



BlueBay
Asset Management

枠組みの変化 2017年5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

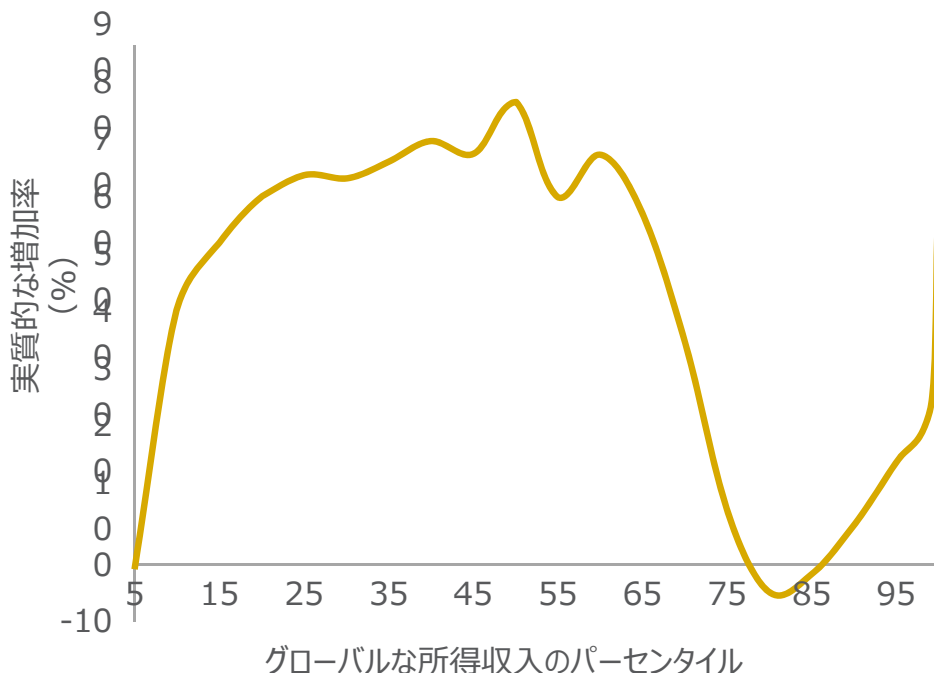
- FOMC開催、5/2-3
- フランス大統領選挙、5/7
- OPECサミット、5/25
- G7首脳会議、5/26-27
- 米国2018年度予算案、5月中旬
- ECB会合、6/8
- 英国総選挙、6/8
- FOMC開催、6/13-14
- フランス議会選挙、6/11と6/18
- EU首脳会議、6/22-23
- 米国議会夏休み開始、7/28

- **グローバルなリフレ**：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7%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ます。米国経済は、この10年間で失業率について最も低い水準となっており、2%程度の経済成長率を示しています。商品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。
- **トランプ政権への失望**：米国の経済成長及び企業業績の改善は、米大統領選挙以前からみられていますが、減税、インフラ投資、規制の緩和への期待によって、経済成長及び企業業績見通しに対する投資家の見方は押し上げられました。しかし、オバマケア代替法案の下院での採決を回避したことで、減税やインフラ投資を實行できるかについて市場の信頼は削がれ、「トランプ相場」には陰りがみられました。市場は財政刺激策、米国の経済成長及びインフレ率の上昇に対して悲観的な見方をしすぎていると考えています。
- **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「ターゲット」とする0.0%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、今年後半に超緩和的な政策姿勢から転換すると考えています。FRBは、経済成長率及びインフレ率の上昇への対応として、6月会合での利上げを含み、少なくとも年末までにあと二回の利上げを実施するとみています。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。
- **米国からグローバルなリスク資産へのローテーション**：エマージング資産は米大統領選挙の結果が出た直後には下落しましたが、投資家が商品価格の上昇、経済成長見通しの改善、企業のデフォルト率の低下、利回り水準の高さ、といったファンダメンタルズの改善に目を向けるにつれ、回復がみられました。欧州での景気回復と企業業績の改善は欧州株及び社債の下支えとなっています。米国のリスク資産が現在の水準から大きく上昇するためには、減税に関する明らかな進捗がみられる必要があると考えています。
- **政治リスク**：市場はフランス大統領選挙の結果をうけて、ほっと一息つきましたが、マクロン氏が大統領に就任した後の統治において重要となるのは、議会選挙となります。イタリアは、政治及び経済改革に失敗した場合、市場の下落を招く要因となる可能性があります。米露関係の悪化、中東及び朝鮮半島での情勢悪化といった地政学的リスクは高まっています。政治面は、投資家にリスクとともに投資機会をもたらすと考えています。

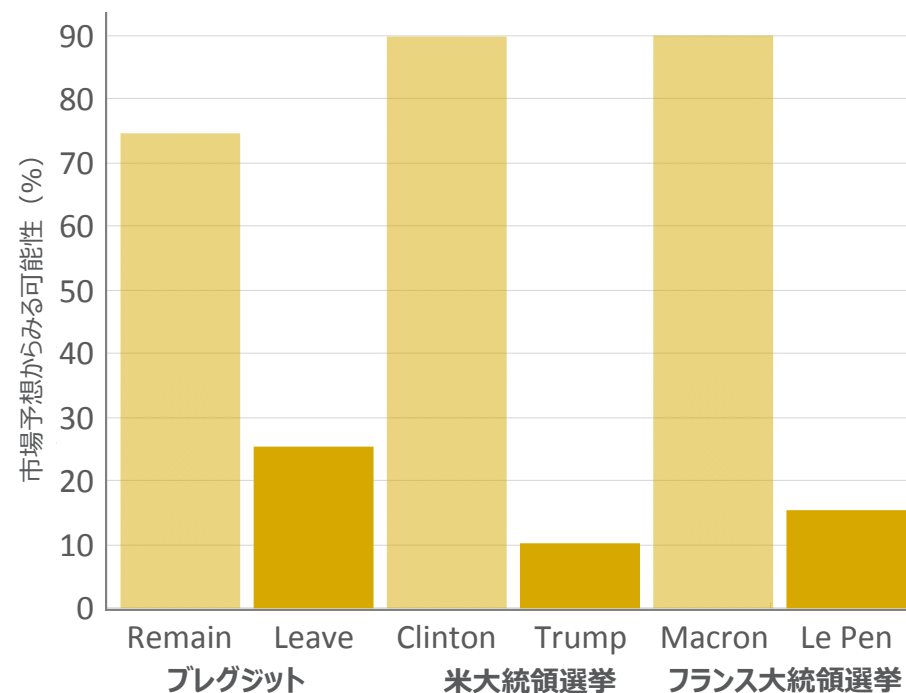
政治および政策リスクの高まり

- グローバリゼーションによる不平等は分配により、西側諸国でポピュリズムと反体制的な動きが強まっています。
- ポピュリズムは、自国主義の経済政策、積極的な財政活動、量的緩和及びマイナス金利からの脱却を好みます。
- ブレグジット、トランプ大統領の誕生、欧州でのポピュリストな動きの強まりは、自由化した経済及び政治の崩壊の兆しとなっています。
- 政治リスクは高まっています。イタリアでは早期選挙が実施される可能性があり、フランスとドイツでは議会選挙が控えています。

1998年から2008年のグローバルな実質所得の変化



政治ショック

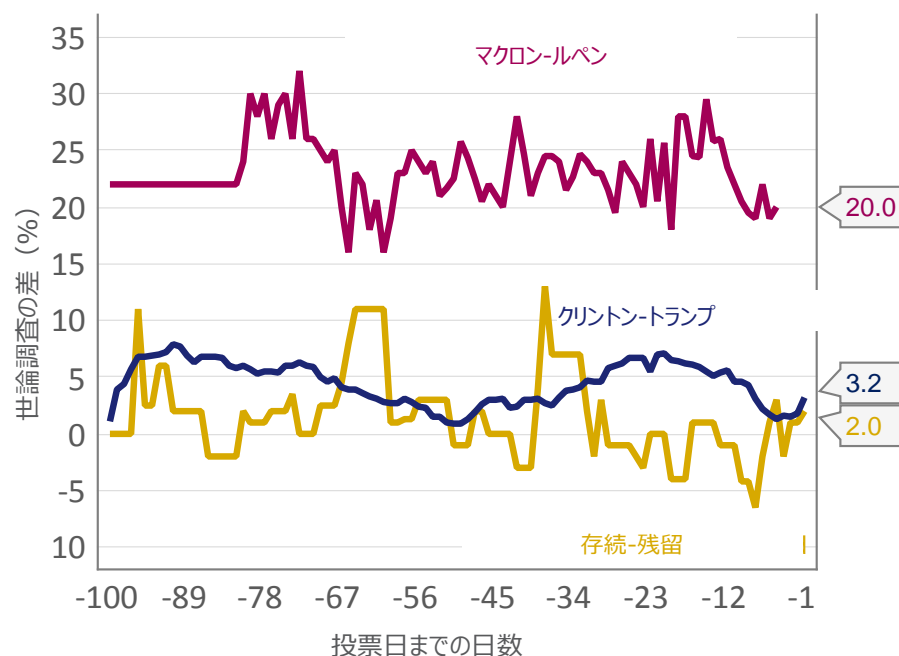


注: 縦軸は米ドルの購買力平価を使用した実質所得の変化率 (%) を示しています。横軸はグローバルの家計所得分布のパーセンタイルを示しています。5~95パーセンタイルを5単位ずつで合算平均して示していますが、トップ5%については2つのグループに分けられています。トップ1%と95~99パーセンタイル間の合計で表示しています。
 注: ブレグジット - 2016/6/22、米大統領選挙 - 2016/11/8、フランス大統領選挙 - 2017/5/2のブルームバーグのオッズに基づく
 出所: Global Income Inequality by the Numbers: in History and Now, Branko Milanovic 2012年11月

フランス大統領選挙

- 市場は、マリーヌ・ルペン氏勝利の可能性を15%程度織り込んでいましたが、これは世論調査が示す可能性よりも高いです。
- フレグジット（フランスのEU離脱）の可能性はそれよりもさらに低く、その承認には国民投票が必要となります。
- マクロン政権はユーロの長期的な存続に必要な欧州の統一力を強める先駆者となるかもしれません。
- しかし、マクロン政権の有効性は6月に実施される議会選挙に左右されるでしょう。

ブレグジットと米大統領選挙と比較したフランス大統領選挙の世論調査での差



フランス国債と通貨の切り下げリスク



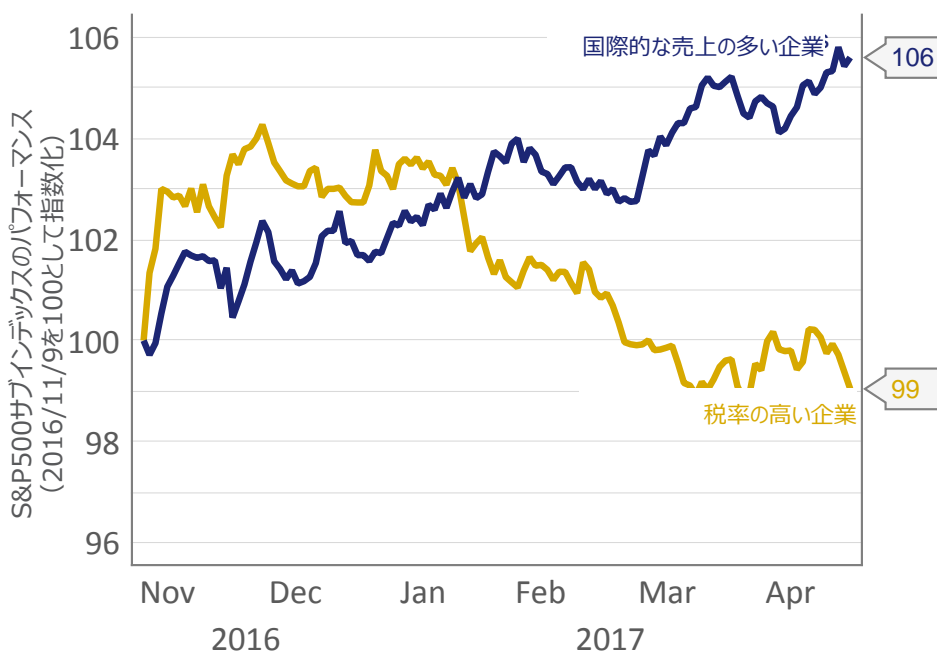
注: マクロン-ルペン: フランス大統領選挙 (2017/5/7)、クリントン-トランプ: 米大統領選挙 (2016/11/8)、存続-残留: ブレグジットを問う国民投票 (2016/6/23) までの日数
出所: Macrobond; 2017/5/2

注: フランスのCDSはCDS条項の03 Defsと14 Defsにおいてどれだけリスク・プレミアムがあるかを示しています。14Defsには通貨の切り下げがCDSのトリガー条項として含まれる一方、03 DefsではG7の国債についてはその条項が含まれていません
出所: Macrobond; Bloomberg; 2017/5/2

これまでのところのトランプ大統領：期待ほどでもなく恐れていたほどでもない

- 米国のリスク資産は、減税、インフラ投資、規制緩和への期待によって押し上げられ、エマージング市場は貿易保護主義に怯えました。
- 大型かつ早期の減税及びインフラ投資への市場の期待は後退し、財政計画案が出されるのは5月から6月になると予想しています。
- トランプ政権の国際貿易の姿勢は言っていたほど強硬なものではなく、対立ではなく二国間交渉が行われています。
- 米国の多国籍企業とエマージング市場はグローバルな経済成長の加速と貿易戦争への懸念が後退したことによる恩恵を受けています。

