

市場見通しと投資テーマ

2017年9月

デビット・ライリー
クレジット戦略ヘッド

市場の見通し：熱すぎず冷たすぎず

注視すべきイベント

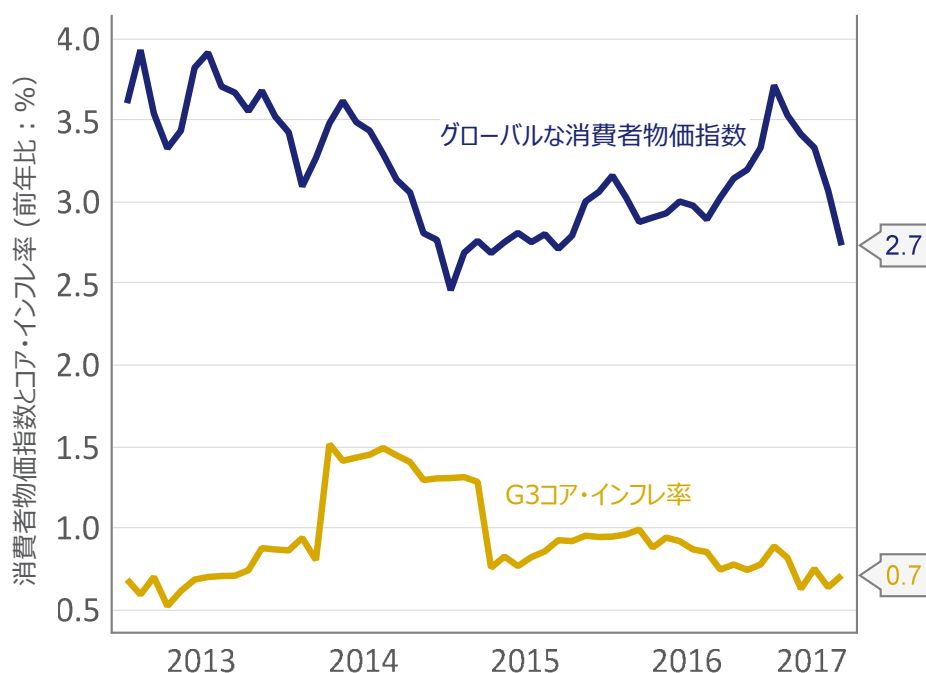
- BRICsサミット、9/3-5
- ECB会合、9/7
- FOMC、9/19-20
- G20財務相会議、9/20-21
- ドイツ総選挙、9/24
- 米国予算締切、9/30
- NAFTA再交渉
- 米国債務上限引上げ、10月初旬
- 英国保守党大会、10/1-4
- IMF・世界銀行年次総会、10/13-15
- 中国共産党大会、10/18
- EUサミット、10/19-20
- アルゼンチン総選挙、10/24
- ECB会合、10/26
- FOMC、11/1
- ベネズエラ石油公社 (PDVSA) 債償還日、11/2
- G20サミット
- FOMC、12/13
- ECB会合、12/14

- **ゴルドロックス**：グローバルに足並みの揃った経済成長はまだピークに達しておらず、欧州（除く英国）と中国の経済指標は予想を上回っています。企業収益は二桁成長を見せており、デフォルト率は低下を続けています。デフレ・リスクはほぼ消失しましたが、インフレ率は中央銀行が示すターゲットを下回る水準となっており、金融緩和の縮小は非常にゆっくり行う余地が与えられており、金融緩和を延長することさえ可能かもしれません。グローバルな金融市場のマクロ環境は、株式、クレジット債、エマージング債といったリスク資産にとって友好的なものとなっています。政治及び地政学リスクの高まりによってボラティリティはいくらか高まる可能性はありますが、この友好的な投資環境は続くと考えています。
- **逆風となる価格水準**：多くの資産クラスの価格水準は過去最高値に近くなっており、少なくとも短期的には更なる価格上昇に対する逆風となっています。今年残りの期間はクーポンとアルファ（銘柄選択）がリターンを主な源泉になると考えています。エマージング現地通貨建て債とエマージング通貨、転換社債は、更なる価格の上昇余地を持っている資産クラスであるとみています。
- **ワシントンに注目**：短期的には、米国の政府機関の閉鎖を回避し、債務上限を引き上げることが話題となるかもしれませんが、投資家は税制面と貿易面に引き続き目を向けるべきであると考えています。市場は減税の可能性をほぼ織り込んでおらず、過小評価しすぎであると考えています。2018年の議会中間選挙を前に、共和党は政策の「勝利」を得たいと考えているとみています。一方、北米自由貿易協定（NAFTA）の再交渉は厄介な問題で、米国の貿易保護主義に対する懸念を再び高めることになるかもしれません。
- **金融政策の進展**：ファンダメンタルズの改善は、欧州中央銀行（ECB）の債券購入の縮小（テーパリング）の下支えとなります。しかし、ユーロ高、経済の緩み、インフレ率がターゲットを下回っていることから、ECBは量的緩和（QE）の縮小に対して非常に慎重な姿勢を取り、ユーロ建ての社債よりも先に国債の買入れ額の減額を行う可能性が高いとみています。対照的に、市場は米連邦準備制度理事会（FRB）による年内及び2018年の利上げの可能性を過小評価しすぎていると考えています。インフレ率がターゲットを下回っていたとしても、引き続き雇用情勢が堅調で、金融状況が緩和的であれば、FRBは金利の正常化寄りの姿勢を続けるとみています。
- **政治面の差異**：アンゲラ・メルケル氏は、ドイツの総選挙後に引き続き首相の座に就く可能性が高く、フランスでマクロン大統領が構造改革を推し進めることが出来れば、更なる欧州の統合に向けた支援を行う意向を示しています。一方、英国のメイ首相は、ブレグジットに向けた交渉が難航する中で、より厳しい立場に立たされるかもしれません。そして、トランプ政権のロシア・ゲート問題は、引き続き米国の政治リスクとして存続するとみています。米露関係の悪化、中東の和平、北朝鮮問題など、地政学的リスクも高まっています。

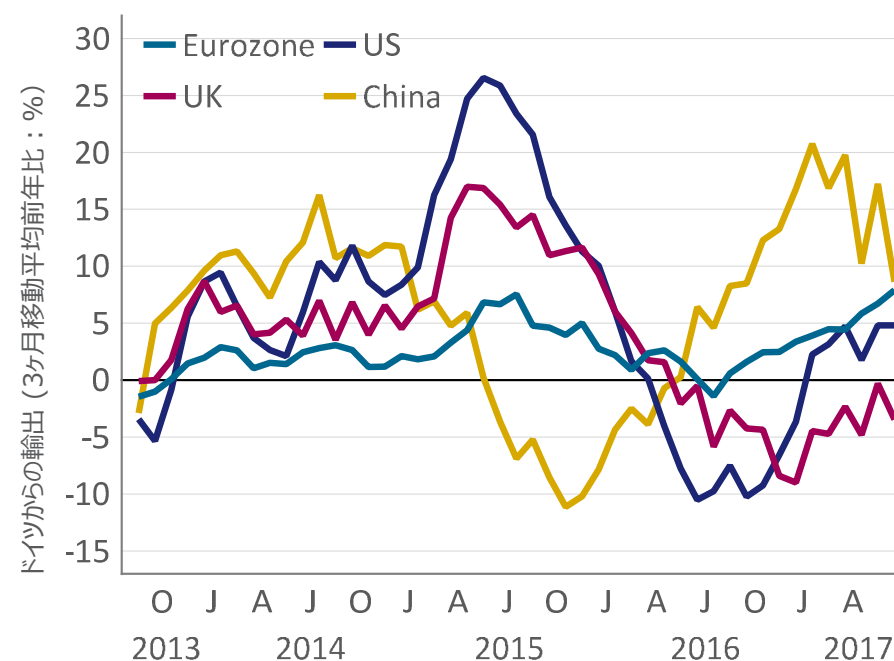
幸せなカップル：グローバルな経済成長の加速と低インフレ

- 低インフレがコア金利と国債の利回り上昇を抑制する一方、グローバルな経済成長は加速しています。これがリスク資産にとって「ゴルディロックス」の投資環境をもたらしています。
- グローバルにみられる需要回復が後退する兆しはみられず、欧州（但し英国は除く）及び中国の経済指標はポジティブ・サプライズとなっています。
- ローレーション（低インフレ）は中央銀行に選択肢をもたらします。インフレ上昇によって、強制的に金融緩和政策からの脱却を求められる状況にはありません。
- グローバルな経済成長の後退よりも、インフレの上昇とそれに伴う金利上昇が、経済成長への感応度が高いリスク資産にとっては脅威となると考えています。

グローバルな消費者物価指数とG3のコア・インフレ率（前年比：％）



ドイツの4大輸出先への輸出



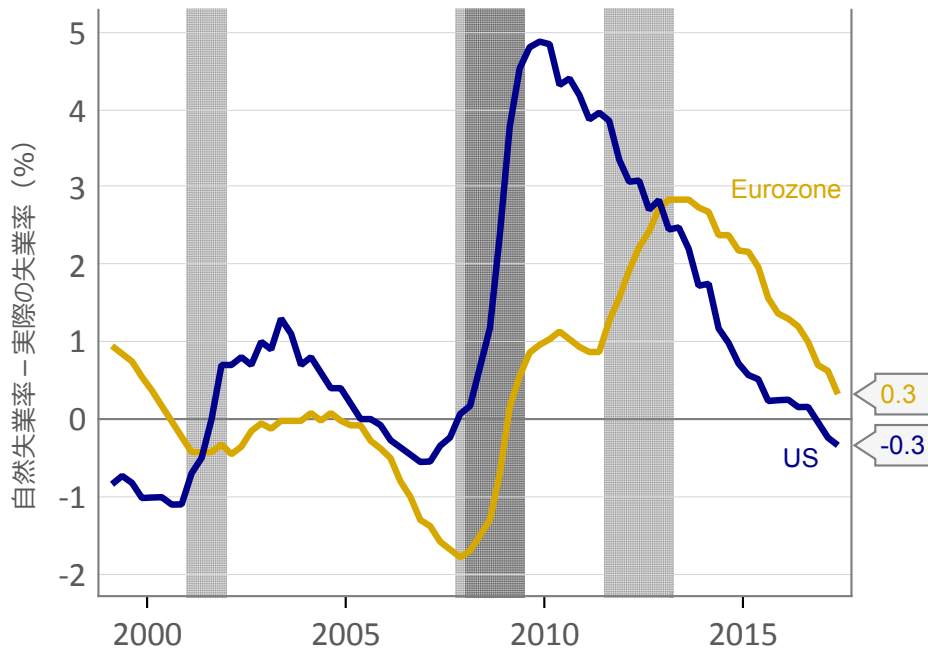
注：コア・インフレ率は、米国、欧州、日本のG3のインフレ率を指しており、米国の消費者物価指数は、食品及びエネルギーを除きます。
出所：IMF; Macrobond; BlueBay calculations; 2017年6月

出所：Macrobond; 2017年6月

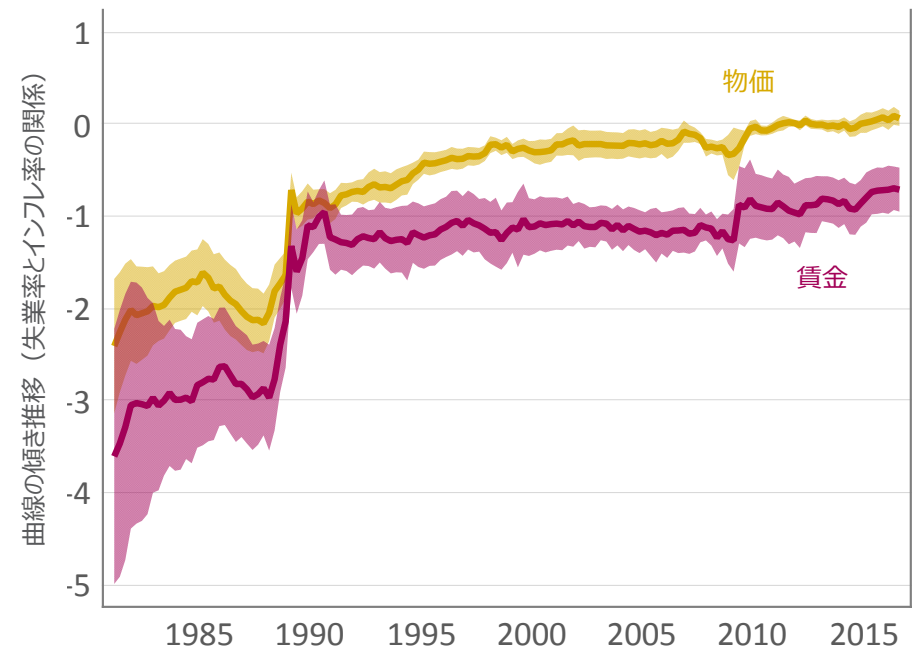
インフレのリスクは上昇に傾く

- 景気と物価の関係（フィリップス曲線）が弱まっている中、物価よりも賃金の方が景気と強い関係を見せています。
- 物価と失業率の関係が弱まっていることは、グローバルゼーションを反映したものであると考えています。技術革新と労働力の必要性の低下がそうした変化の背景にあるとみています。
- しかし、グローバルな経済成長と失業率の低下により、その余幅は小さくなっており、インフレは上昇方向に傾いていると考えています。
- そのため、経済成長（クレジット）リスクのオーバーウェイトを、金利リスク（デュレーション）のアンダーウェイトで埋め合わせることは賢明であると考えています。

