp/globalassets/japan/1219_esg.pdf
- **The Trump investment landscape**, 9 November 2016
《日本語版：米大統領選挙の結果を受けて》 http://www.bluebay.jp/globalassets/japan/1110__dr.pdf
- **Reflation drives global bond yields higher**, 28 October 2016
《日本語版：リフレーションにより国債の金利は上昇》 http://www.bluebay.jp/globalassets/japan/1031_.pdf
- **Convertible bonds: investing for growth**, 21 October 2016
《日本語版：転換社債 – 成長への投資》 http://www.bluebay.jp/globalassets/japan/1031cb_.pdf
- **EM debt: research provides vital insight**, 13 October 2016
《日本語版：エマージング債 – 徹底したリサーチは投資の決定に重要な役割を果たす》 http://www.bluebay.jp/globalassets/japan/1017em_.pdf
- **Inequality – the elephant in the room**, 16 September 2016
《日本語版：不均衡 – 部屋の中の象》 http://www.bluebay.jp/globalassets/japan/0921_.pdf

ディスクレーマー



当資料は、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・ユーエスエー・エルエルシーが、当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として、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、当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、当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。当資料は、（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当資料に依存するべきではありません。当資料は、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。当資料は、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、当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。パフォーマンス（グロス値）には分配金及び収益の再投資分が反映されていますが、手数料や費用等は含まれていません。パフォーマンスのリターンは、手数料や費用等の支払いにより減額されます。手数料や費用等については、当戦略の目論見書を参照してください。

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。

当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、インカムを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。当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、当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.）インクが当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 2017 © 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をご遠慮下さい。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。