「税率の高い企業」及び「国際的な売上の多い企業」の株価の動き



S&P500とMSCI EMインデックス



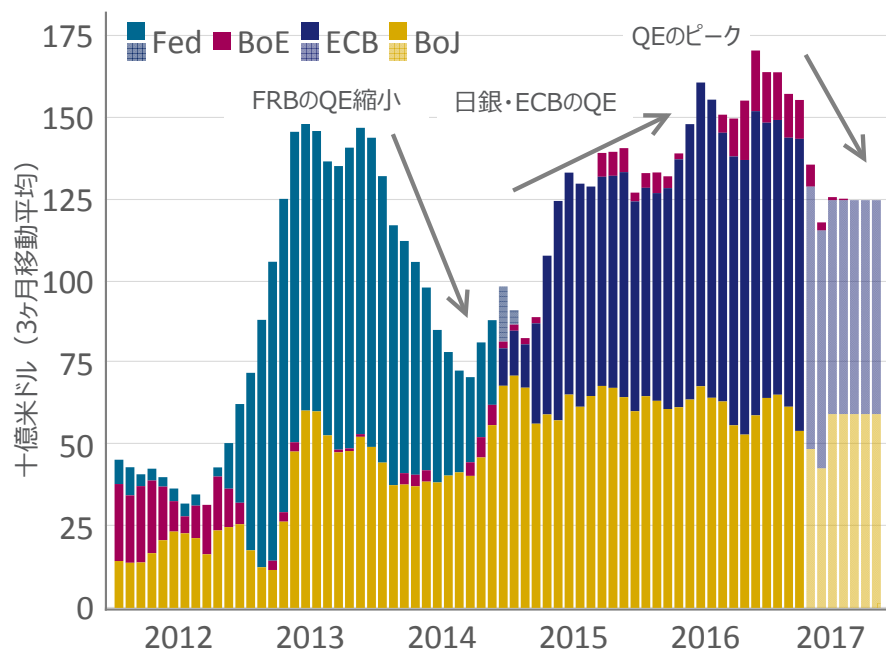
注:税率の高い企業 – High taxはS&P500の中で、10年間の中間実効税率が最も高い50社から構成されるサブインデックスです。国際的な売上の多い企業 – International salesはS&P500の中で、国際的な売上の多い50社で構成されるサブインデックスです。S&P500の米国外の売上比率の中間値が25%であるのに対して、International Salesの企業の同比率は69%です。両指数ともGoldman Sachsが提供している指数で、ブルームバーグから取得可能です。
出所: Goldman Sachs; Bloomberg; 2017/5/1

出所: Macrobond; 2017/5/1

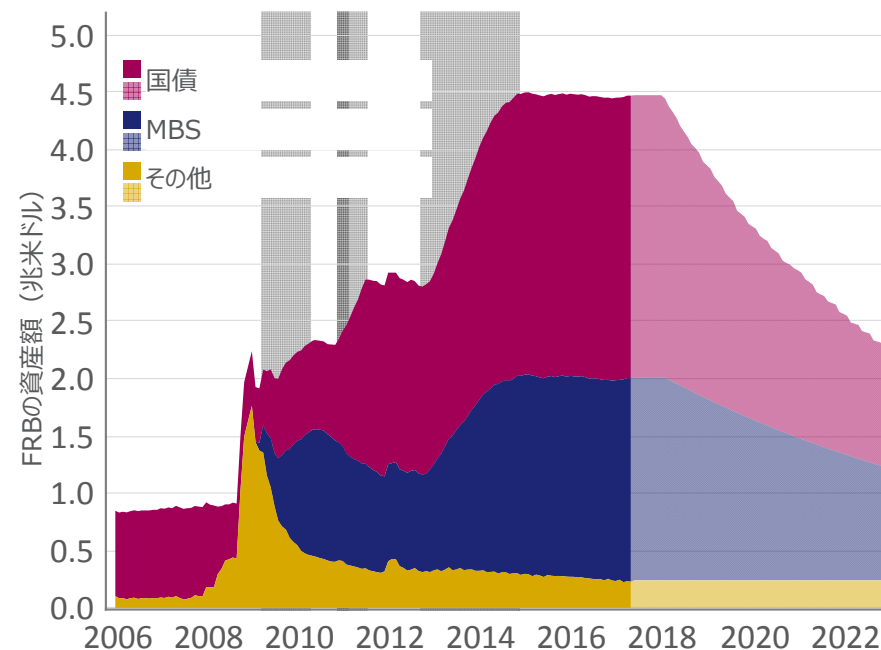
量的緩和（QE）のピークと量的緩和の縮小（QT）

- 量的緩和（QE）による経済及び政治のコストが利益を上回ってきているなか、QE時代は終わりに近づいてきています。
- 欧州中央銀行（ECB）は2018年初めにQEの縮小（テーパリング）を実施し、米連邦準備制度理事会（FRB）はQEで購入した4.3兆米ドルの償還を迎える債券の再投資を実施しないかもしれません。
- QEはリスク・フリー債券の利回りを押し下げ、資産価格の差を小さくしました。
- 量的緩和の縮小（QT）は債券の利回りを押し上げ、資産クラス間の相関は低減すると考えられます。

量的緩和（QE）のピーク



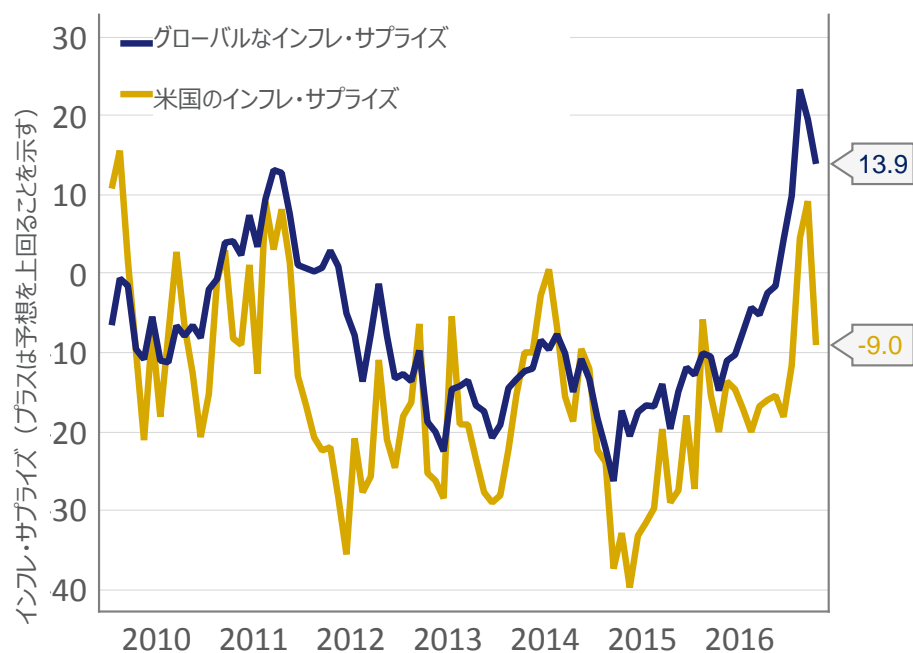
2018年1月以降の再投資終了ケースのFRBのバランス・シート



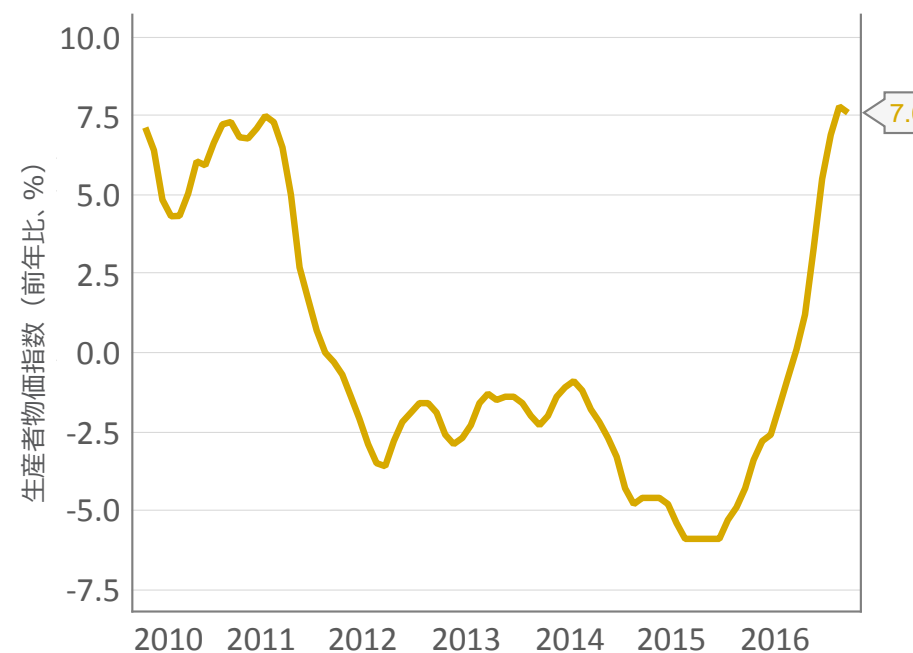
グローバルなインフレ率の上昇

- グローバルに堅調な経済成長と余剰生産の減少でグローバルにインフレ率は上昇しています。
- 中国の生産者物価指数の下落は止まりました。
- 実績及び予想インフレ率は、主要経済国で上昇しています。
- トランプ政権の財政刺激策、税制及び貿易改革の可能性は、インフレ率及び経済成長率を押し上げることに繋がる可能性があります。

米国及びグローバルなインフレ



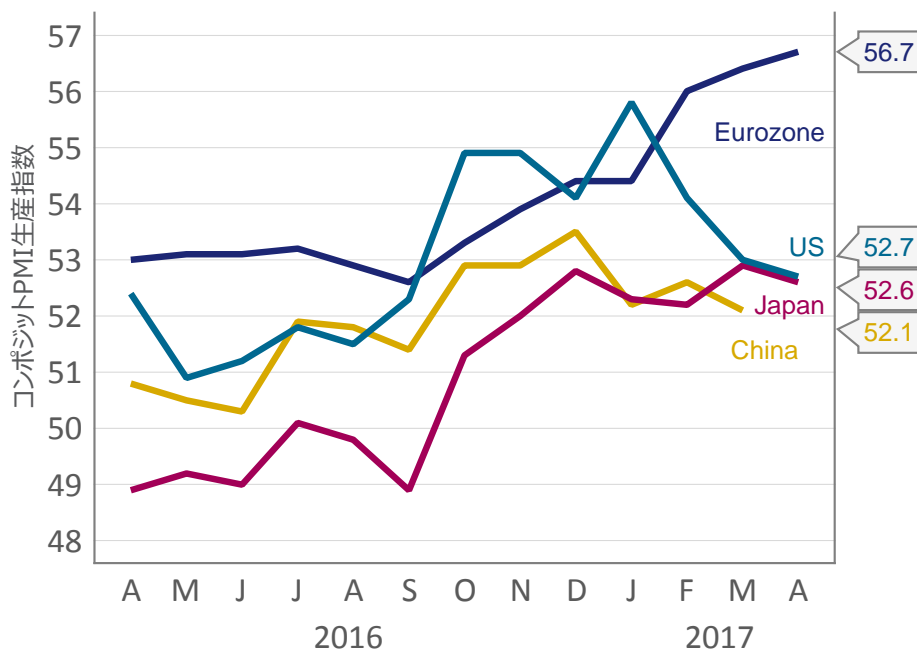
中国の生産者物価上昇



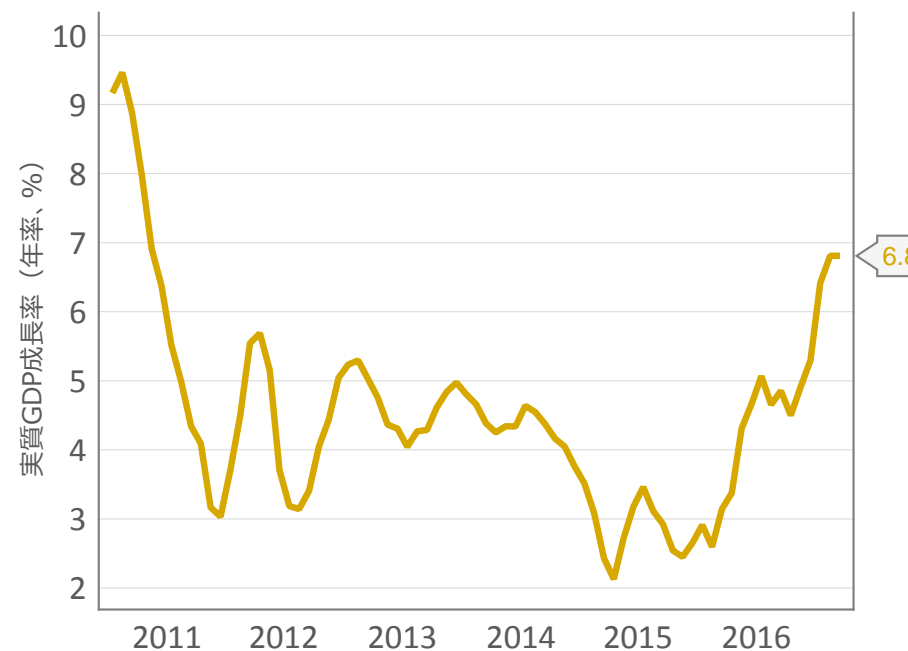
グローバルに加速する経済成長

- 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2011年以降最も速いペースで拡大しています。
- 欧州の経済成長は加速しており、投資家の予想を上回っています。
- 米国経済は足元2%程度（年率換算）で成長しており、日本の成長見通しも改善しています。