実際の失業率と自然失業率の差



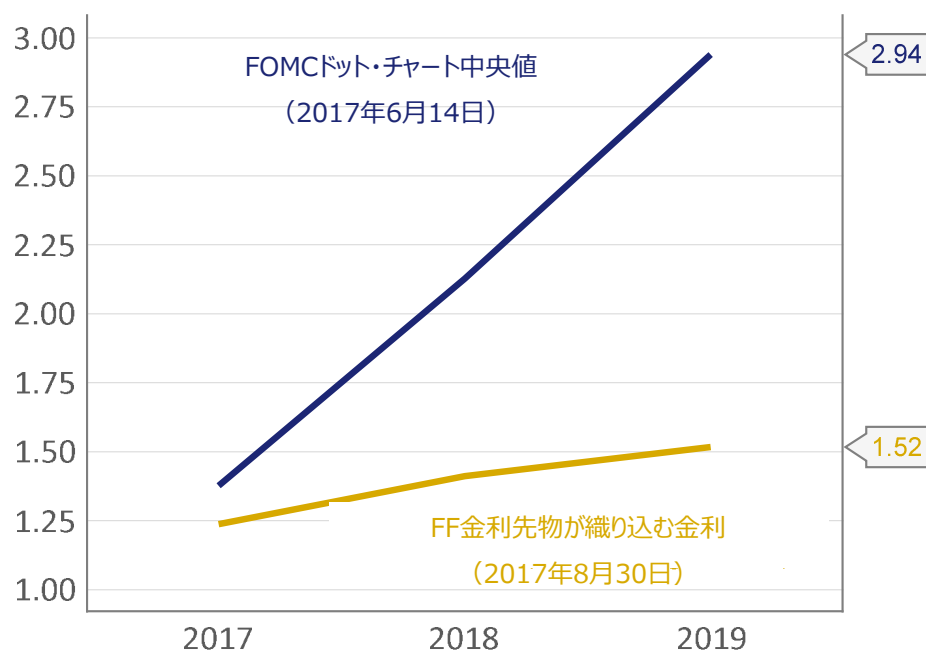
フィリップス曲線の傾き（インフレと失業率の関係曲線）



ファンダメンタルズから乖離する米国金利

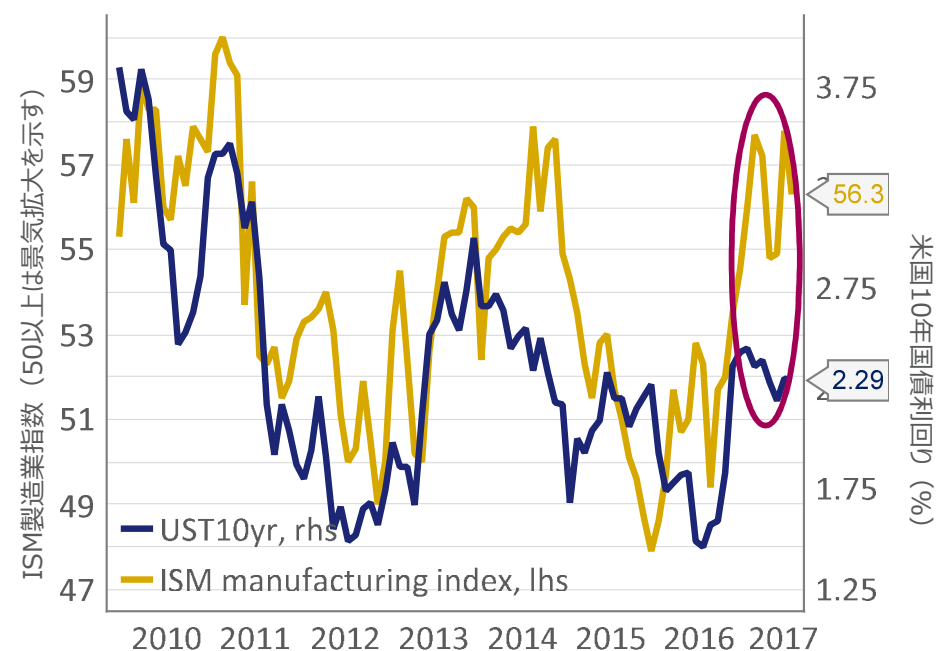
- 米国債の利回りとFF金利の市場予想値は、生産ギャップの縮小とトレンドを上回る経済成長を考えると、低すぎるとみています。
- 先物市場は、2018年末までに一回、もしくは最大でも二回の利上げしか織り込んでいません。
- 米国債の利回りは、米国及びグローバル経済の成長改善に遅れをとっています。
- ブルーベイでは、2018年末までに4回の利上げが実施され、米国10年債利回りは2.5%近辺まで上昇するとみています。

FOMCのドット・チャート中央値と先物市場が織り込む金利



出所: Bloomberg;; FOMC 6月14日、FF金利先物 2017年8月28日

米国10年債利回りとISM製造業指数



出所: Macrobond; ISM PMI; 2017年7月

これまでのトランプ政権：期待したほどではないものの、懸念されたほどでもない

- 米国のリスク資産は当初、減税、インフラ支出、規制緩和への期待により押し上げられ、エマージング市場は米国の貿易保護主義に怯えました。
- 市場の減税への期待はかなり割り引かれています。しかし、ブルーベイではいくらかの減税が行われる可能性があるかとみています。
- 国際貿易において、トランプ大統領は発言ほどの行動ではないと言えます。しかし、北米自由貿易協定（NAFTA）の再交渉が、保護貿易主義への転換を示しているものか、注視しています。
- 米国の多国籍企業及びエマージング市場は、グローバルな経済成長と貿易の加速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



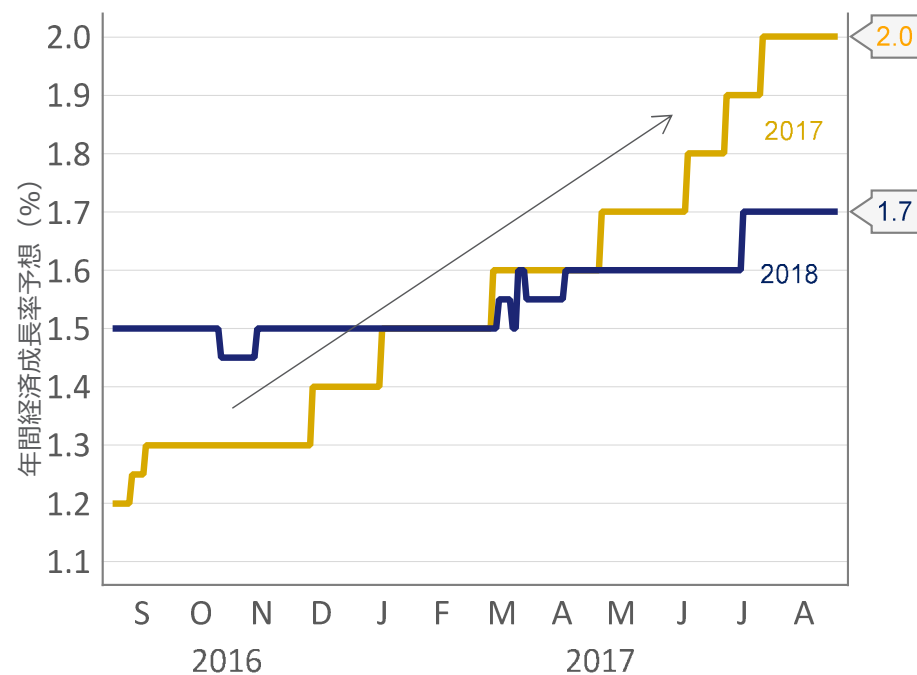
注:税率の高い企業 – High taxはS&P500の中で、10年間の中間実効税率が最も高い50社から構成されるサブインデックスです。
 国際的な売上の多い企業 – International salesはS&P500の中で、国際的な売上の多い50社で構成されるサブインデックスです。
 S&P500の米国外の売上比率の中間値が25%であるのに対して、International Salesの企業の同比率は69%です。両指数ともGoldman Sachsが提供している指数で、ブルームバーグから取得可能です。
 出所: Goldman Sachs; Bloomberg 2017年8月末

出所: Macrobond; 2017年8月31日

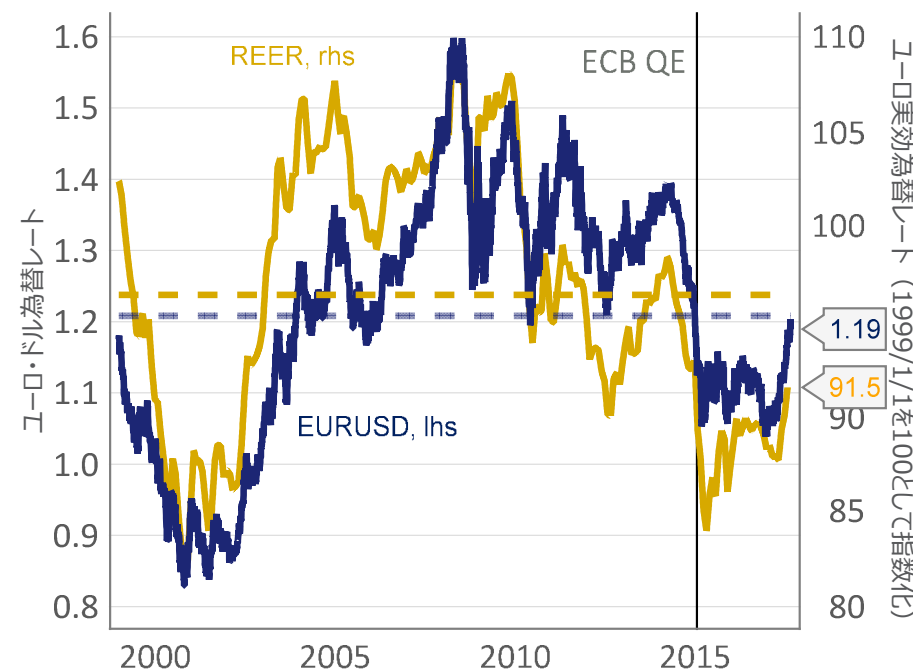
欧州の回復

- 欧州の経済成長予想に対するコンセンサスは、経済及び政治面でのファンダメンタルズの改善に沿ったものとなっています。
- 信用状況の緩和と財政政策（選挙後のドイツでの減税や、欧州周辺国での緊縮財政の緩和）によって、来年は約2%の経済成長になると考えています。
- ECBは過度なユーロ高を回避したいとみえることから、量的緩和の縮小（テーパリング）は「ソフト」なものになるとみられます。しかし、ユーロは経済回復を妨げるほど上昇していないと考えています。
- フランスのマクロン大統領による構造改革によって、更なる欧州の統合にドイツが同意するとみえています。