PMIは広範な経済成長を示す



エマージング市場の成長トラッカー



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。

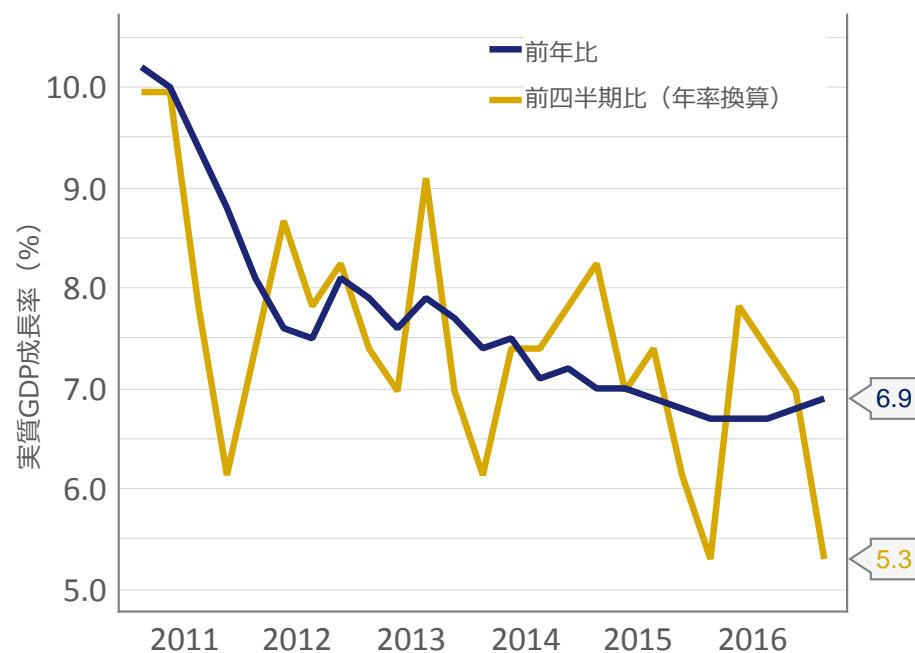
出所：Macrobond; Markit composite Purchasing Managers Indices (PMI); 2017年4月

出所：Institute for International Finance; 2017年3月

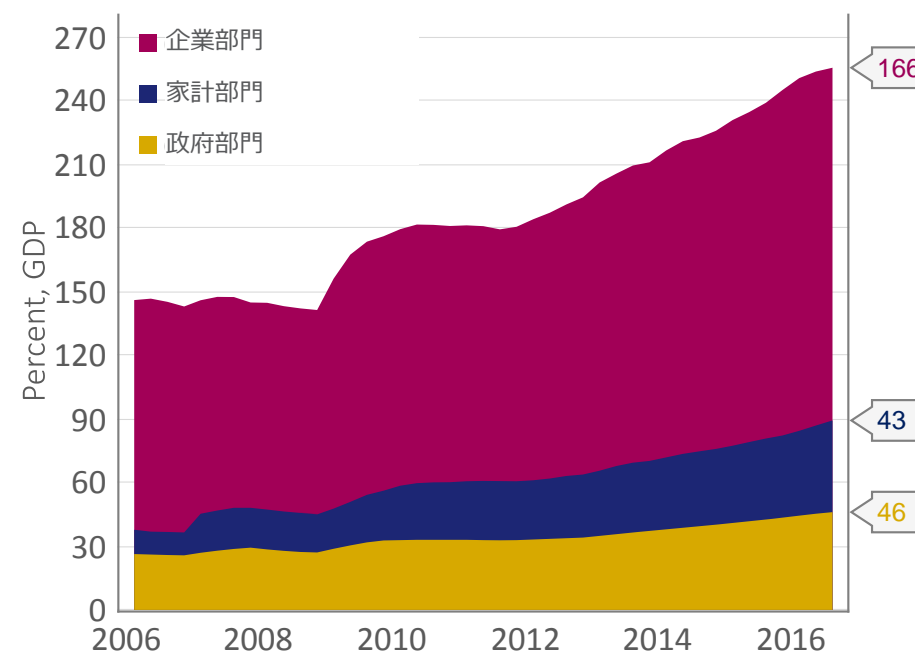
中国：改革より成長を優先

- 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、商品や投資集約セクターでは既に生じています。
- 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



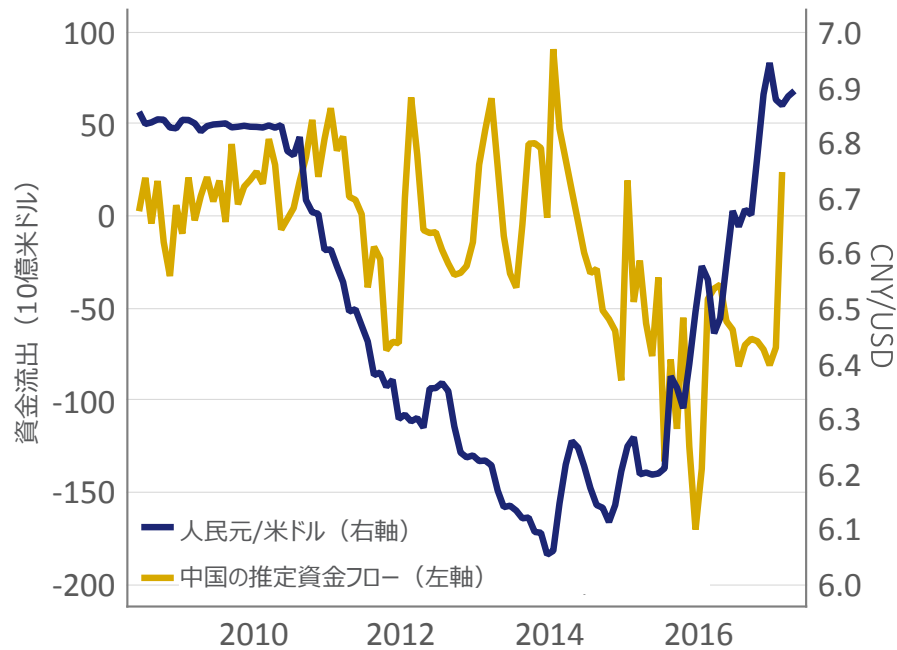
部門別グロス債務対GDP比率



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



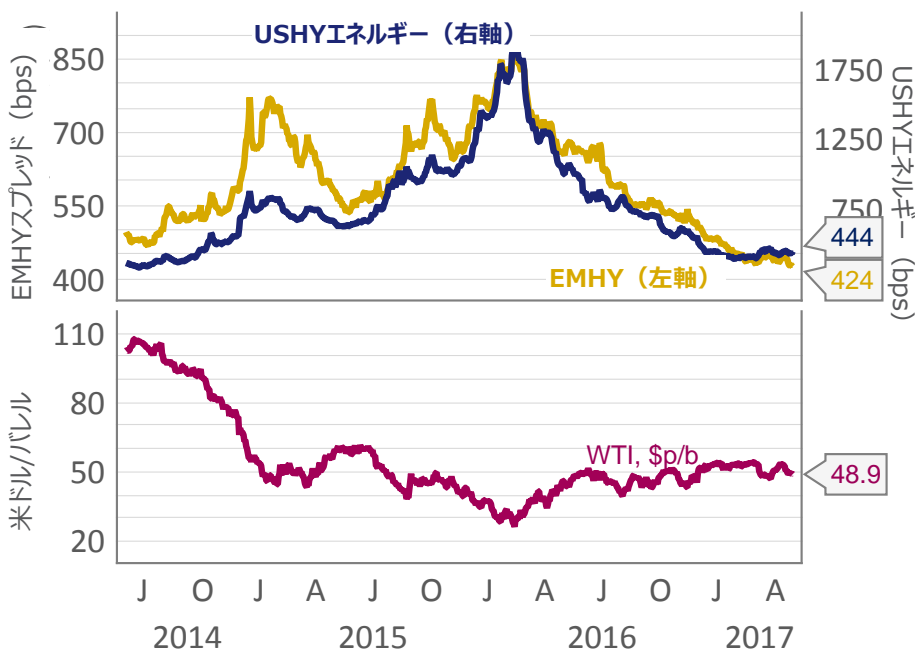
人民元対米ドル及び通貨バスケット



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。
- サウジアラビアがサウジアラムコのIPOを控えるなか、価格の安定を望むだろうことから、OPECは減産を6月以降も続けると予想しています。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。

エマージング及び米国ハイ・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 (HOEN); EMHY: JP Morgan CEMBI High Yield index
出所: Macrobond; 2017年4月28日

出所: Macrobond; 2017年3月

投資テーマ－枠組みの変化

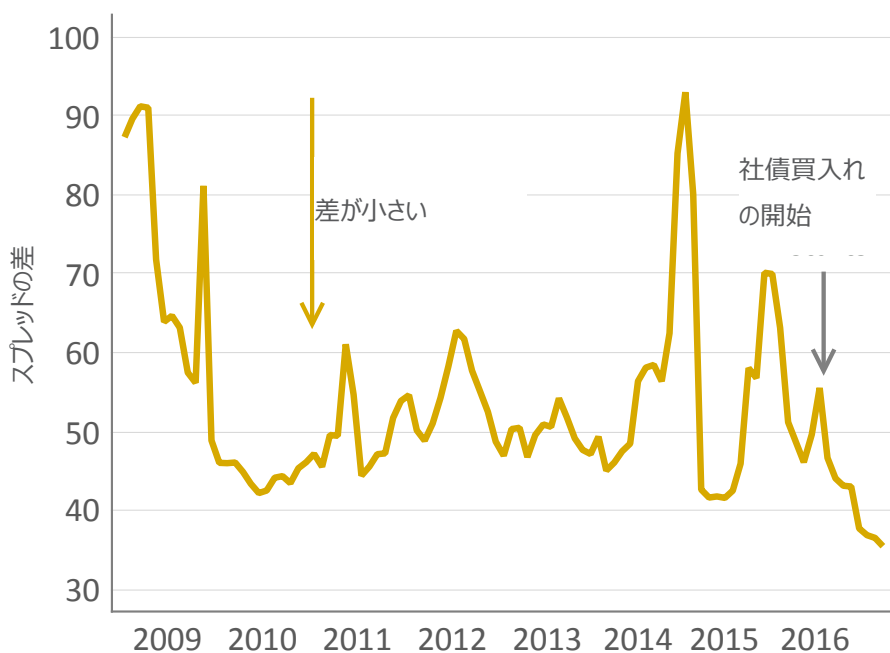


- **ベータではなくアルファ**：中央銀行が市場のボラティリティと差別化の広まりを抑えていた時代は終わりを迎えようとしています。実質及び名目金利は中期的に低下する可能性よりも上昇する可能性のほうがかなり高く、長期に亘る低金利に基づいて構築されたポートフォリオは苦戦を強いられるでしょう。デュレーションは、投資家の元本にとって主要なリスクとなっており、このリスクは、「安全」資産とされる債券をベンチマークとするパッシブ運用によってますます高まっています。信用力、流動性、アルファ、といったリスク・プレミアムが今後投資家のリターンの源泉になると考えています。投資家は、ベンチマークにトラックする運用からアンコンストレインド型の運用にシフトしていくと予想しています。
- **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2018年末までに2回から3回の利上げしか織り込んでいない状況です。ブルーベイではFRBのガイダンスに従い、2018年末までに少なくとも6回の利上げが実施されるとみています。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が、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収めると予想します。デュレーションの短いレバレッジド・ローン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**：政治及び政策の不透明感は増しています。政策面では、ECBは異次元の金融緩和政策からの「出口戦略」を探っており、FRBはバランス・シートの縮小をしようとしています。また米国では財政及び貿易政策の道筋も不透明です。政治面では、ブレグジットやイタリアでの早期の選挙など、欧州での政治リスクは続いています。中東、朝鮮半島、米露及びEUとの関係についてなどの地政学的リスクも高まっています。しかし、政治及び政策面での不透明感は絶対リターン型の戦略においては投資機会を生む材料になると考えています。
- **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修復は、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、ブラジルなど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**：リフレや企業業績悪化の下げ止まり、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・レンディングやマルチ・アセット型戦略への投資家の資金流入を後押ししています。

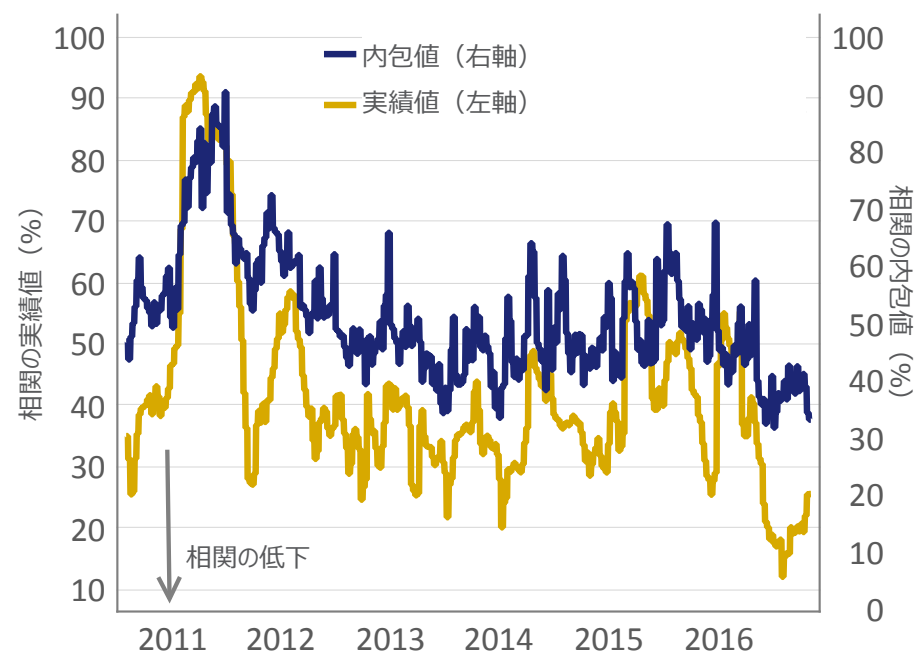
投資テーマ：ベータではなくアルファ

- ポピュリスト的な政治と経済が確立されたビジネス・モデルを取り崩し、新たな勝者と敗者が生まれる可能性があります。
- ECBがQEの縮小をするにつれ、欧州銘柄の差別化は広まると考えており、バリュー投資を行う投資家にとっては投資機会が増えるかとみています。
- 政治的な不透明感から、米国の資産間の相関は低下してきています。
- 「枠組みの変化」によって、アルファを獲得する投資機会は増え、パッシブよりもアクティブな投資戦略にとって優位な投資環境になるとみています。