欧州圏の経済成長率予想コンセンサス



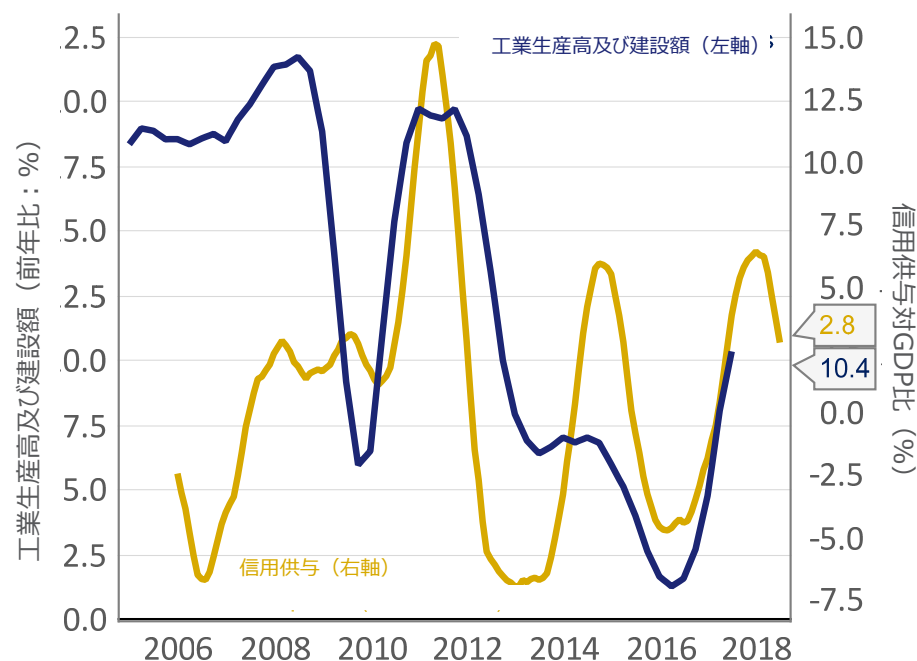
ユーロ実効為替レートとユーロ・ドル為替レート



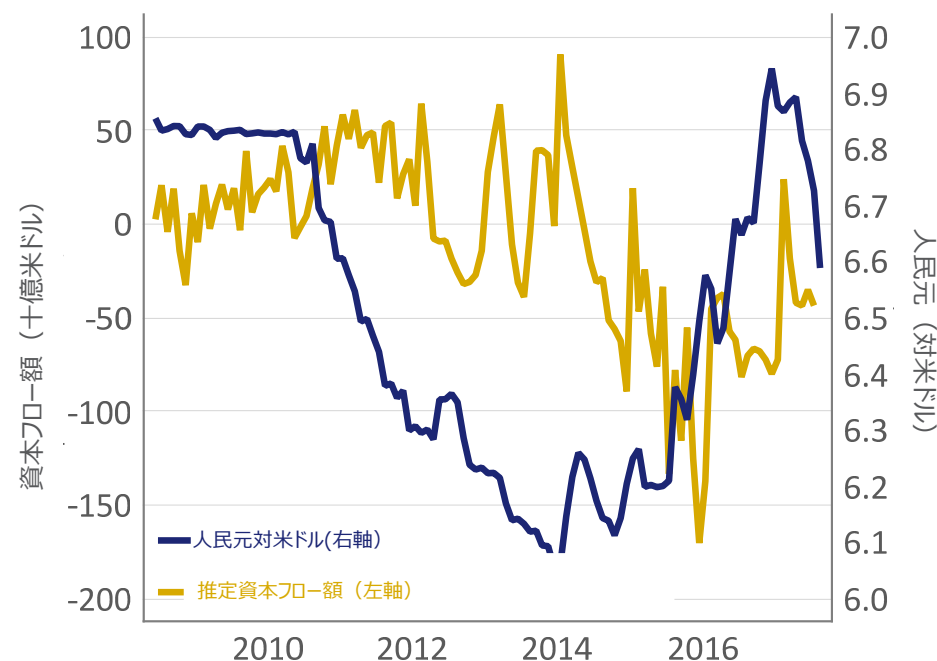
中国経済の成長モメンタムは続く

- 10月18日に始まる第19回共産党大会を前に、経済及び財政の安定性が優先されているとみえます。
- 資本流出の制限と米ドル安によって、企業のレバレッジ解消と経済成長というトレードオフ関係にあるものも、政策の柔軟性が得られるようになってい
- ます。
- 景気刺激策が下支えとなってきた2015年中旬からの成長は弱まっているものの、経済指標は引き続きエコノミストの予想を上回っています。
- 今年後半は6.5~7.0%の経済成長率を見込んでいますが、2018年に中国の経済成長が脅威に晒される可能性があることは認識しています。

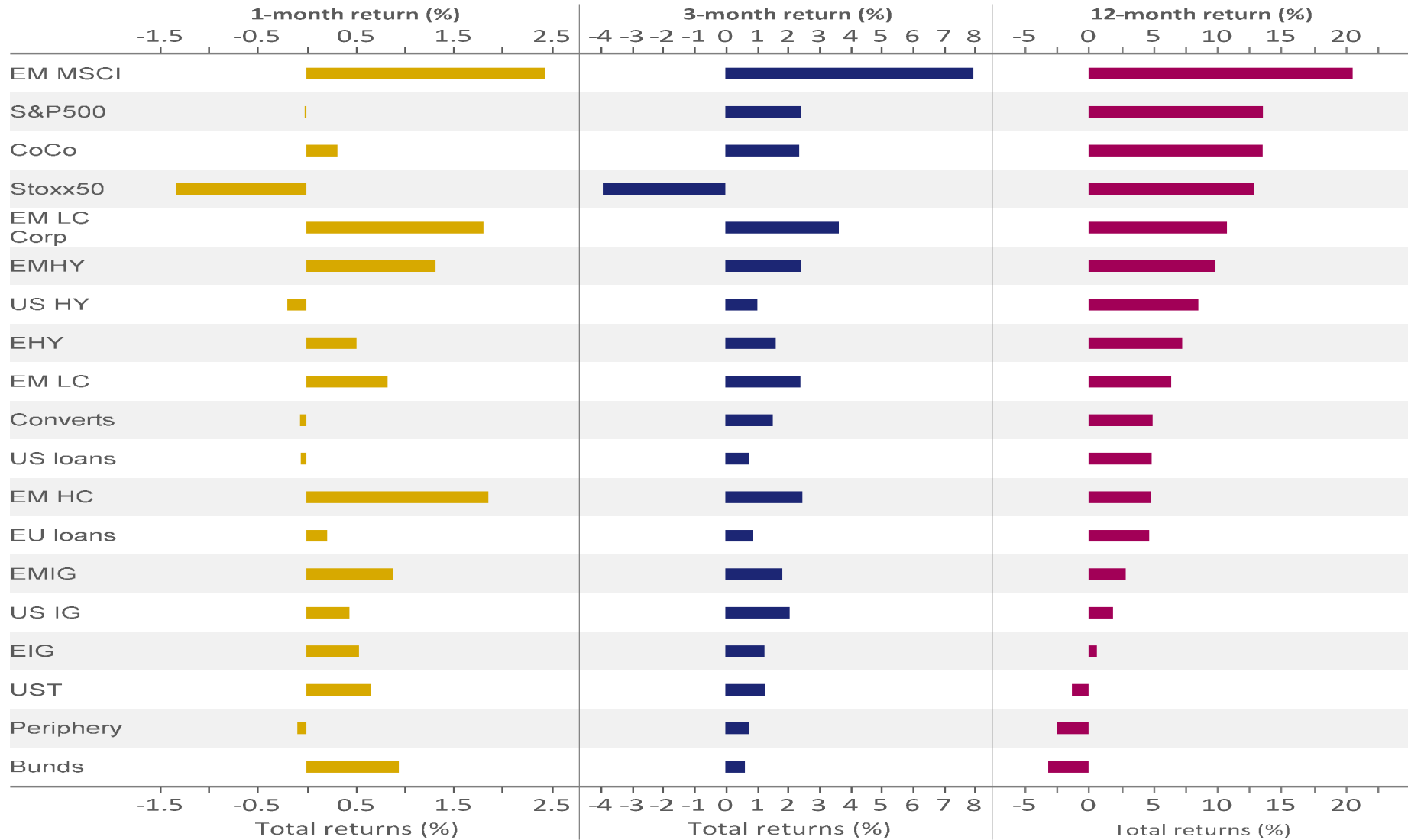
中国の信用供与と工業・建築生産高



ネット資本フローと人民元の推移



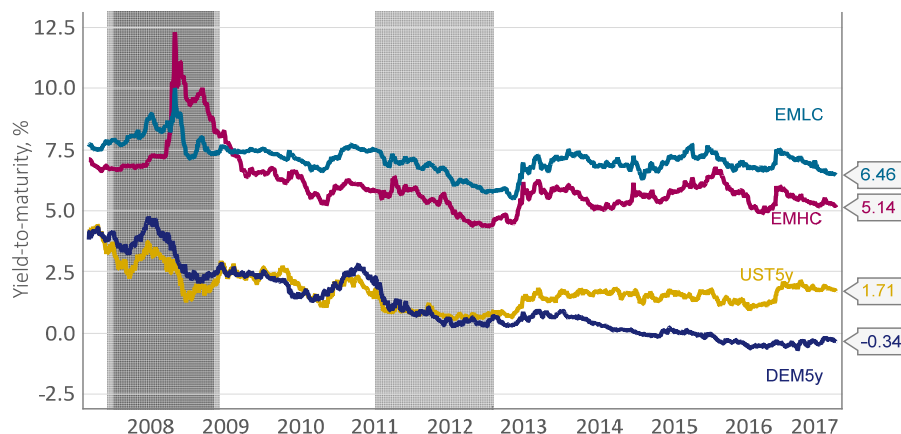
資産別のトータル・リターン(%)



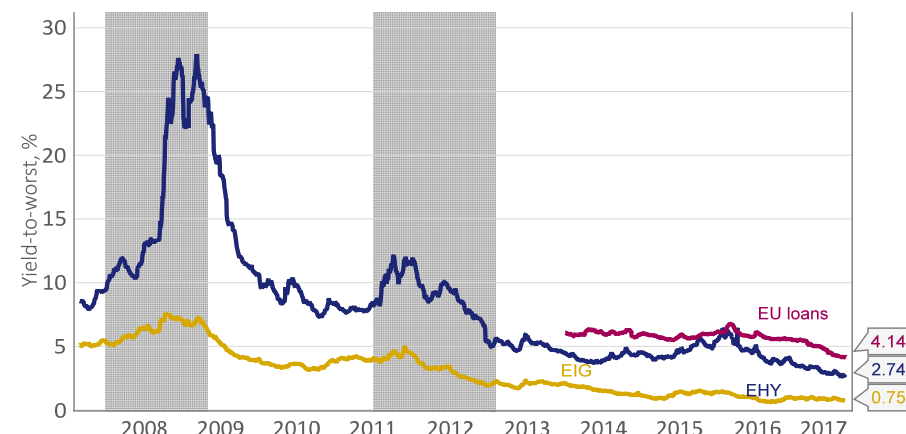
注: USHY (BoAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BoAML US Corporate Index, C0A0); UST (BoAML US Treasury & Agency index, G0A0); Bunds (BoAML German Government index, G0D0); EHY (BoAML European Currency High Yield index, HP00); EIG (BoAML Euro Corporate index, ER00); EMHY (JPM CEMBI Broad Non-investment 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); Convert (ThomsonReuters Global Focus Convertible index).
 出所: BoAML; JP Morgan; ThomsonReuters; Macrobond; 2017年8月31日

市場のサマリー：債券の利回り

国債の利回り (%)



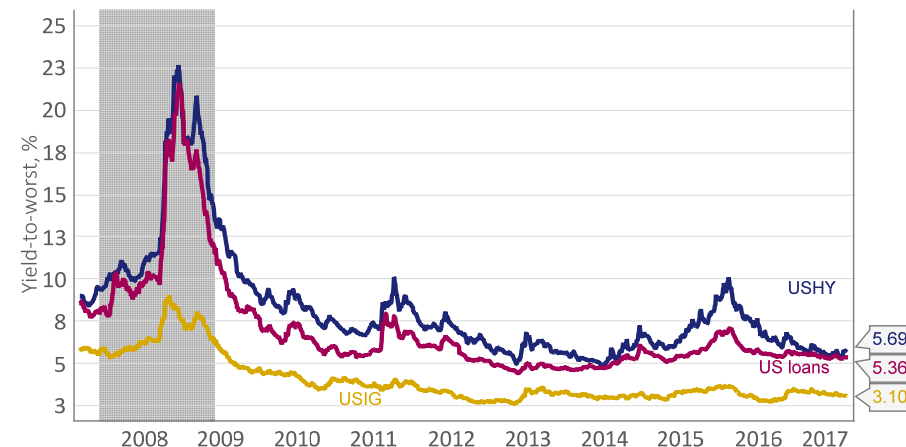
欧州社債の利回り (%)



エマージング社債の利回り (%)



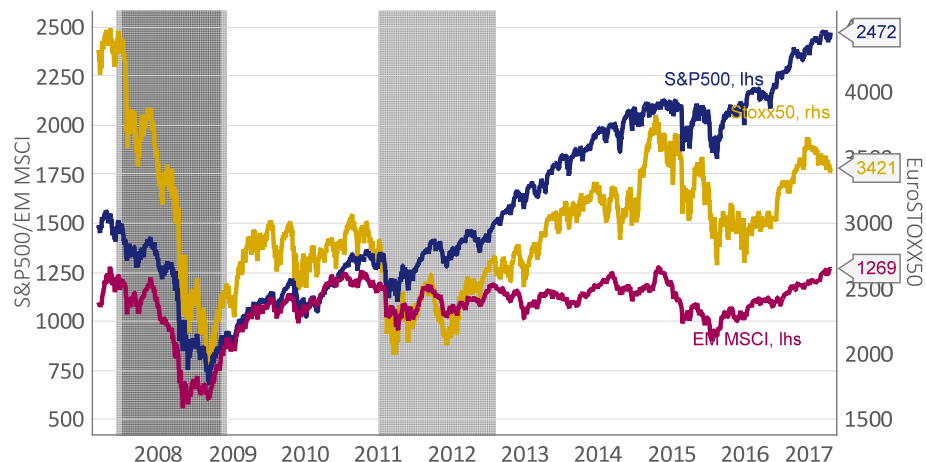
米国社債の利回り (%)



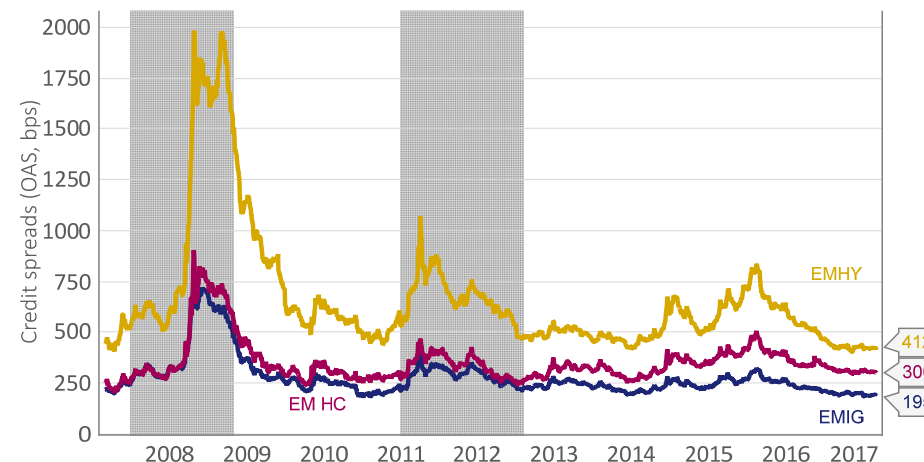
注: USHY (BoAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BoAML US Corporate Index, C0A0); UST (BoAML US Treasury & Agency index, G0A0); EHY (BoAML European Currency High Yield index, HP00); EIG (BoAML Euro Corporate index, ER00); EMHY (JPM CEMBI Broad Non-investment grade index); EMIG (JPM CEMBI Broad Investment 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). Shaded areas denote US and Eurozone recessions.出所: BoAML; JP Morgan; Macrobond; 2017年8月31日

市場のサマリー：株価とスプレッド

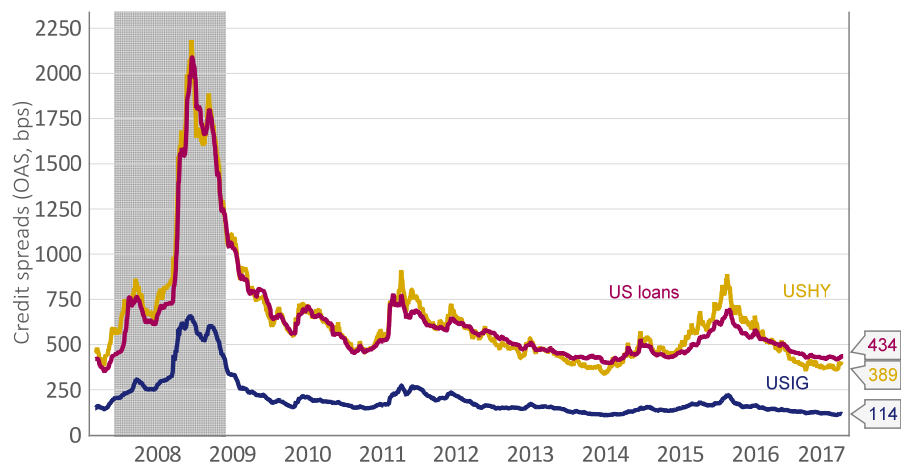
株式市場



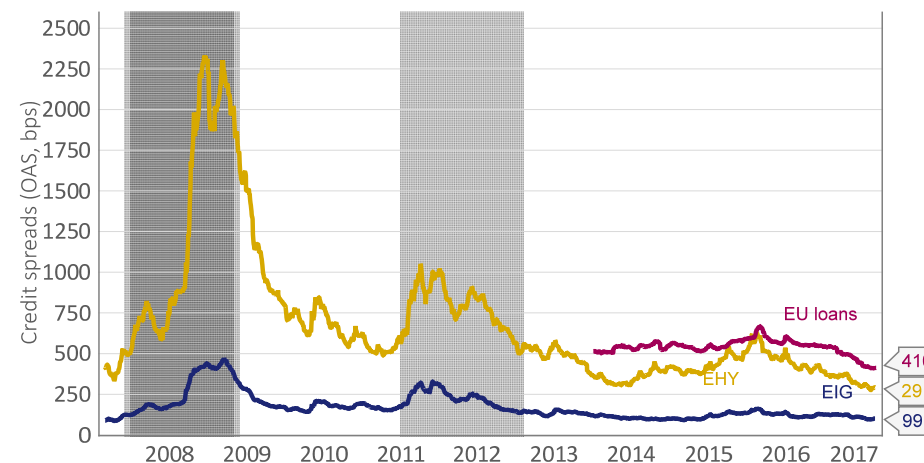
エマージング市場のスプレッド



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. Shaded areas denote US and Eurozone recessions.
出所: BoAML; JP Morgan; Macrobond; 2017年8月18日

The background consists of a dense field of 3D blue arrows pointing to the right. The arrows are arranged in a grid-like pattern, with some appearing larger and more prominent than others, creating a sense of depth and movement. A semi-transparent white rectangular box is positioned on the left side of the image, containing the text '投資テーマ' in a dark blue font.

投資テーマ

投資テーマ－枠組みの変化

- **ベータではなくアルファ**：あらゆる資産価格を押し上げ、資産価格の差が抑制されてきたことで、アクティブ運用よりもパッシブ運用が好まれた量的緩和（QE）の時代は終わりを迎えようとしています。FRBはバランス・シートの縮小（QT）に向かい、ECB（そして日本銀行。さほど明確にはしていませんが）は、徐々に資産の買入れ額を減額しています。QEのピークは過ぎたと思われ、中央銀行の姿勢は漸進的なものではあるものの、投資の枠組みは変化していると考えています。さらに、ポピュリズムの台頭により、貿易及び財政面においてよりアクティビストな政府が増えており、投資家は政治及び地政学的リスクに直面しています。QEの結果、ベータ部分の将来のリターンはあまり期待できないかもしれませんが、資産価格差の広がり、相関の低下、イベント・リスクの増加によってアルファ創出機会は増えたとみています。
- **割安なエマージング市場**：エマージング資産は、先進国資産ほどグローバルなQEによる恩恵を受けてきていません。むしろ、2013年の「テーパー・タントラム」及び2015年から2016年にかけての商品価格の下落という、二つの外的ショックによる調整を余儀なくされました。ファンダメンタルズの改善、つまり経済成長の加速、経常赤字の縮小、外貨準備高の増加、企業のデフォルト率の低下などから、今後エマージング経済は外的ショックに対してより強い耐性を備えていると考えています。コアな先進国と多くのエマージング現地通貨建て国債及び社債の利回り差、過去の高値や長期平均を大きく下回る通貨の水準は、米国金利及び米ドルの上昇に対するクッションを提供するとみています。
- **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や銀行システム修復によって、ダイレクト・レンディングやディストレスト債、銀行の資本債といった形を通じて、今後何年もの間、構造的な投資機会が見られると考えています。銀行ローンの供給は、特に中小企業の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。欧州銀行は、非中核資産及び不良資産を減らすことに努めており、ディストレスト債戦略にとって多くの投資機会を生んでいます。監督の強化、資本の増強、流動性のバッファー、経済見通しの改善は銀行のファンダメンタルズにプラスに働く一方、規制の枠組みや投資家層の拡大によって、特に銀行の資本性商品のアクティブ運用者にアルファ創出機会をもたらされるとみています。
- **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、企業のレバレッジは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すでしょう。米国の事業活動及びクレジット・サイクルは中・後期にありながらも、まだ数年間はこの状況が続くと予想しています。米国社債のスプレッドがここから大きく縮小する余地は限られていますが、リスク・フリー資産の利回り水準が非常に低いことを踏まえると、魅力的な利回りを提供しており、個別のリスクがアルファ創出機会をもたらすと考えています。欧州のクレジット・サイクルは米国よりも遅れており、つい最近、拡大・レバレッジ上昇の局面に突入したとみられ、デフォルト・リスクは低いとみています。エマージング社債は、苦悩の調整期が終わり、クレジット債にとってはポジティブな修復期にあると考えています。地域及びセクターごとのクレジット・サイクルの差を活用できる戦略が、リスク・プレミアム（ベータ）からのリターンを得ながら、さらに超過リターンを獲得できるとみています。
- **コア債券戦略よりもオルタナティブ戦略**：コアな債券からのインカム収入は限られている一方、伝統的なベンチマーク運用におけるデュレーションの長期化は、投資家をより大きなリスクに晒すことになるでしょう。債券の投資家は、短いデュレーションで高い利回りのインカムを提供する資産を選好すべきで、デュレーション・リスクは抑えるべきであるとブルーベイでは考えています。デュレーションではなく、信用力、流動性、アルファといったリスク・プレミアムが債券投資家の主なリターン源泉になるとみており、投資家は、ベンチマーク追随型の戦略からマルチ・アセット戦略を含む、アンコンストレインド型のオルタナティブ戦略にリバランスし始めていると考えています。

背景

- ポピュリストの政治と経済、テクノロジーの発展により、これまでに構築されたビジネスや社会モデルが脅かされています。
- ブレグジット、米国及びフランスの大統領選挙が、市場の政治リスクの認識が不十分なことを明らかにしました。
- 経済及び政治のトレンド差の広がり、新たなグローバル・パワーの出現によって地政学的リスクが高まっています。
- ベータ・リターンを先取りし、パッシブ運用に友好的に働いてきた超緩和的な金融政策は過去のものとなっています。
- 実質及び名目金利は低下するよりも上昇する可能性のほうが高いとみています。

投資における影響

- 量的緩和（QE）のピーク・アウトとポピュリズムの台頭は、差別化の広がり資産クラス間の相関の低下につながると考えられます。
- あらゆる投資手法を柔軟に取り扱うことの出来る運用者が、グローバルな経済及び政治の転換に上手く対応し、元本毀損を防ぐことが出来るとみています。
- リサーチ主導の運用とグローバル戦略への投資によって、より高い投資リターンを獲得することが出来ると考えています。
- デュレーションではなく信用力、流動性、アルファといったリスク・プレミアムが債券及びクレジット市場のリターンの主な源泉になるとみています。

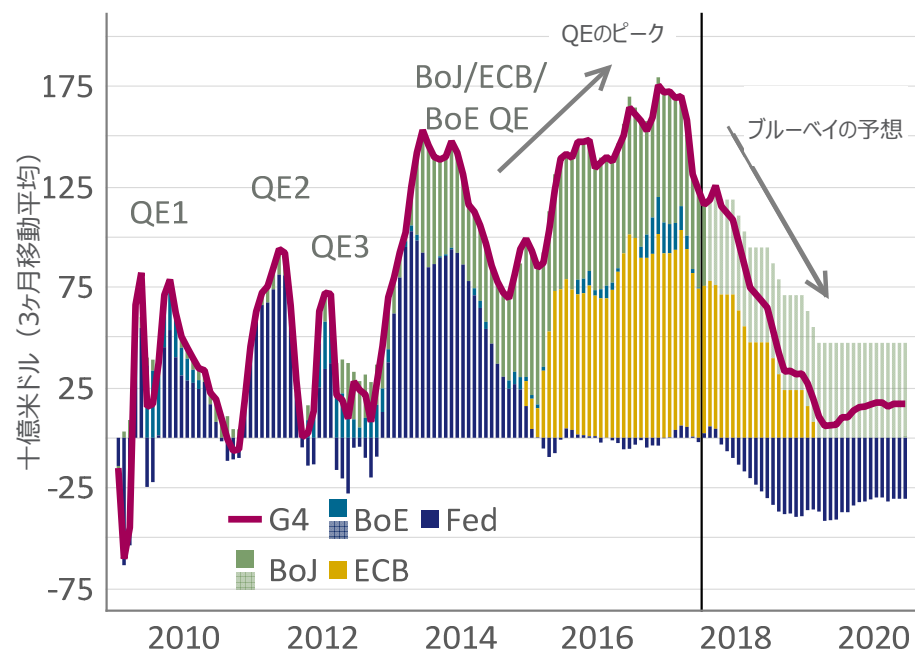
適したブルーベイの投資戦略

- **グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略**
金利、通貨、エマージング諸国及び先進国のソブリン・クレジットに投資を行うアンコンストレインド型の戦略
- **投資適格絶対リターン戦略**
金利及びクレジット・サイクルを通じて安定的なプラス・リターンを獲得することを目標とするグローバル・ダイバーシファイド型の戦略
- **グローバル転換社債戦略**
マクロ見通し、ボトムアップ分析及び相対価値分析といった社内リサーチに基づき、グローバルに銘柄選択を重視した戦略
- **トータル・リターン・クレジット戦略**
ハイ・イールド債、転換社債、ローン、エマージング債の中からベストな投資アイデアを採用して運用を行う戦略