欧州銘柄の差別化



S&P500構成銘柄の相関



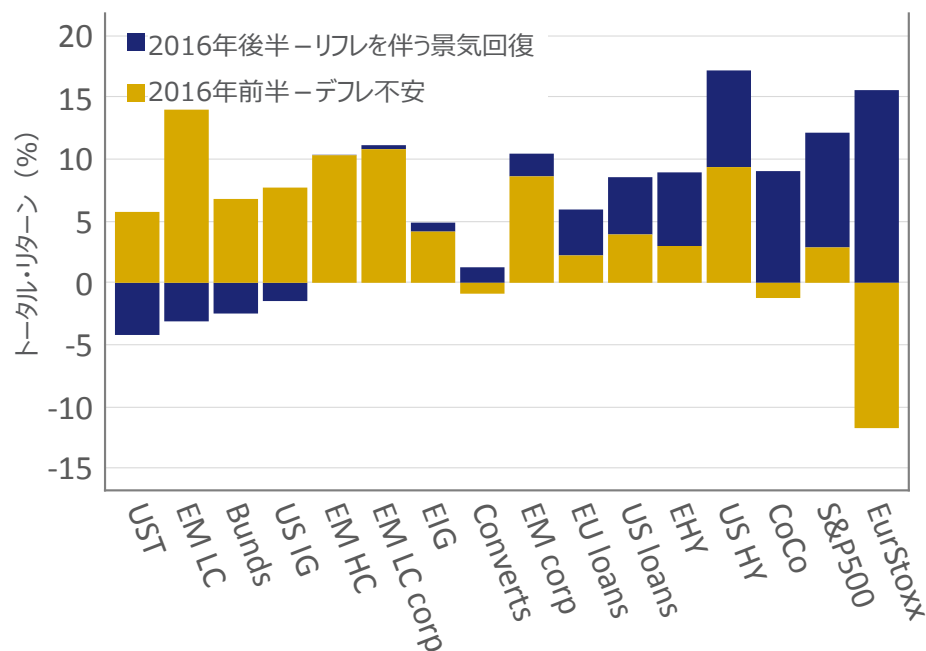
注：スプレッドのばらつきは、金融を除く欧州投資適格社債におけるスプレッドの標準偏差を毎月末の平均スプレッドで割って計測しています。
出所：BoAML; ブルーベイによる計算; 2017年4月

出所：Bloomberg; 2017年5月1日

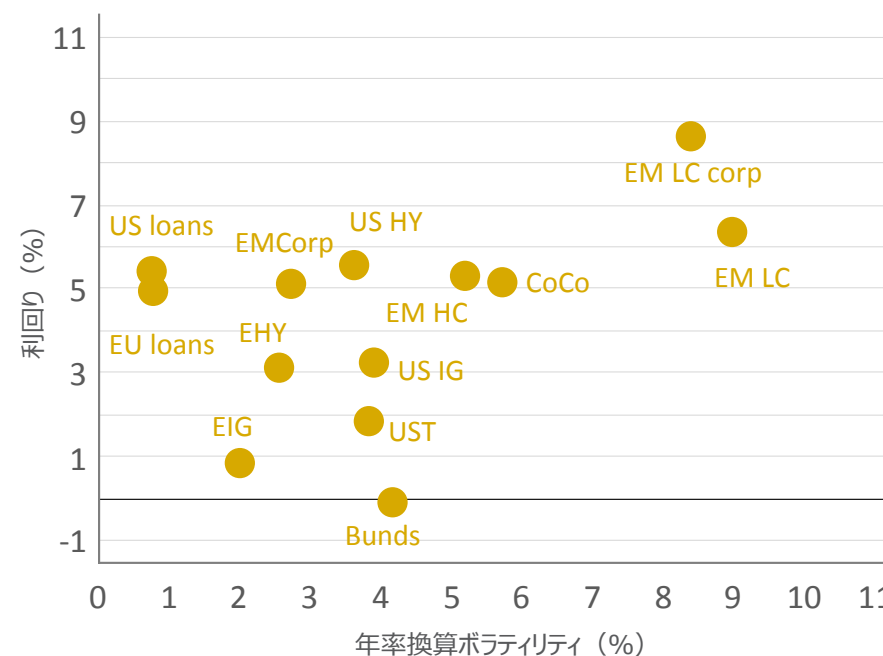
リフレ及びボラティリティ

- 2016年の市場の動き：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は軟調に推移、成長に敏感なリスク資産がデフレ・シナリオ下では軟調に推移。
- 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、リフレ環境下では堅調に推移します。

2016年の資産クラス別リターン



利回り及びボラティリティ



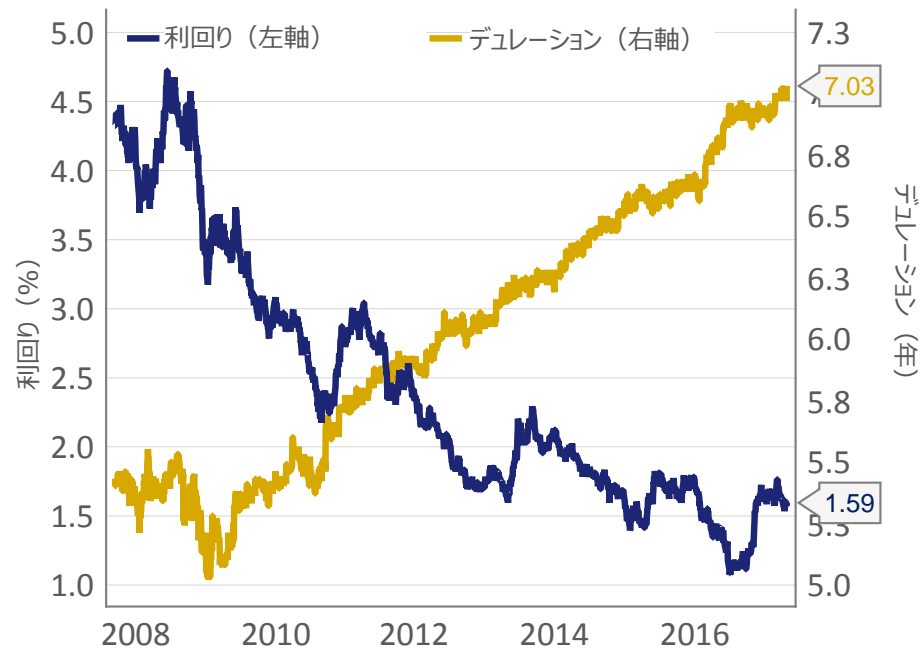
出所: JP Morgan; BoAML; ブルーベイによる計算; 2017年4月28日

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; Convert: Thomson Reuters Global Focus Convertible Bond index USD (unhedged); EM LC Corp: BoAML Local Currency EM non-sovereign index (LOLC)

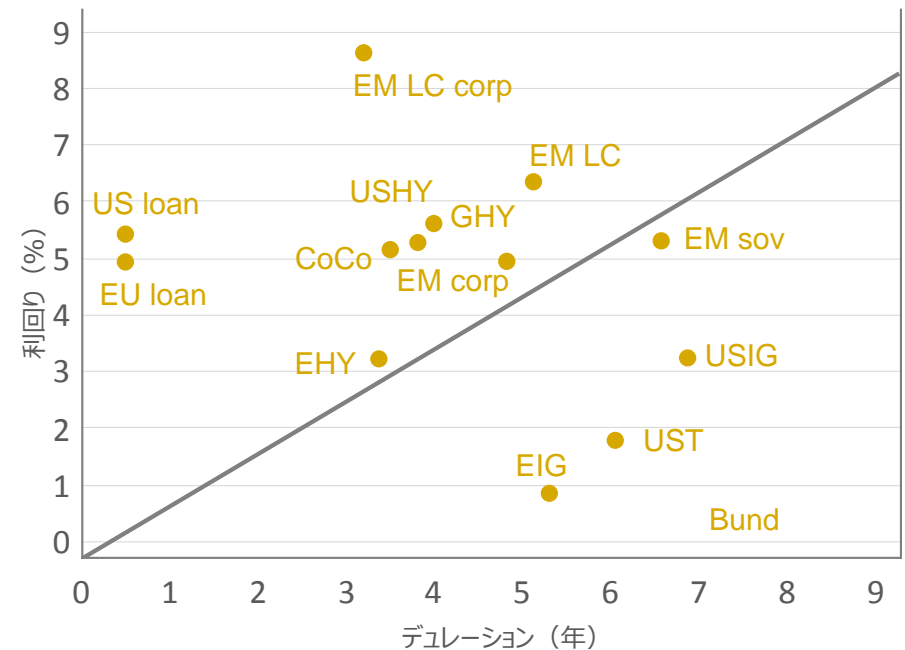
デュレーションより高い利回りの資産を追求

- 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



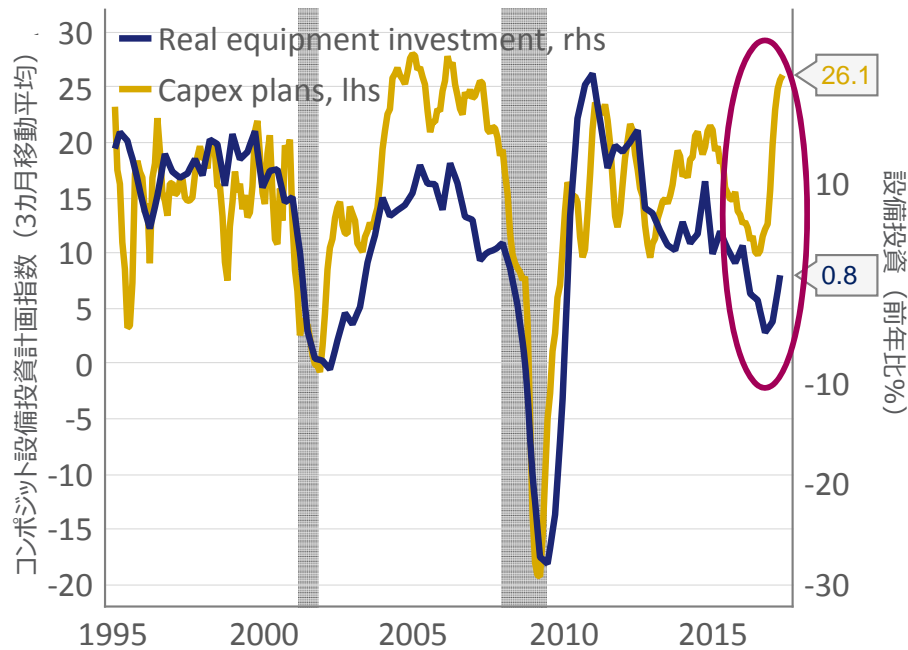
注: Barclays Global Agg index
出所: Bloomberg; 2017年4月28日

注: 右図 2017年4月28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)

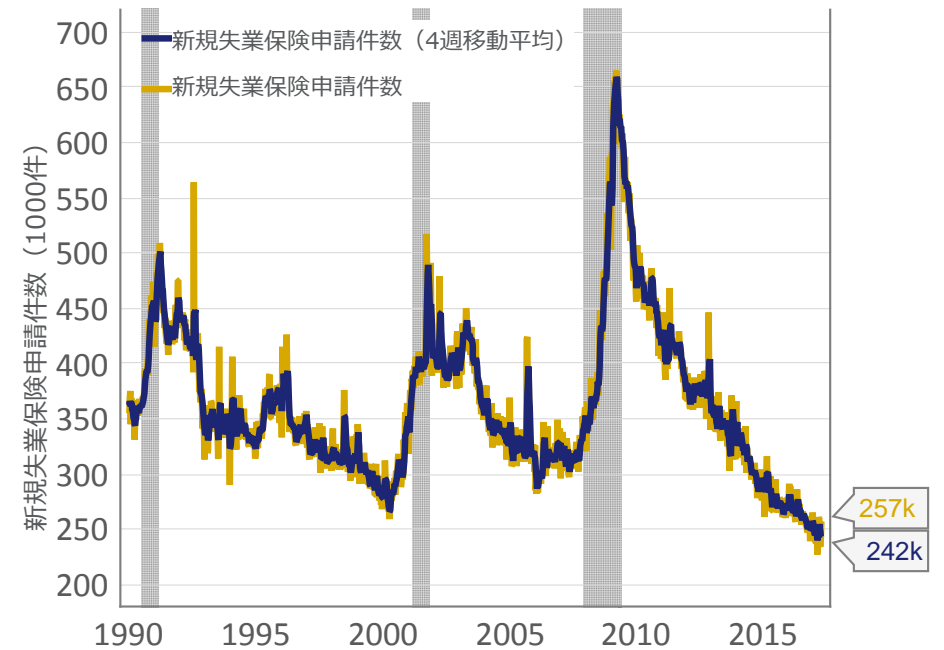
テーマ：米国のリフレ

- 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。
- 企業業績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何十年来の低水準



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、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。