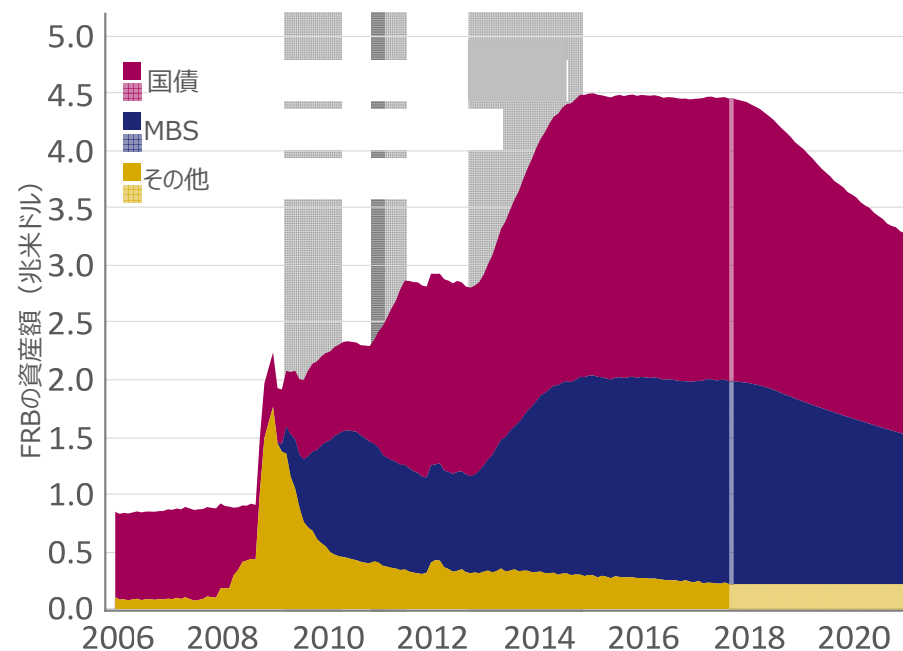
量的緩和（QE）のピークと量的緩和の縮小（QT）

- 量的緩和（QE）の時代は、FRBがバランス・シートを縮小させる準備に入り、ECB及び日銀が債券の購入額を減らすなか、終焉を迎えようとしています。
- ECBは2018年初めにQEの縮小（テーパリング）を実施し、FRBはQEで購入した4.3兆米ドルの中で、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により、債券以外の多くの資産価格が押し上げられ、資産間の相関は高まり、価格の差異は縮小しました。
- 中央銀行のQEからの退出はゆっくりとしたものになると思われませんが、「QEのピーク」は投資における転換点となるでしょう。

量的緩和（QE）のピーク



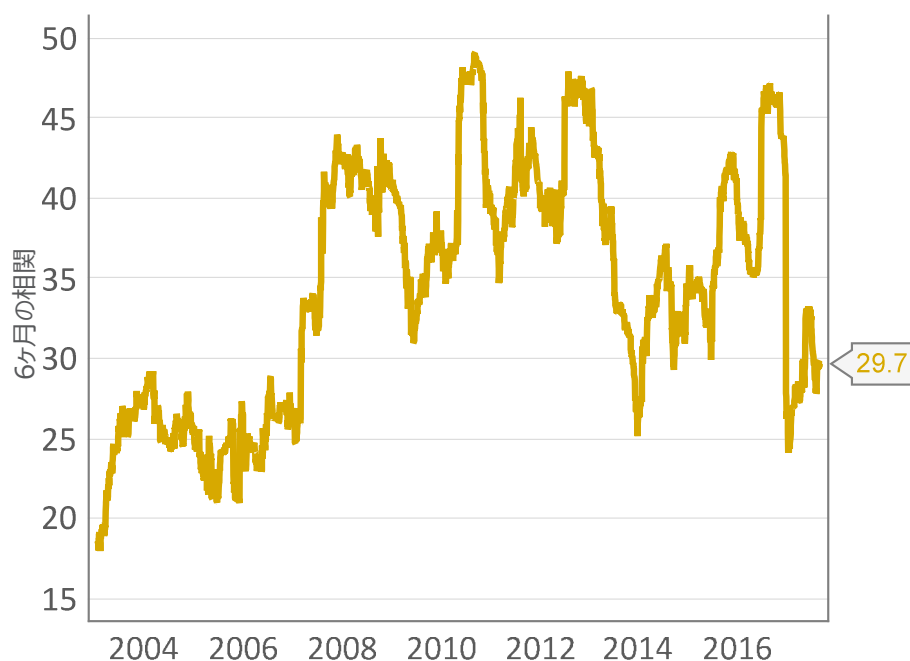
2017年10月以降の再投資終了ケースのFRBのバランス・シート



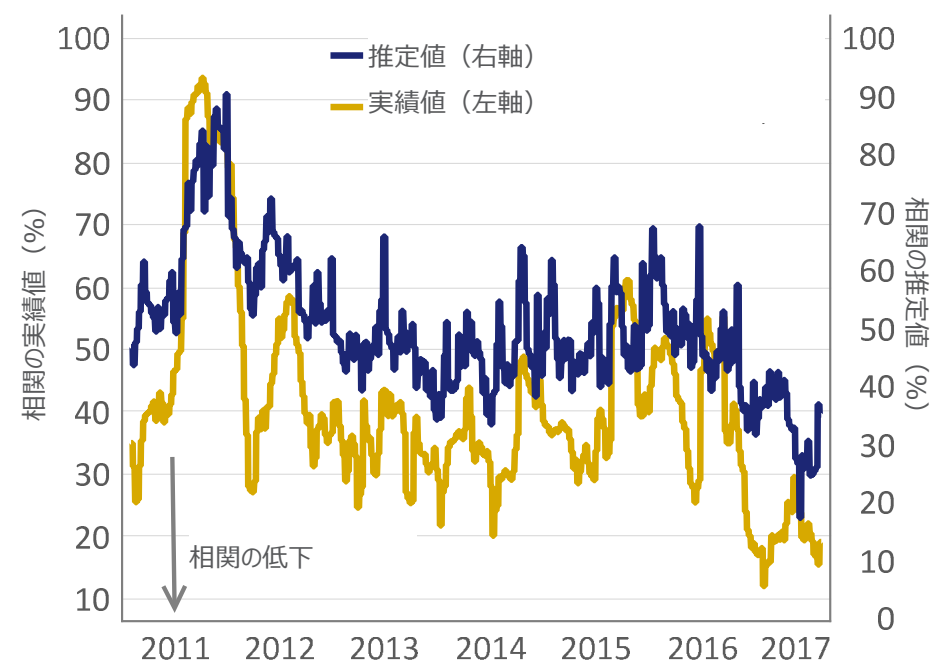
「枠組みの変化」によりパッシブ運用よりもアクティブ運用が好まれる

- ポピュリスト的な政治と経済、技術革新によって、これまで確立されたビジネス・モデルが崩れ、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、欧州銘柄間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とみています。
- 資産間の相関は低下し、個別銘柄要因がより重要になっています。これまでは、市場の低ボラティリティが個別銘柄の大きな価格の動きを抑えていました。
- 「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。

モルガン・スタンレーのグローバル相関インデックス



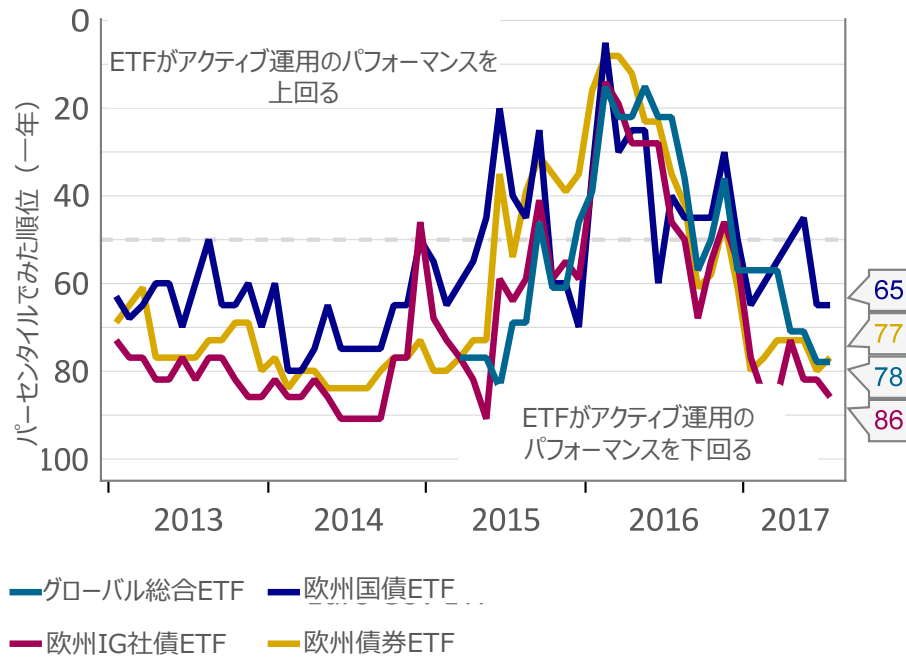
S&P500構成銘柄の相関



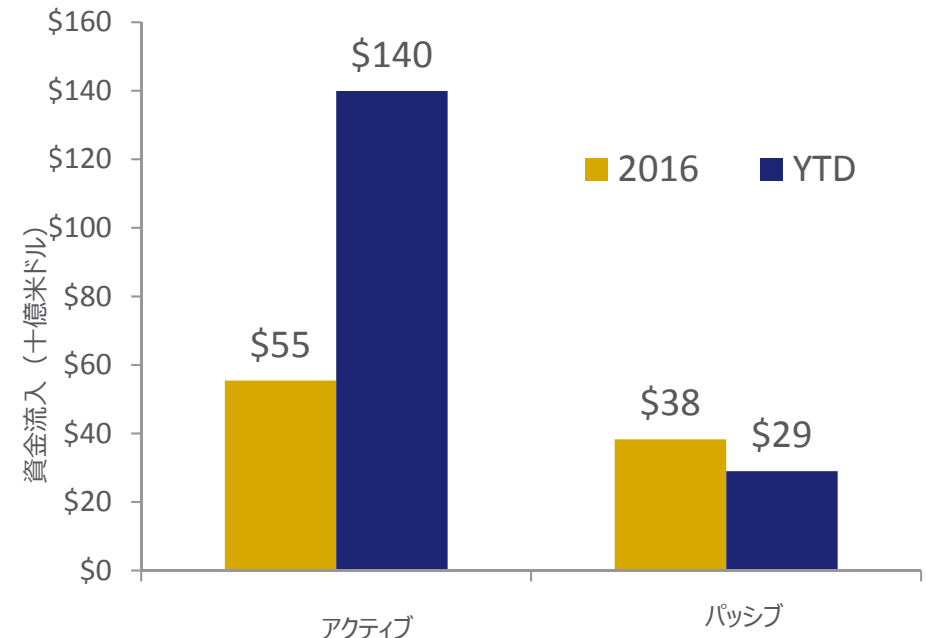
超過収益を求める投資家

- 2015年及び2016年は、中央銀行による債券の購入が増えたことによって、ETFがアクティブな債券運用者のパフォーマンスの中央値を上回りました。
- 足元では、先進国及びエマージング債の運用において、ETFがアクティブな債券運用者のパフォーマンスの中央値を下回っています。
- アクティブ型ファンドへの資金流入が債券ETFへの資金流入を上回っています。これは投資家が超過収益を求め始めているからだと思います。
- 投資家のアクティブ型ファンドへの資金流入においては、株式よりも債券及びマルチ・アセット型、オルタナティブ商品への資金流入が多くなっています。

ETFとアクティブ運用のパフォーマンス差



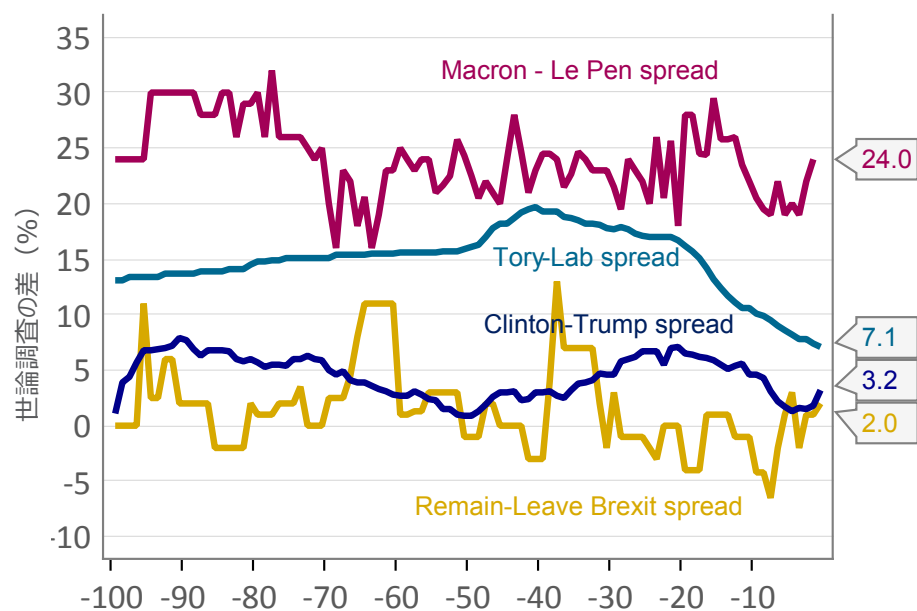
債券ファンド (UCITS) への資金流入 – アクティブとパッシブ



非効率を探求 – 世論調査の信憑性

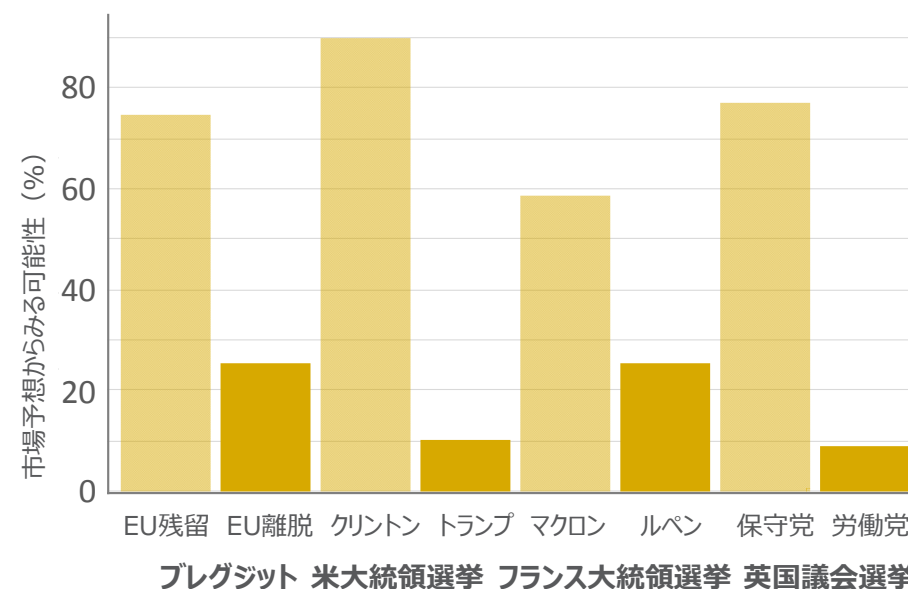
- ポピュリスト政治の台頭、有権者の支持政党が流動的であることから、伝統的なニュース及び世論調査の信憑性が低下しています。
- 投資家は、政治に関してソーシャル・メディアを含む、より広範な範囲の情報を見るようになってきています。
- 市場は英国のEU残留、米大統領選におけるヒラリー・クリントン氏の勝利、フランス大統領選におけるルペン氏勝利の可能性を過度に織り込んでいたと考えています。
- 政治リスクのプライシングにおける非効率さは、アクティブ運用者にとってアルファ創出機会をもたらすと考えています。

世論調査における差



(フランス) マクロン-ルペン (英国) クリントン-トランプ
 (英国) 保守党-労働党 (英国) EU残留-EU離脱

市場が織り込む選挙結果の可能性



出所: Macrobond、労働党-保守党: 英国議会選挙 (2017/6/7)、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)、EU残留-EU離脱: ブレグジットを問う国民投票 (2016/6/23) までの日数

出所: Bloomberg; Macrobond; BlueBayによる計算; 2017年6月8日
 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、英国議会選挙-2017/6/8のブルームバグのオッズに基づく

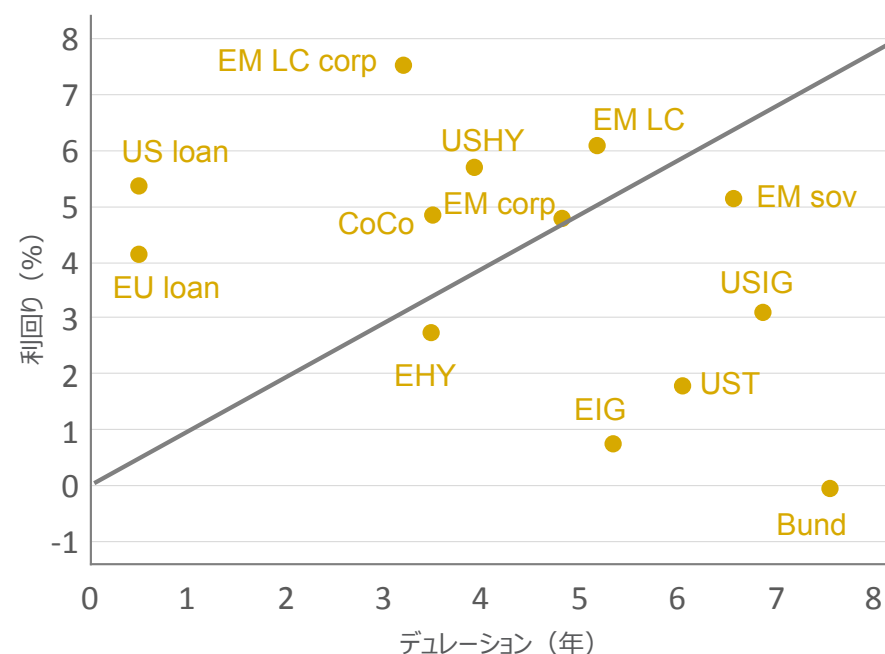
デュレーションより高い利回りの資産を追求

- 低金利の結果として、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。
- アクティブの債券運用戦略は、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期待できます。
- 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するとみています。
- 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。

ベンチマークに追従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8月21日

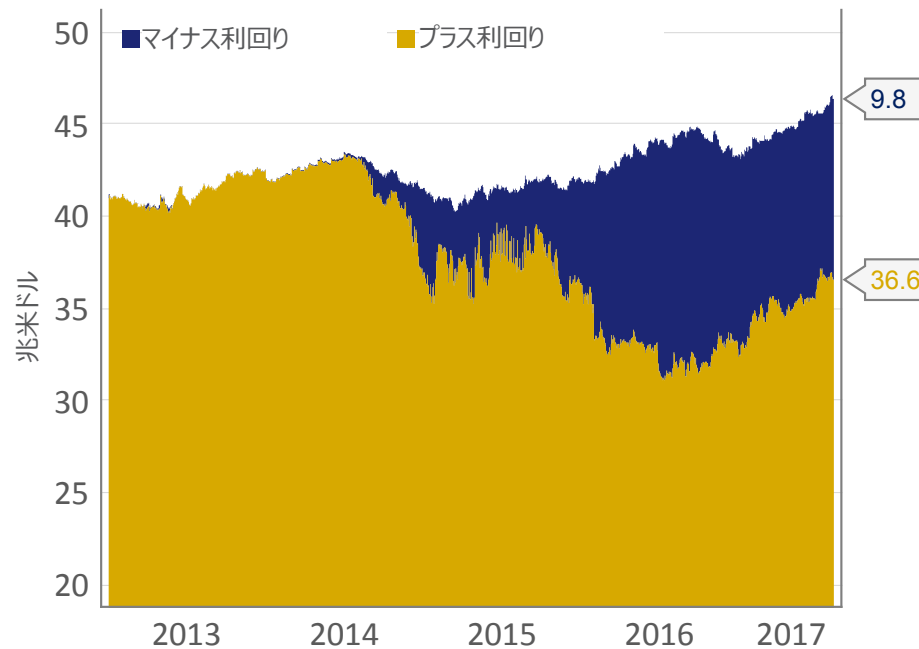
注:右図、2017年8月18日

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)

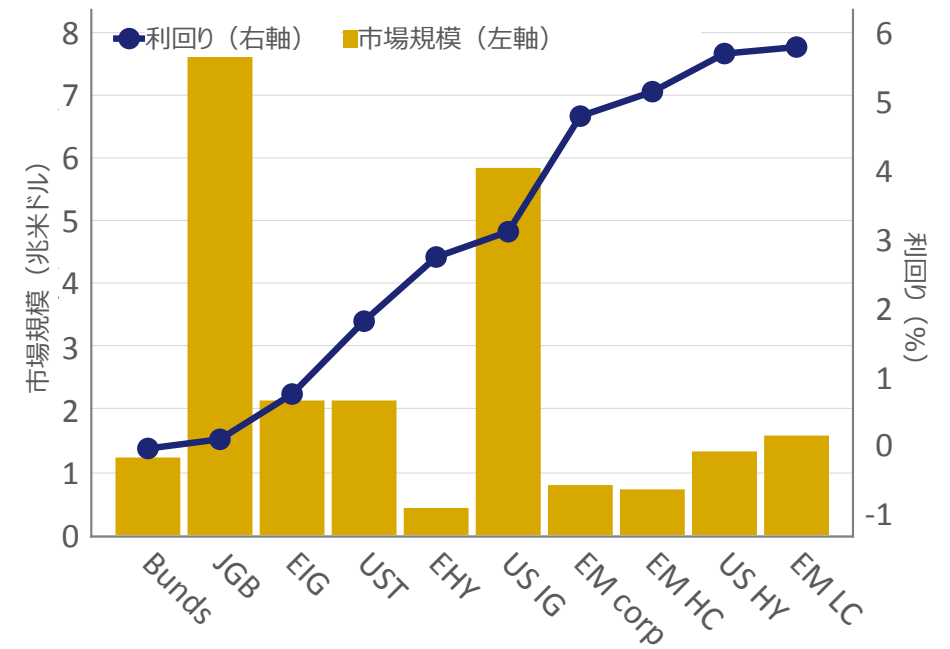
利回りの追求

- 欧州及び日本では、マイナス利回りとなっている国債及び社債がおよそ10兆米ドルに上ります。
- 保険会社及び年金基金はエマージング債、クレジット債、高配当利回り株式、不動産など、あらゆる資産において利回りを追い求めています。
- 欧州及び日本の投資家は、米国投資適格債をはじめとする流動性の高い社債やエマージング債などの中で、相対的に安全なインカム収入を得ようとしていられると思います。
- 利回りの追求はグローバル資産で見られており、そこには多くのリスクがあることから、アクティブ運用が求められると考えています。

マイナス利回りの資産（兆米ドル）



市場規模と利回り



背景

- グローバル及び欧州金融危機の痛手から、欧州銀行システムは復活の兆しがみられます。
- 監視の強化、銀行セクターを大掃除しようという政治的な意思、資本増強及び流動性のバッファー、コアな事業に注力しようという銀行の経営陣の姿勢、といったことから、欧州銀行の見通しは改善しているとみています。
- 超緩和的な金融政策からの脱却は銀行の収益性の改善につながると考えられます。
- 資本に対する融資コストの上昇によって、特に中小企業への銀行からの貸し出しは、制約を受けています。

投資における影響

- 銀行の非中核資産やディストレスト資産の処理が進んでいます。
- 規制要件の変化に対応するために、複雑な銀行の資本性商品の発行が増えています。
- 欧州銀行のシステムック・リスクは後退する一方、信用力の差は広がっています。
- 欧州銀行の仲介機能の低下は明白なトレンドとなっており、公的及び民間の金融会社が銀行の代替として、貸出先となる領域が生まれています。

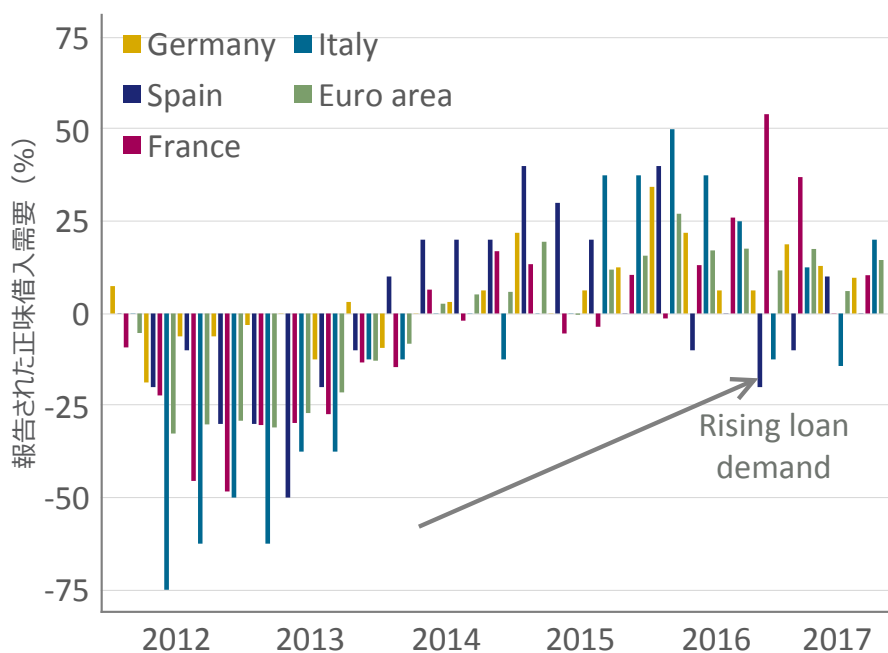
適したブルーベイの投資戦略

- **イベント・ドリブン・クレジット戦略**
流動性のあるストレス及びディストレスト債、スペシャル・シチュエーションへの投資機会を活用する戦略
- **金融ハイブリッド債戦略**
比較的新しく複雑な資産クラスである銀行の偶発転換社債（Coco債）に主に投資をする戦略
- **プライベート・デット戦略**
欧州の中小企業向けにシニア及び劣後ローンを提供する戦略