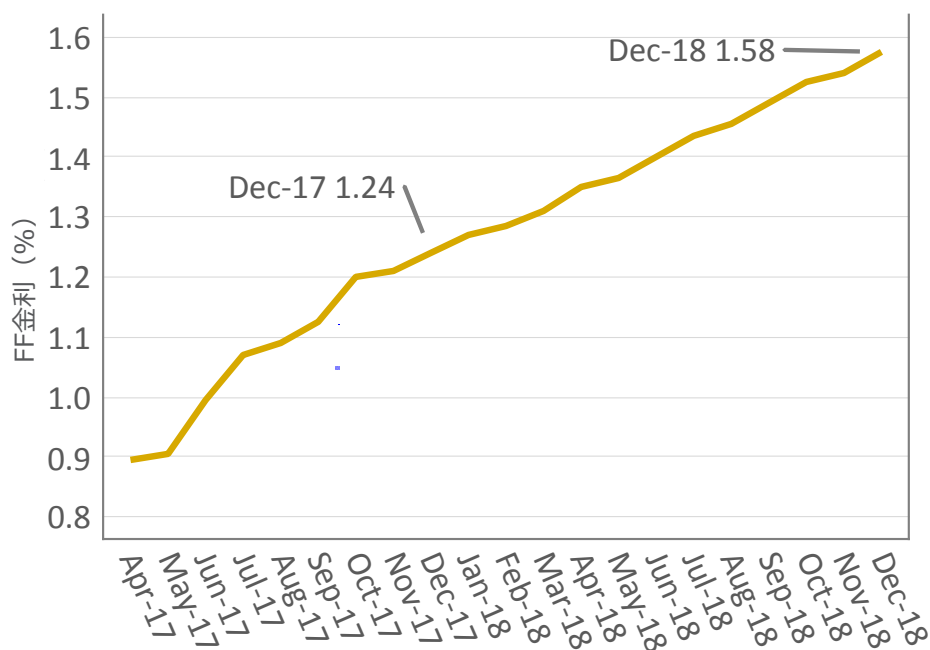
出所：Macrobond；ブルーベイによる計算；2017年3月

出所：Macrobond；2017年4月28日

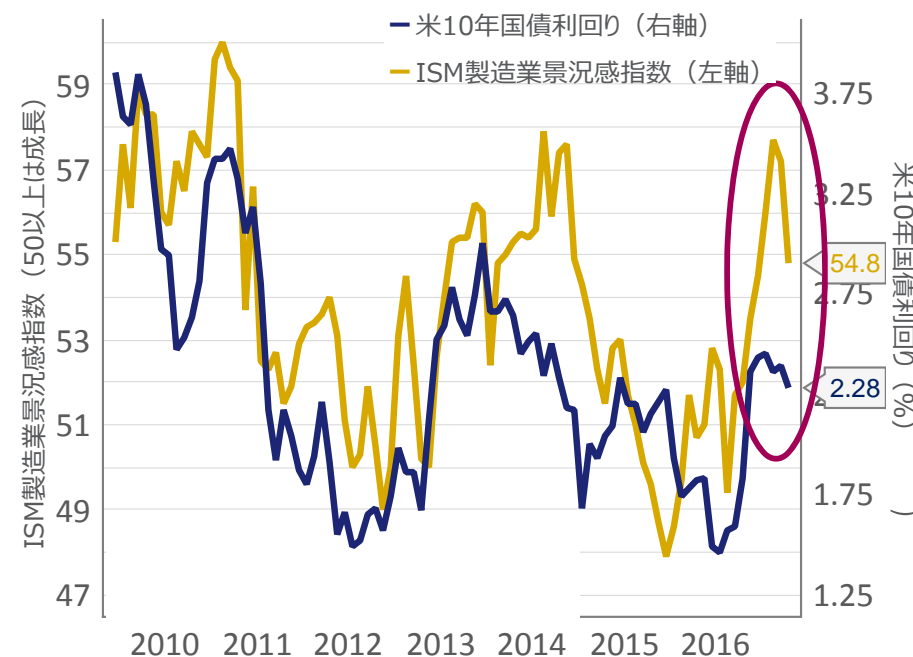
米国金利の上昇

- 米国債利回り及び市場のFF金利予想は低過ぎると考えます。
- 先物市場は、2018年末までにわずか3回の利上げしか織り込んでいません。
- 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、2018年末までに少なくともあと6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70bps未満の利上げを予想



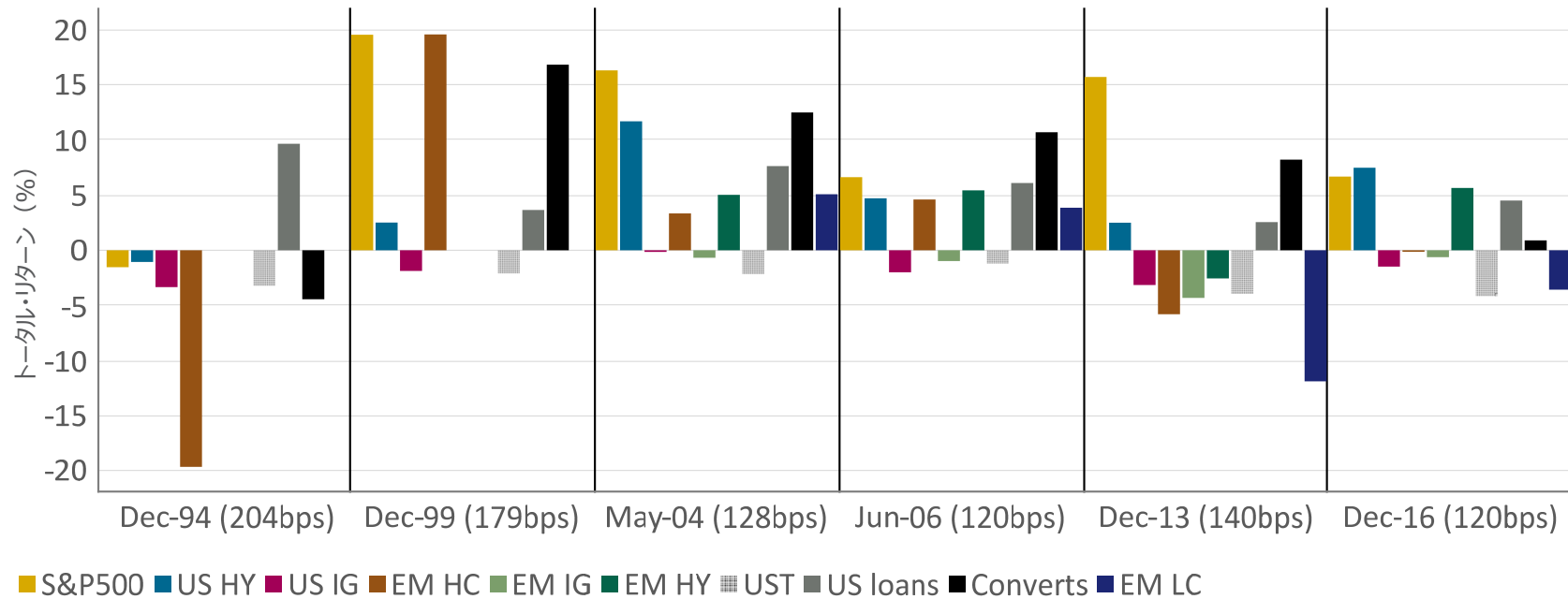
米国債利回りは景況感の改善に出遅れ



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

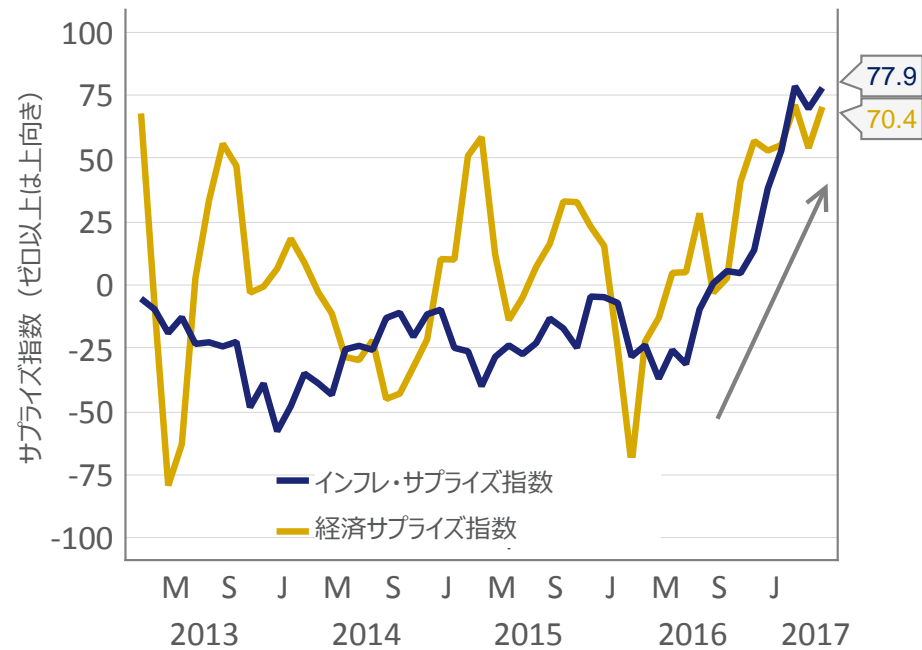


注：上記は、12カ月またはそれ未満の期間にわたり米10年国債利回りが1%以上上昇した期間を捉えています。EM LC: JPM GBI-EM Global Diversified Index; EM IG: JPM Corporate Emerging Market Bond Diversified High Grade Index; EM HY: JPM Corporate Emerging Market Bond Diversified High Yield index; EM HC: JPM EMBI Global Diversified Index; UST: BoAML US Treasury & 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

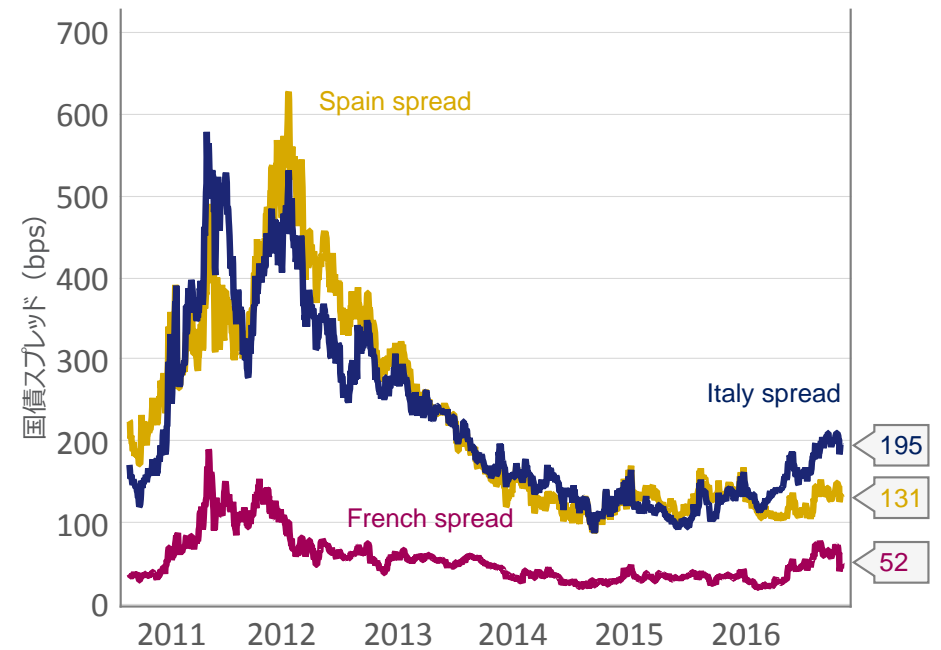
テーマ：欧州の経済状況と政治状況

- 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を大幅に縮小する（ハード・テーパリング）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、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