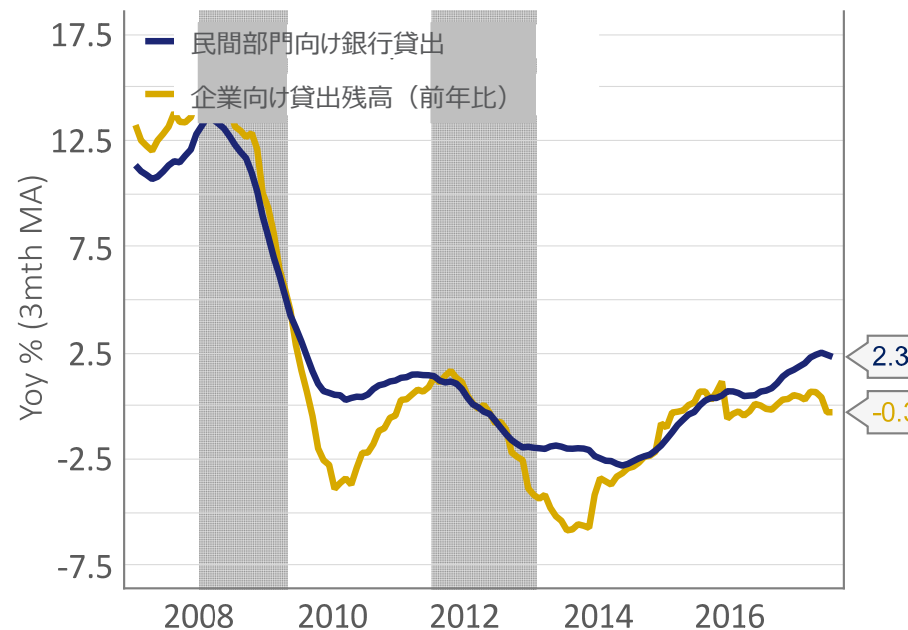
欧州銀行の金融仲介機能低下

- 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・収益不足が銀行の貸出を制約しています。
- 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長期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・レンディングといった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



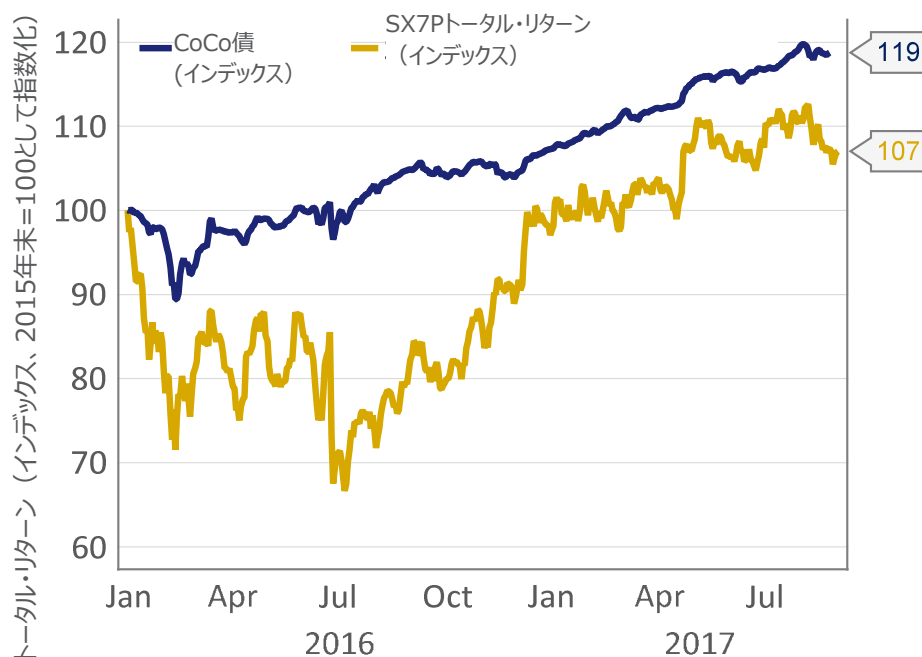
企業向けの銀行貸出



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、元本が削減または株式に転換されることがあります。
- ファンダメンタルズの改善と引き続き魅力的な価格水準が、将来の欧州銀行債のアウトパフォーマンスの下支えになると考えています。
- 経営不振のイタリアの銀行への最近の処理からも、ファンダメンタルズに基づく銘柄選択が際立って重要です。
- CoCo債は、銀行株と比べてボラティリティは低く、ハイ・イールド債（除く金融機関）と比較してスプレッドはワイドな水準にあります。

AT1と欧州銀行株のパフォーマンス比較



AT1と欧州ハイ・イールド債（除く金融機関）のスプレッド



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8月31日

出所: Barclays Capital; 2017年8月31日

投資テーマ：延長されたクレジット・サイクル

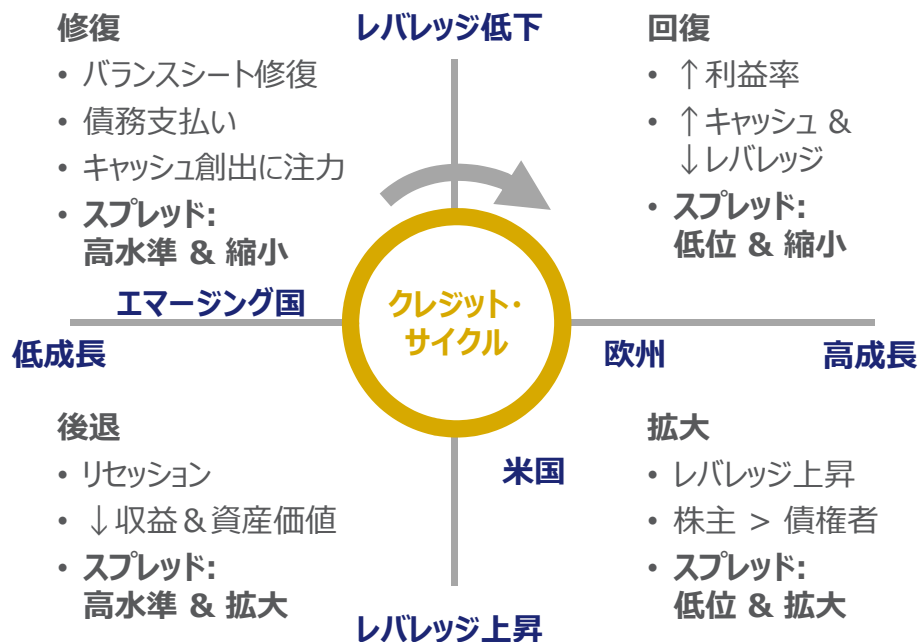


背景	投資における影響	適したブルーベイの投資戦略
<ul style="list-style-type: none">• 企業のデフォルト率は低下していますが、順調な景気回復、企業業績の改善、金融政策からの支援によって、デフォルト率は低い状況が続くことが予想されます。• 低金利及び低ボラティリティ環境は、キャリー・トレード及びスプレッド投資にとってポジティブに働くと考えられます。• 高利回りの社債は、コア国債よりも短いデュレーションでインカムを得ることが出来ます。• 過去からみると、価格水準は高いのですが、クレジット・サイクルが延長され、デフォルト率は低く、ボラティリティも低いことから、社債は魅力的なリスク・リターンをもたらす可能性があるとみています。	<ul style="list-style-type: none">• クレジット・サイクルが伸びている中で、セクターごとの差異、相対価値、イベント・ドリブン、ディストレストの投資機会が最も魅力的な投資機会をもたらすと考えています。• 欧州、米国、エマージング市場はクレジット・サイクルの異なる位置にあり、グローバル・クレジット及びマルチ・クレジット型の戦略に、より多くのアルファ獲得機会があると考えています。• 経済成長の加速とインフレ上昇によってスプレッドが縮小することから、クレジット債は通常、金利上昇下においては、伝統的な債券を上回るパフォーマンスとなります。	<ul style="list-style-type: none">• 投資適格絶対リターン戦略 金利及びクレジット・サイクルを通じて安定的なプラス・リターンを獲得することを目標とするグローバル・ダイバーシファイド型の戦略• クレジット・アルファ・ロング・ショート戦略 主に投資適格の社債及び国債、金利への投資を通じて、差別化、非対称性、ボラティリティを活用する戦略• トータル・リターン・クレジット戦略 ハイ・イールド債、転換社債、ローン、エマージング債の中からベストな投資アイデアを採用して運用を行う戦略• イベント・ドリブン・クレジット戦略 流動性のあるストレス及びディストレスト債、スペシャル・シチュエーションへの投資機会を活用する戦略

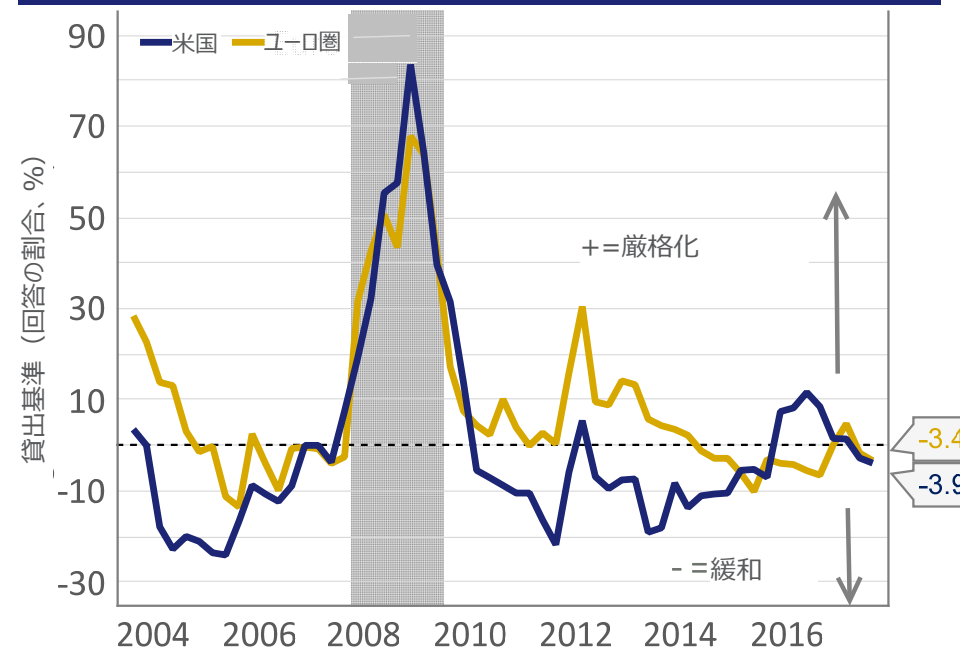
異なるクレジット・サイクル

- 経済成長率の上昇や企業の増益、銀行の貸出基準の緩和によって、クレジット・サイクルは一般的に長期化します。
- 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ないとみています。
- 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たとみています。
- グローバルの投資戦略は、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を狙います。