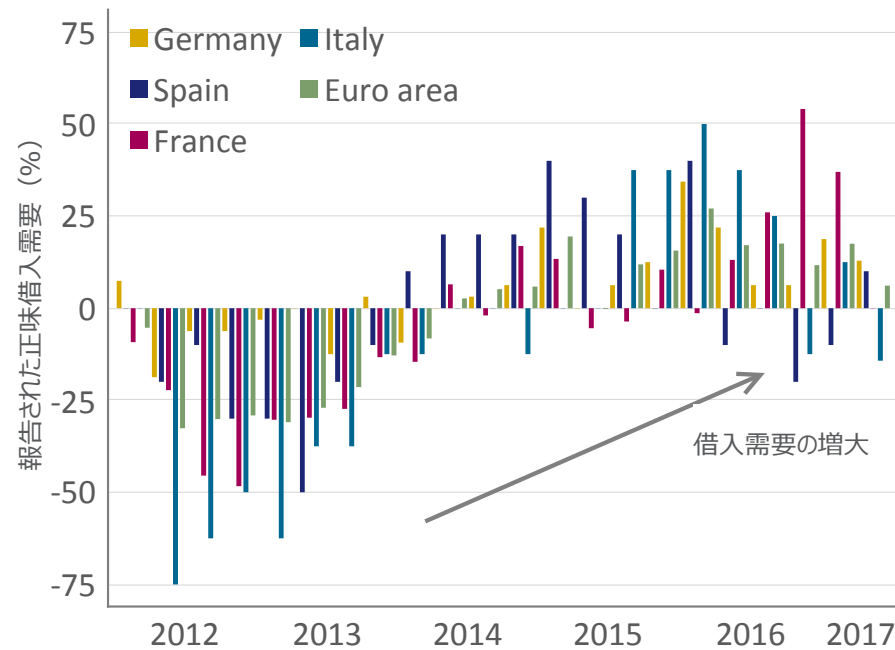
国債スプレッドは危機前の水準を大きく下回る



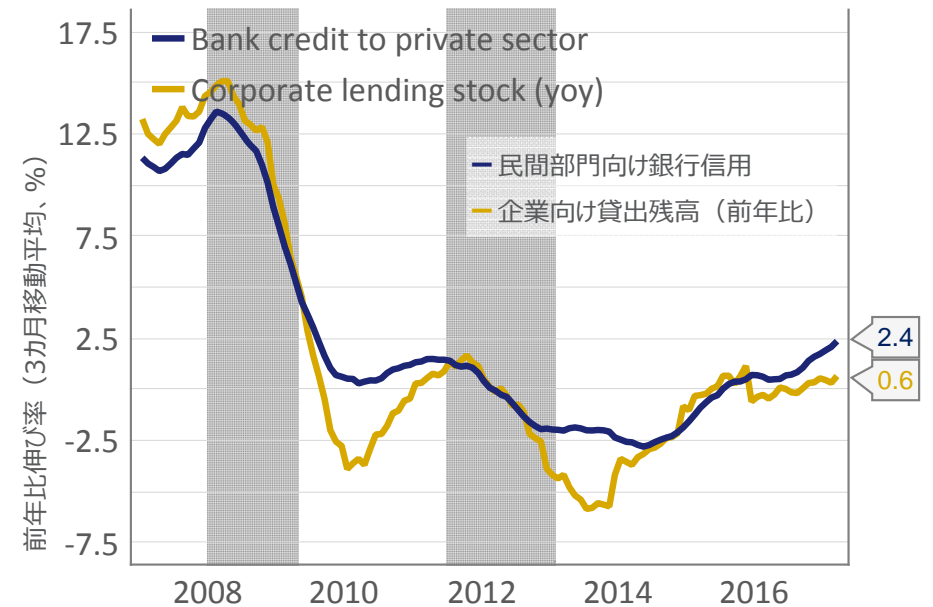
テーマ：欧州銀行の金融仲介機能低下

- 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



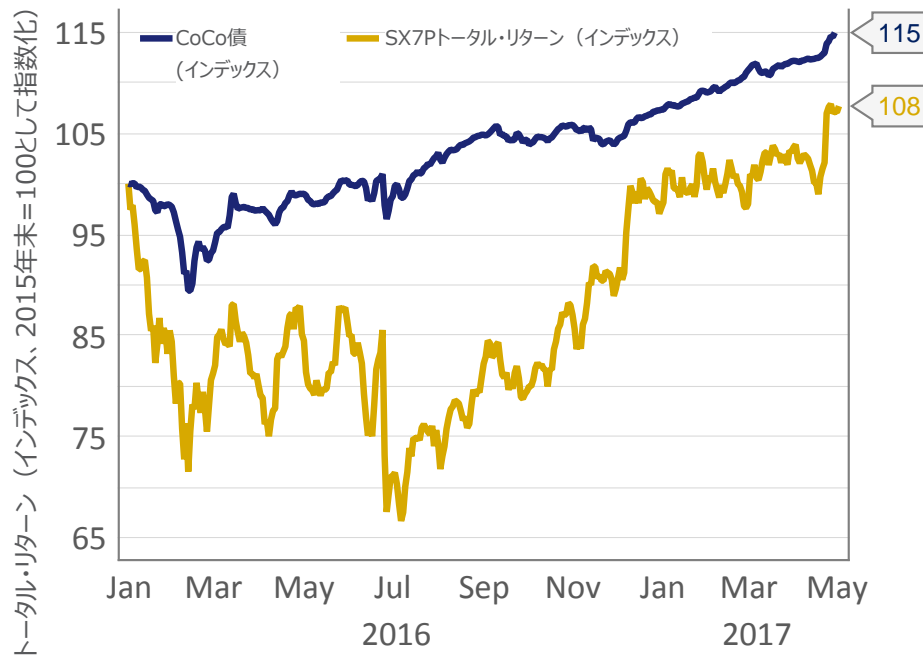
企業部門向け銀行貸出



銀行コンティンジェント・キャピタルー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



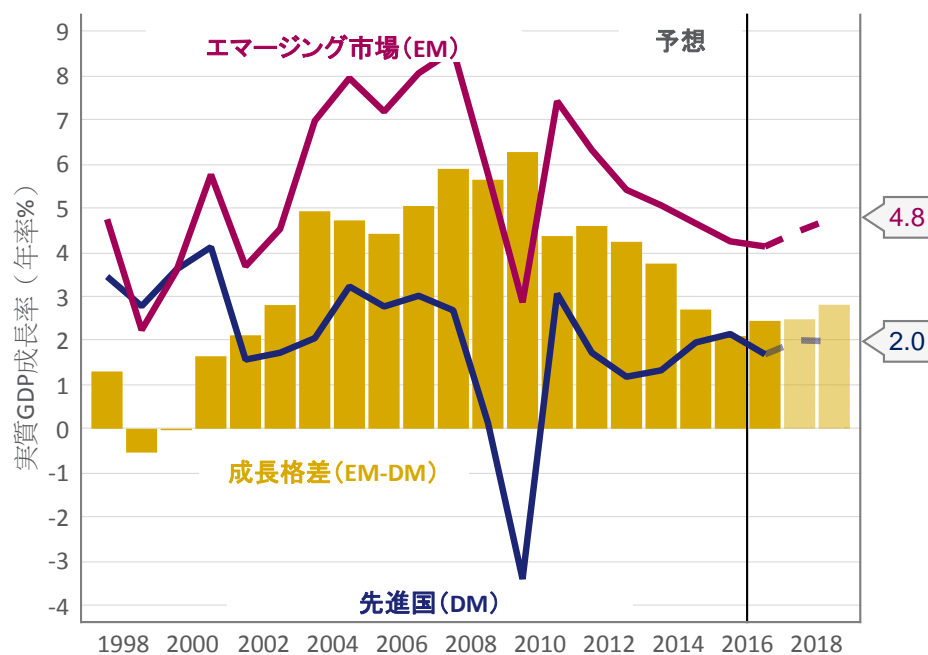
注：トータル・リターン・インデックスは2015年末を100として指数化
 出所：Bloomberg Euro Stoxx 600 banks index (SX7P); BoAML Contingent Capital index (COCO); 2017年4月28日

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4月28日

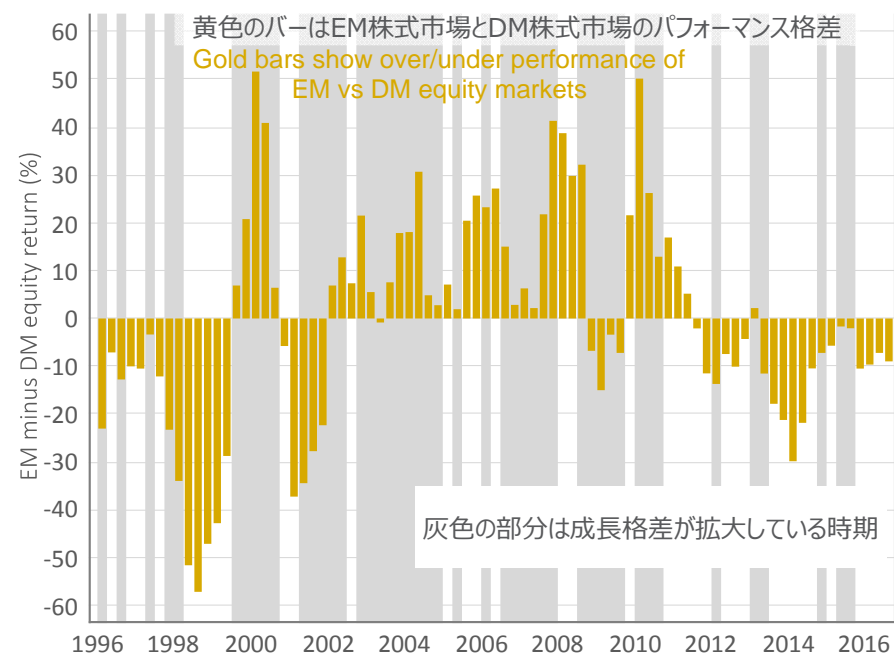
テーマ：エマージング市場の回復

- 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



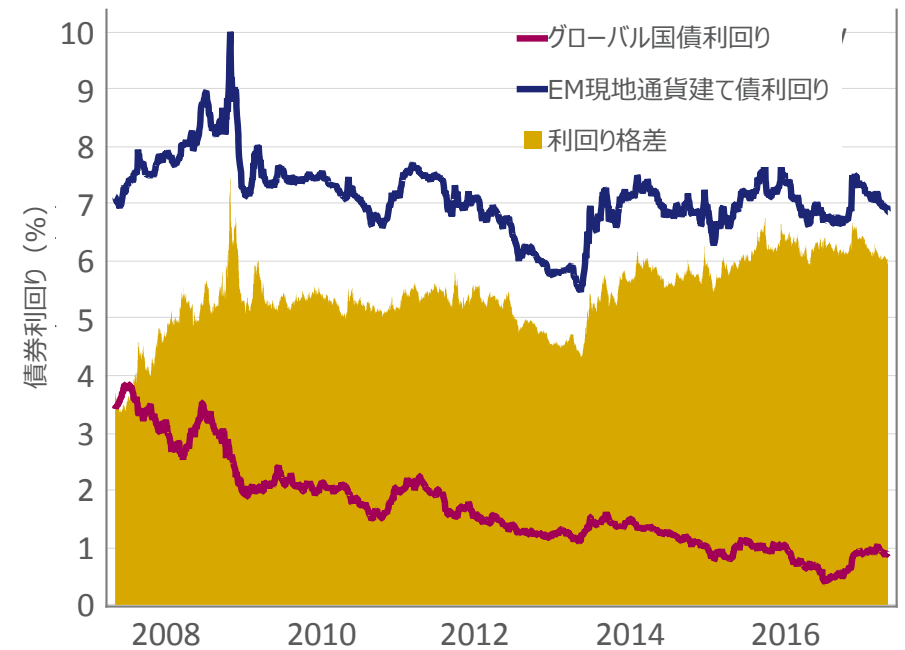
エマージング市場をアンダーウェイトする投資家は記録的に拡大した利回り格差を逃す

- 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



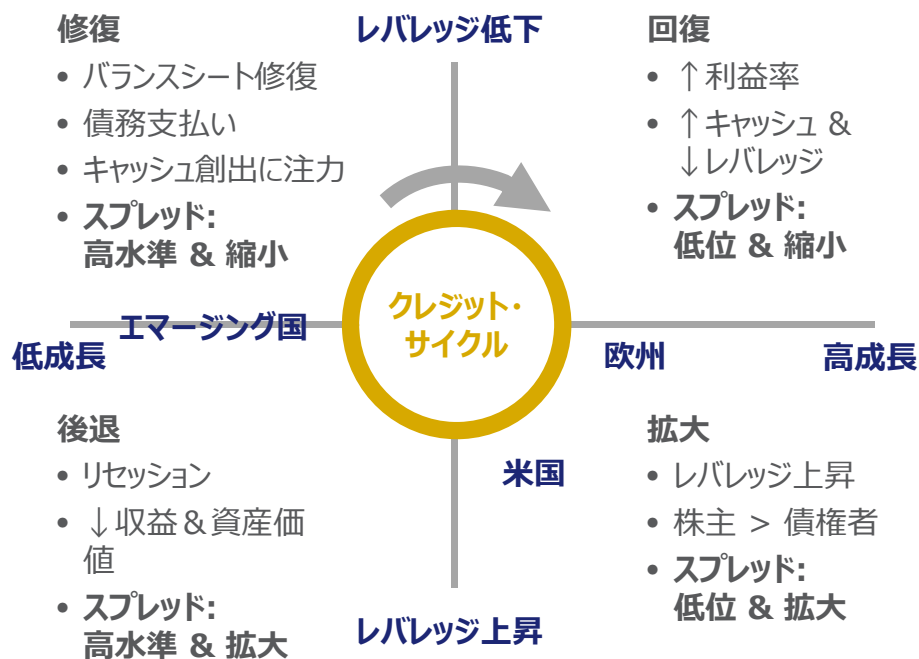
出所: EPFR, IIFによる予想; 投資信託及びETS等を含む, 2016年11月30日
注: 点線は2008年~2016年年初来の平均

出所: Macrobond; Bloomberg; 2017年4月28日
注: グローバル国債利回りはバークレイズ・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

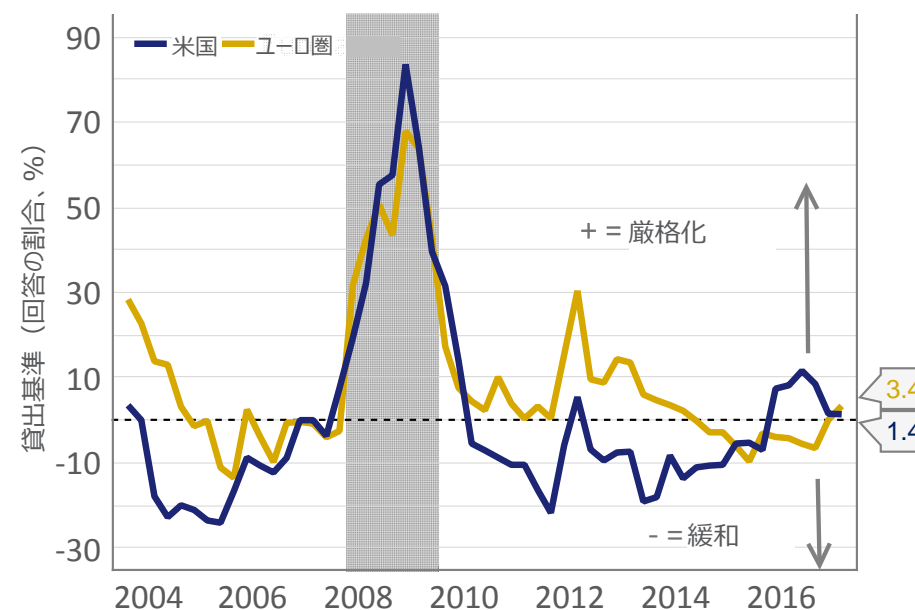
テーマ：クレジット・サイクルの長期化

- 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



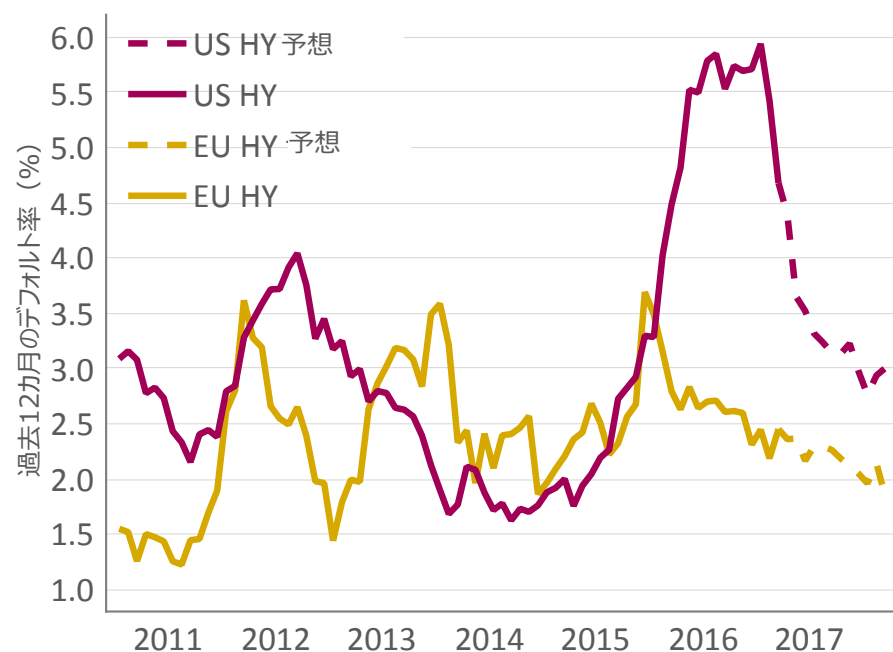
銀行の企業向け貸出基準



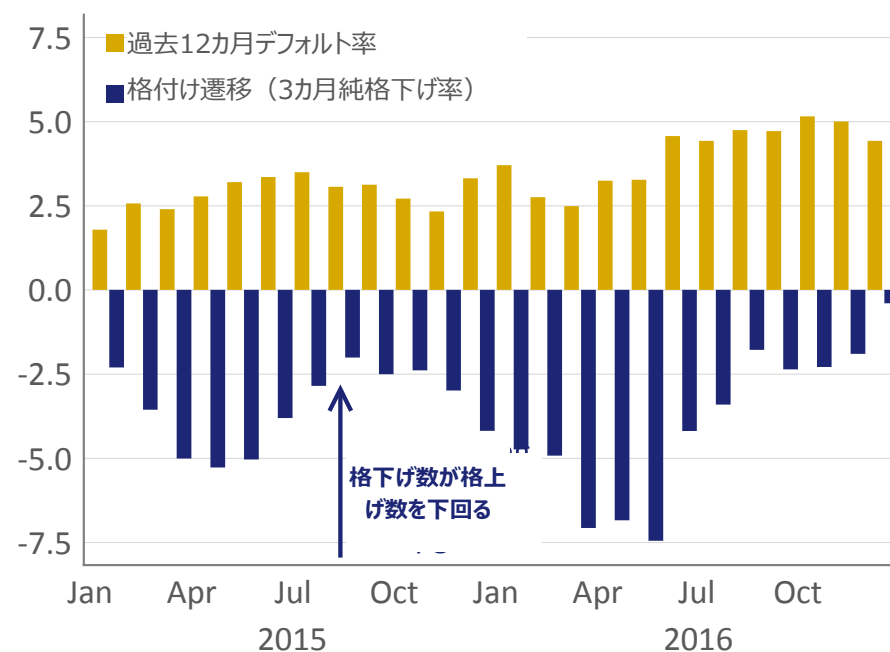
改善する社債の見通し

- 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



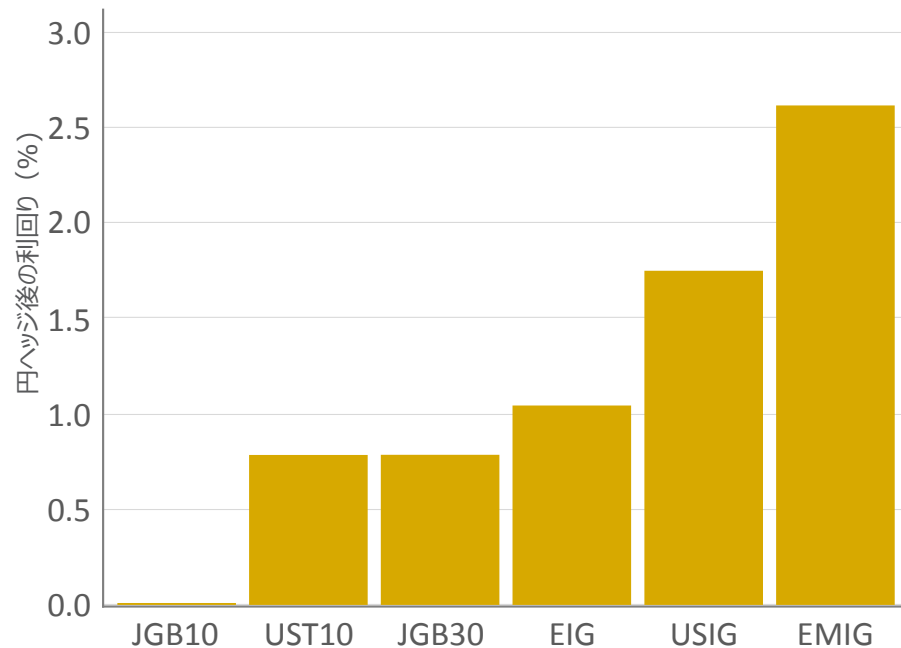
注： Moody'sによる過去12カ月デフォルト率及び基本シナリオにおける予想デフォルト率
出所： Moody's, 2017年3月

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; 2017年3月

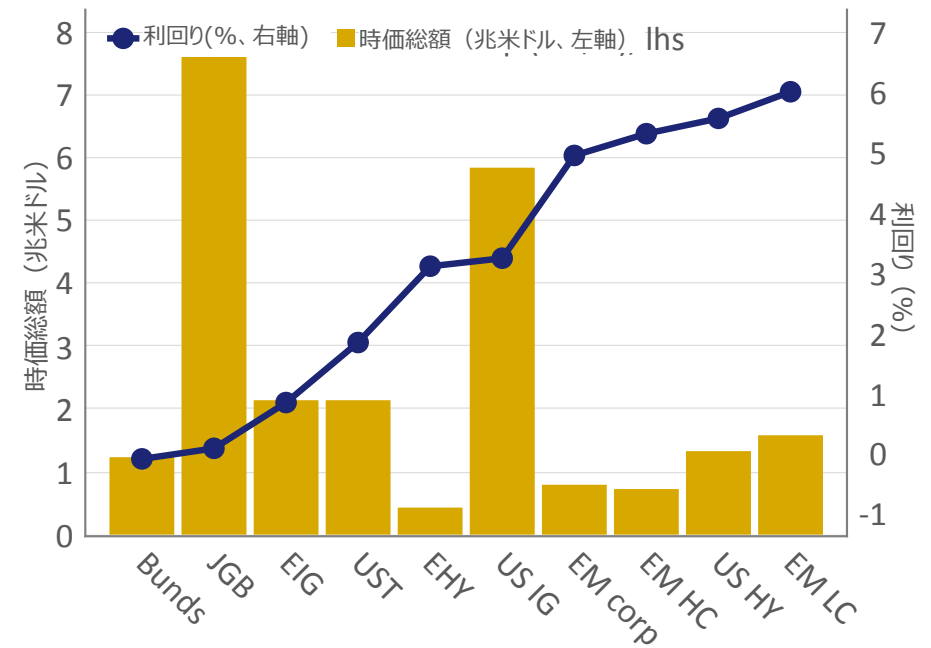
テーマ：インカムの追求

- 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。

円ヘッジ後の利回り



市場規模及び利回り

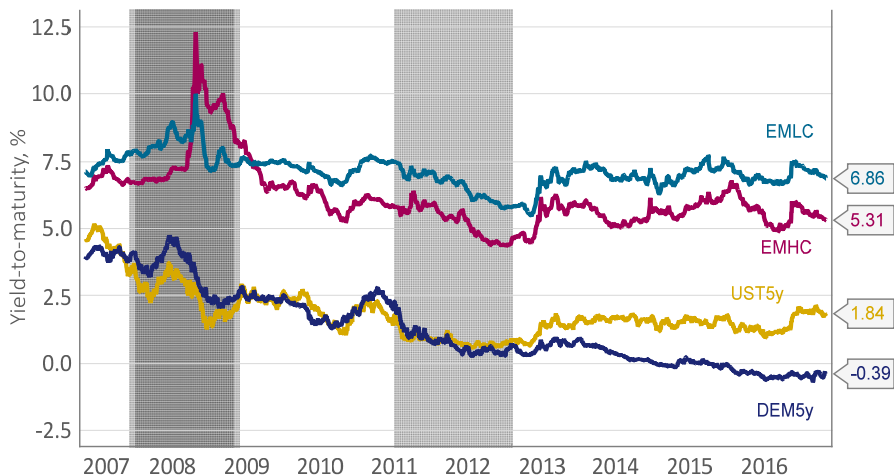


出所: Bloomberg;、ブルーベイの計算 2017年5月1日
 駐: JGB10及びJGB30—日本10年国債及び30年債の利回り、EIG—欧州投資適格債 (BoAML Euro Corp index, EROO) 円ヘッジ後利回り、USIG—米国投資適格債 (BoAML US Corporate Index, COA0) 円ヘッジ後利回り、EMIG—エマージング投資適格債 (JPM CEMBI Investment Grade index) 円ヘッジ後利回り

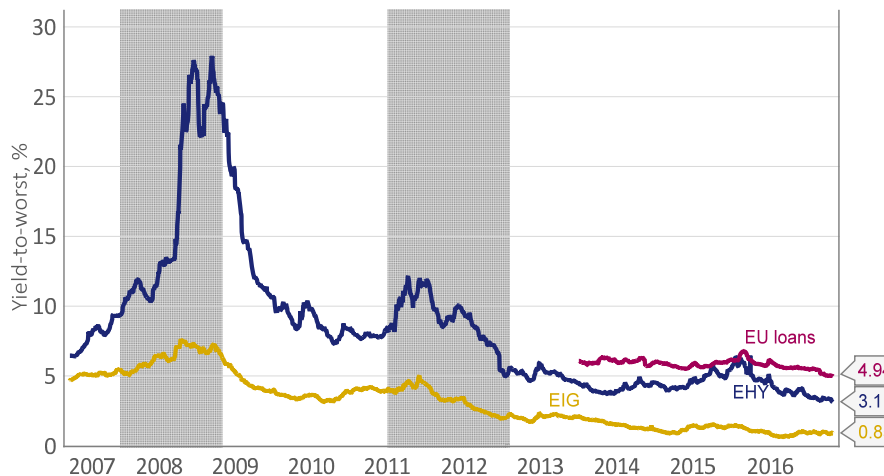
出所: JP Morgan and Bank of America Merrill Lynch; 2017年4月28日
 注: USHY (BoAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BoAML US Corporate Index, COA0); UST (BoAML US Treasury & Agency index, GOA0); EHY (HPC); EM LC (JPM GBI-EM Global); EM HC (JPM EMBIG); EM corp (JPM CEMBI Broad); Bunds(BoAML German government index, GOD0)

市場のサマリー：債券の利回り

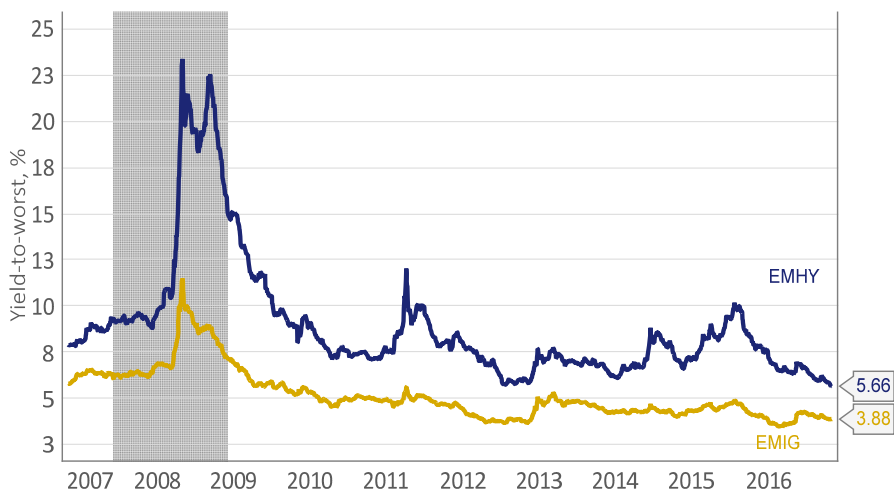
国債の利回り (%)



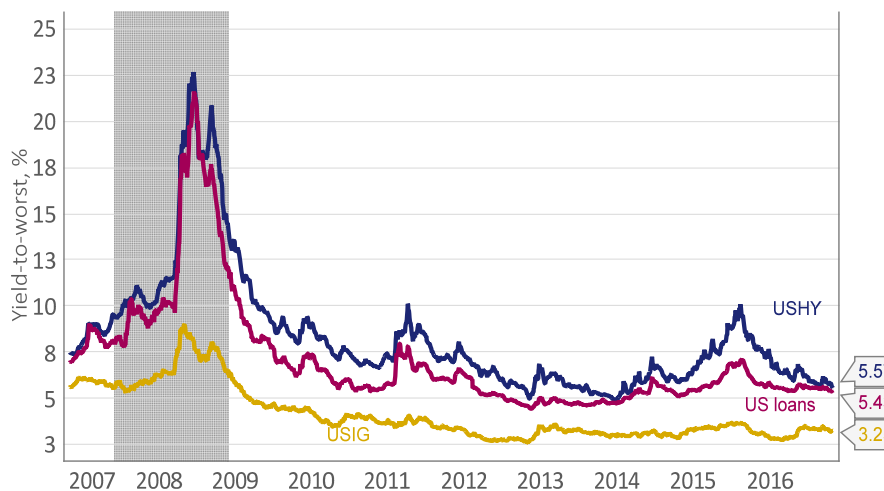
欧州社債の利回り (%)



エマージング社債の利回り (%)



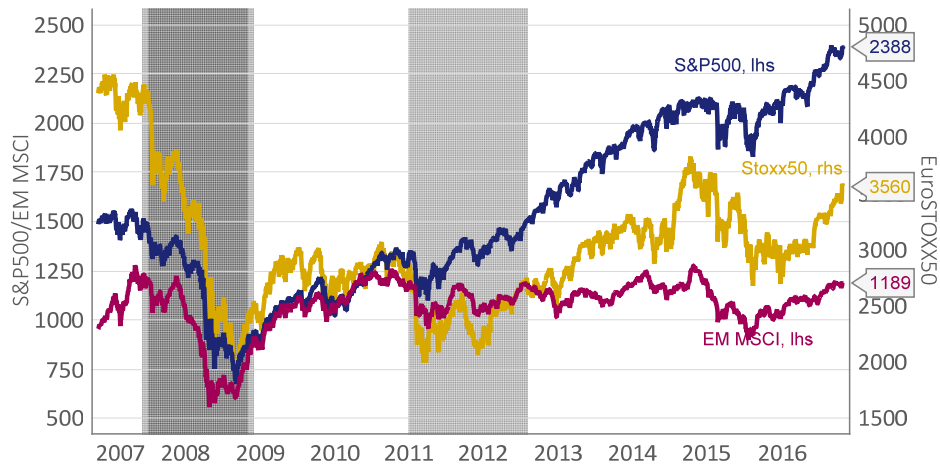
米国社債の利回り (%)



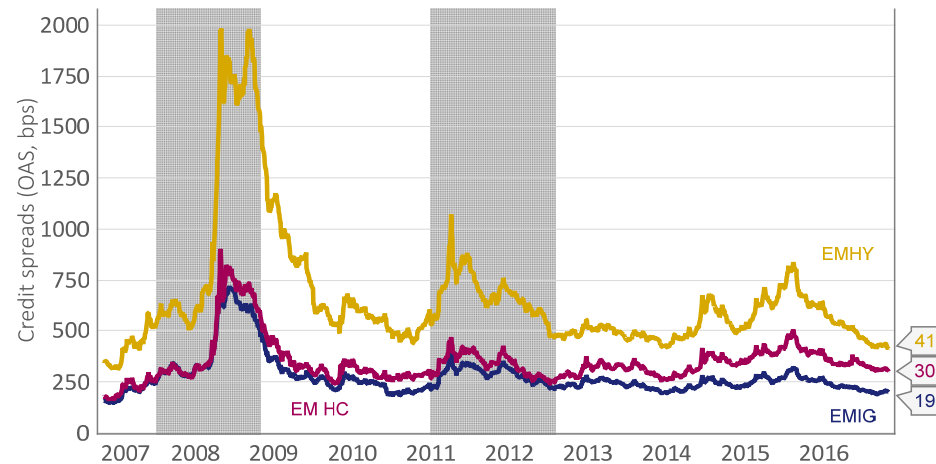
注: USHY (BoAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BoAML US Corporate Index, C0A0); UST (BoAML US Treasury & Agency index, G0A0); EHY (BoAML European Currency High Yield index, HP00); EIG (BoAML Euro Corporate index, ER00); EMHY (JPM CEMBI Broad Non-investment grade index); EMIG (JPM CEMBI Broad Investment Grade index); DEM5yr (German government 5-year bond yield); UST5yr (US Treasury 5-year bond yield); EMHC (Emerging market sovereign hard currency, JPM EMBI Global index); EMLC (Emerging market local currency, JPM GBI-EM Diversified index); US Loans (JPM BB/B leveraged loan index, yield to 3yr); EU loans (JPM European Loan index, yield to 3yr) グレーの網掛け部分は米国及び欧州のリセッション時
出所: BoAML; JP Morgan; Macrobond; 2017年4月28日

市場のサマリー：株価とスプレッド

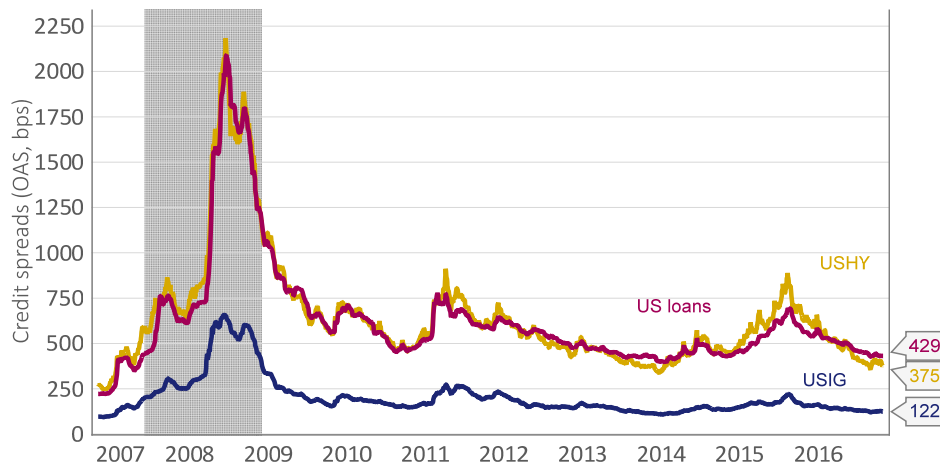
株式市場



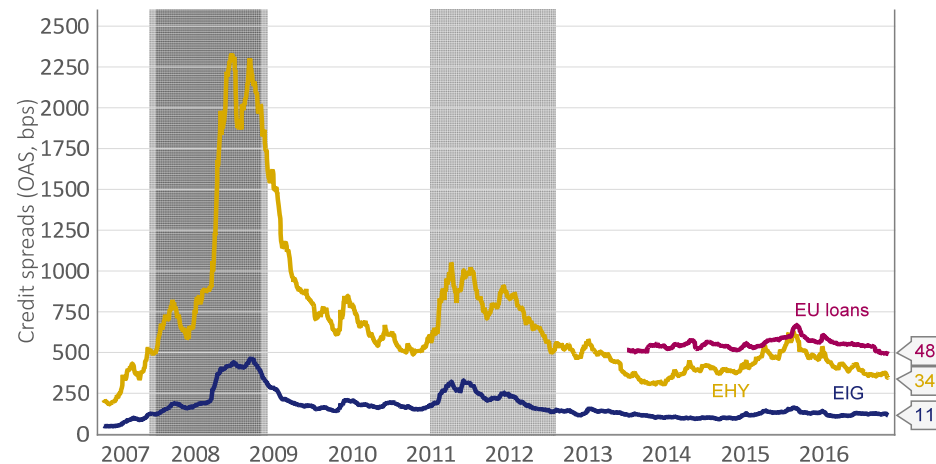
エマージング市場のスプレッド



米国社債のスプレッド

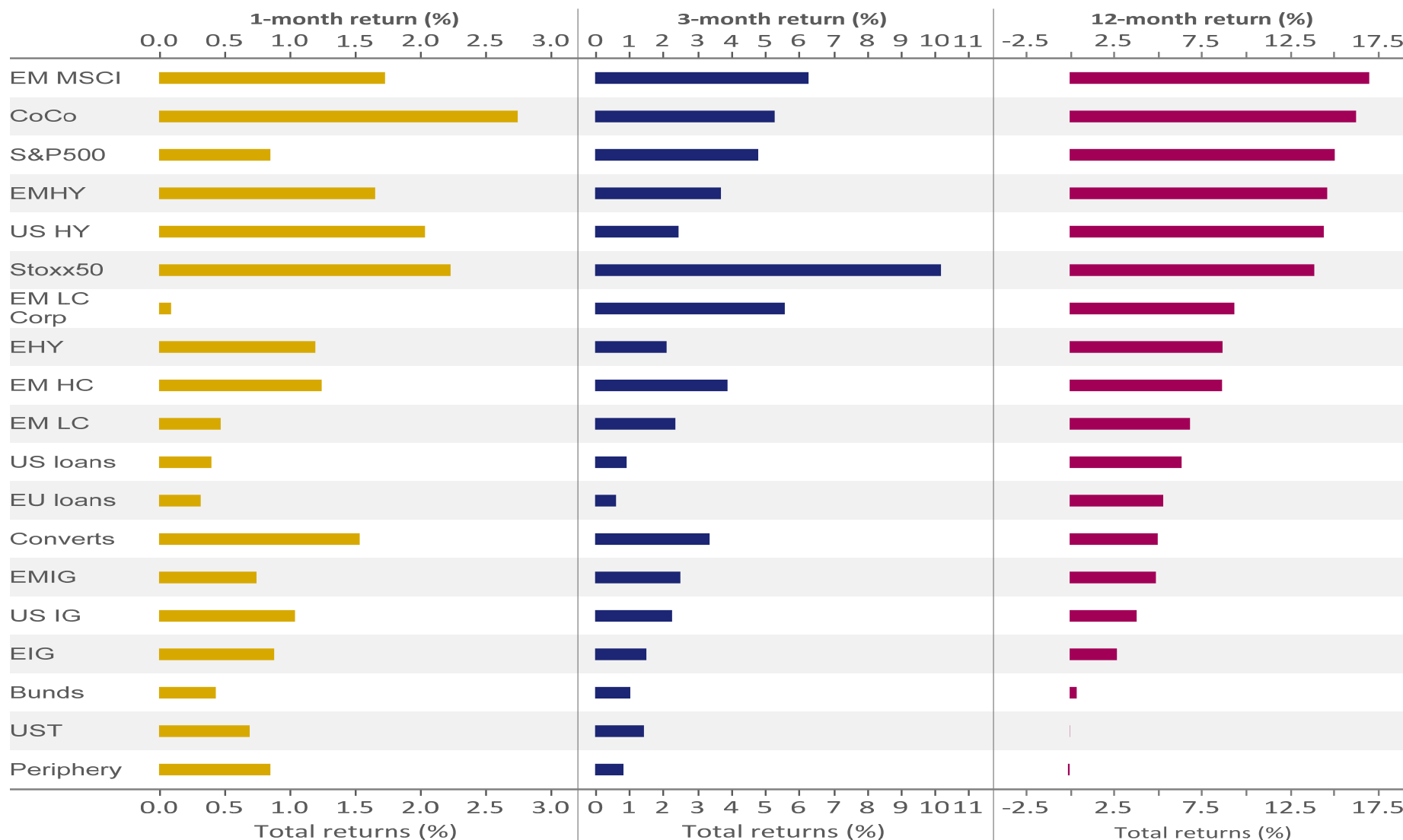


欧州社債のスプレッド



注: USHY (BoAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BoAML US Corporate Index, C0A0); UST (BoAML US Treasury & Agency index, G0A0); EHY (BoAML European Currency High Yield index, HP00); EIG (BoAML Euro Corporate index, ER00); EMHY (JPM CEMBI Broad Non-investment grade index); EMIG (JPM CEMBI Broad Investment Grade index); EMHC (Emerging market sovereign hard currency, JPM EMBI Global index); EMLC (Emerging market local currency, JPM GBI-EM Diversified index); US Loans (JPM BB/B leveraged loan index, spread to 3yr); EU loans (JPM European Loan index, spread to 3yr); S&P500 price index; Eurostoxx50 price index; MSCI Emerging markets (local currency) price index. グレーの網掛け部分は米国及び欧州のリセッション時
出所: BoAML; JP Morgan; Macrobond; 2017年4月28日

トータル・リターン (%)



注: USHY (BoAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BoAML US Corporate Index, C0A0); UST (BoAML US Treasury & Agency index, G0A0); Bunds (BoAML German Government index, G0D0); EHY (BoAML European Currency High Yield index, HP00); EIG (BoAML Euro Corporate index, ER00); EMHY (JPM CEMBI Broad Non-investment grade index); EMIG (JPM CEMBI Broad Investment Grade index); EMHC (Emerging market sovereign hard currency, JPM EMBI Global index); EMLC (Emerging market local currency, JPM GBI-EM Diversified index); US Loans (JPM BB/B leveraged loan index); EU loans (JPM European Loan index); S&P500; Eurostoxx50; MSCI Emerging markets (local currency); Converts (ThomsonReuters Global Focus Convertible index).

ブルーベイのホームページでご覧いただける資料

5月	0515 《NEW》晴天の下で	投資適格債
	0512 低ボラティリティ環境下でのエマージング資産	エマージング債
	0510 エマージング社債の流動性：安眠の秘訣	エマージング債
	0509 シナジー効果；エマージング外貨建て債投資への総合的アプローチ	エマージング債
	0508 グローバルなマクロ経済政策の差がリスクと投資機会を生む	資産配分委員会
	0508 黄金期をどう見るか	投資適格債
	0501 減税が最優先課題	投資適格債
4月	0427 雲一つない晴天はまだ見えず	エマージング債
	0427 ロシアより愛をこめて	エマージング債
	0424 混戦のフランス大統領選挙	投資適格債
	0417 地政学ノイズ	投資適格債
	0414 エマージング市場社債の主なテーマ	エマージング債
	0412 量的引き締め時代への備え	資産配分委員会
	0410 注目は経済指標	投資適格債
	0405 戻ってきたリフレーション	資産配分委員会
	0404 万馬券	投資適格債
3月	0330 トランプ上昇相場はトランプ下落相場に様変わり？	投資適格債
	0327 トランプ、原油、ダイエット・ウォーター	投資適格債
	0322 中国危機が訪れるかどうかは、習近平国家主席にかかっている	エマージング債
	0322 メキシコルチャ・リブレではない冷静な交渉	エマージング債
	0321 進路維持	投資適格債
	0321 アンコンストレインド型エマージング債の運用アプローチ	エマージング債
	0317 リスク・オフになったら安値で買う	エマージング債
	0316 ハイ・イールド債とESG投資は仲の良いカップル	ESG/ハイ・イールド債
	0314 クレジット債にとって転換点となる水準に近づく米国の原油価格	資産配分委員会
	0313 不可能という言葉に意味はない	投資適格債
	0308 トランプ相場の米国市場；ファンダメンタルズ面はその他の市場を左右	資産配分委員会
	0306 3月利上げの可能性	投資適格債
	0303 トランプ氏がESG投資に与える影響	ESG
	0302 安心できる状況ではない	エマージング債
0302 銀行の資本性証券－芯を捕える	投資適格債	
	0302 不安の壁	投資適格債

ディスクレーム



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。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.

会社名	:	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	:	投資運用業、投資助言・代理業、第二種金融商品取引業の登録を受けた金融商品取引業者です。
登録番号	:	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
加入協会	:	当社は一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会の会員です。 また当社が対象事業者となっている認定投資者保護団体はございません。 <苦情・紛争連絡先> 特定非営利活動法人証券・金融商品あっせん相談センター 電話 0120-64-5005（フリーダイヤル）
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となります。 エマージング債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマージング社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.0%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き） 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き、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交付書面等の書面の内容をお読みください。

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

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ますので、当該書面等の内容をお読みいただき、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れるようお願いいたします。