グローバル・クレジット・サイクル



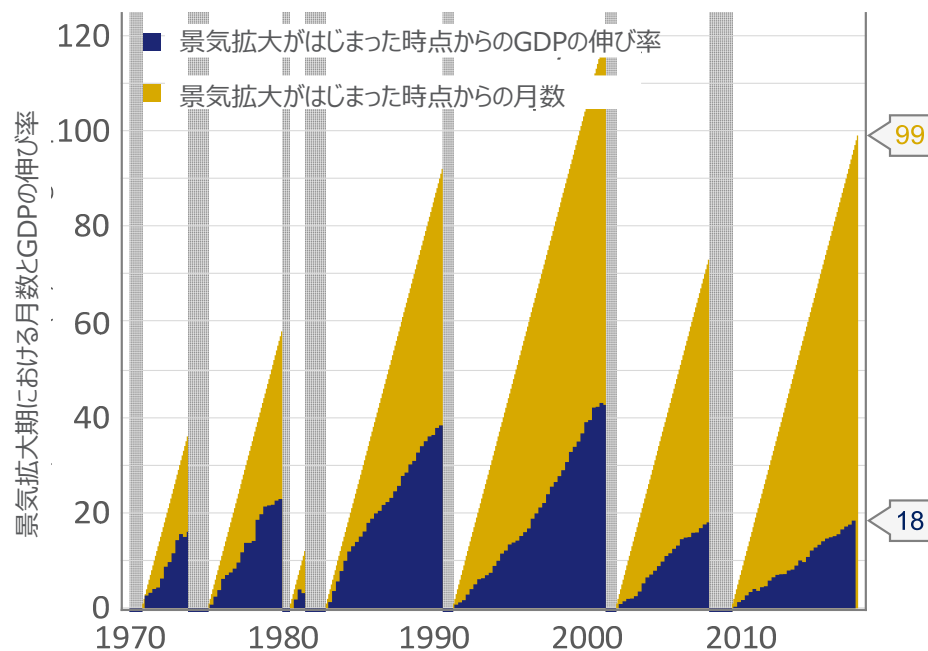
銀行の企業向け貸出基準



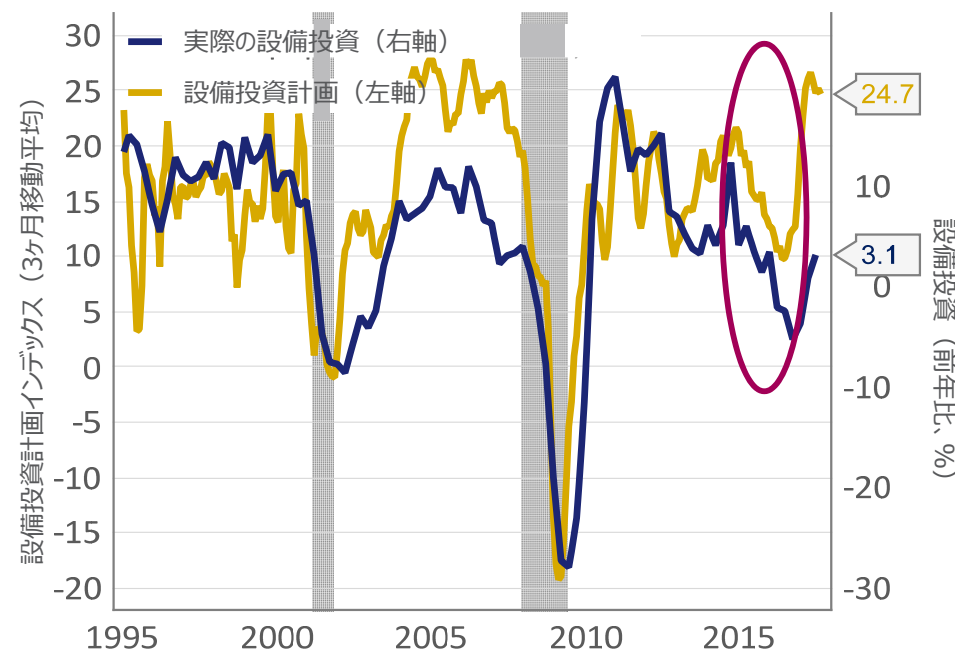
米国はそれほどサイクルの後期にはない

- 企業業績とセンチメントの回復と原油価格の安定が、設備投資の増加につながっているとみています。
- 長期に亘るものの、それほど強くない経済成長と、金融面での不均衡がみられていないこと、システム的に積み上がったレバレッジがないことを考えると、クレジット・サイクルは後期よりも中期にあることを示していると思われます。
- 米国の景気後退リスクは低く、現在の景気拡大とクレジット・サイクルは少なくともあと数年続くと考えられます。
- ゆっくりとしたリフレーションは、経済成長への感応度が高い株式やクレジット債といったリスク資産にとってはポジティブに働き、投資適格債や米国債にとってはネガティブに働きます。

景気拡大期間の月数とGDPの伸び率



設備投資計画の変化



注: 網掛け部分はNBERによる米国の景気後退期
出所: Macrobond; BlueBay calculations; 2017年6月

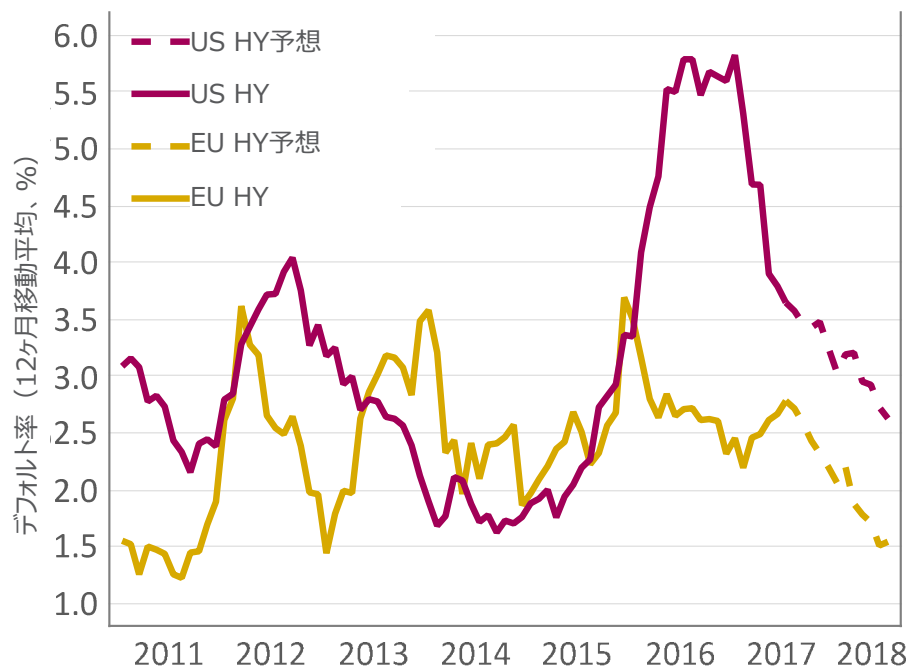
注: 設備投資計画は、フィラデルフィア、リッチモンド、ニューヨーク、カンザス、テキサス連銀が発表する企業サーベイと今後6ヶ月間の設備投資の増加予想を単純平均したもの。実際の設備投資は、実質（インフレ調整済み）非居住用固定設備投資。網掛け部分はNBERによる米国の景気後退期。
出所: Macrobond; BlueBay calculations; 2017年8月

企業のデフォルト率は低下

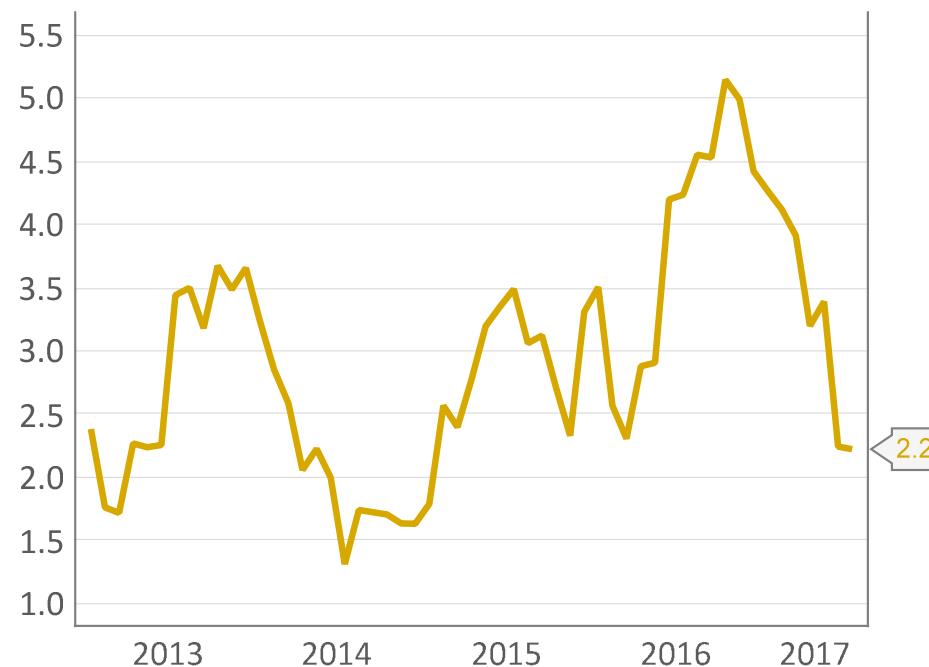


- 世界的なリフレやコモディティ価格の上昇、企業の増益は、ハイ・イールド債のファンダメンタルズの改善、デフォルト・リスクの低下を支えています。
- 米国ハイ・イールド債のデフォルト率は、エネルギー銘柄のデフォルト率が低下するため、2016年の6%程度から、2017年には約4%に低下すると予想されます。
- 欧州ハイ・イールド債のデフォルト率は、2%程度で安定しています（BofAML EUハイ・イールド指数では1%未満）。
- エマージング市場社債の信用格付けは安定しており、デフォルト率はピークを過ぎています。ブルーベイでは、エマージング市場ハイ・イールド債の2017年のデフォルト率を1%～2%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

先進国のハイ・イールド債のデフォルト率は低下



エマージング社債のデフォルト率 (%)



注: ムーディーズによる12ヶ月移動平均デフォルト率とベース・ケースのデフォルト率予想
出所: Moody's; 2017年4月

注: BoAML US High Yield Emerging Markets Corporate Plus index (EMUH)の12ヶ月移動平均デフォルト率
出所: BoAML; 2017年7月

投資テーマ：エマージング市場の投資価値

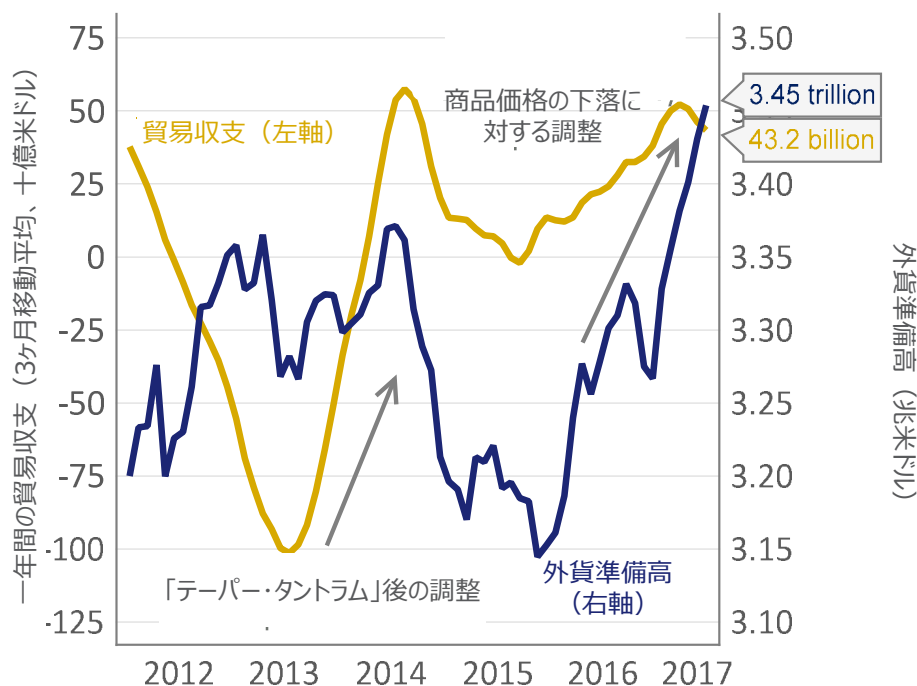


背景	投資における影響	適した投資戦略
<ul style="list-style-type: none">エマージング市場は、グローバルに足並みの揃った経済活動及び貿易の回復による恩恵を受けています。エマージング諸国と先進国の経済成長ギャップは広がっています。経済及び信用力のファンダメンタルズの改善によって、米国の金利上昇及び商品価格下落に対して、より強い耐性が備わっています。グローバルな投資家は、過去の投資配分と比較して、エマージング資産をアンダーウェイトしている状況にあります。エマージング資産の価格水準は先進国資産の価格水準と比較して魅力的であるとみられています。	<ul style="list-style-type: none">グローバルな経済回復がみられる局面において、エマージング資産は先進国資産をアウトパフォームする傾向がみられます。企業業績の改善と内需の伸びは、企業のデフォルト率低下とソブリンの信用力の向上につながっています。エマージング現地通貨建て国債及び社債の実質及び名目金利は、先進国の債券よりも高くなっています。エマージング市場における経済、政治、ファンダメンタルズの差の広がり、より多くのアルファ創出機会をもたらします。	<ul style="list-style-type: none">エマージング総合債券戦略 エマージング市場の外貨建て国債及び社債に投資を行う戦略エマージング絶対リターン戦略 エマージングの外貨建て国債及び社債、現地通貨建て債への投資を行うアンコンストレインド型の戦略エマージング社債アルファ戦略 エマージング社債のロング及びショート・ポジションを取り、相対価値、イベント・ドリブン、ディストレスト債を活用する戦略グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略 金利、通貨、エマージング諸国及び先進国のソブリン・クレジットに投資を行うアンコンストレインド型の戦略

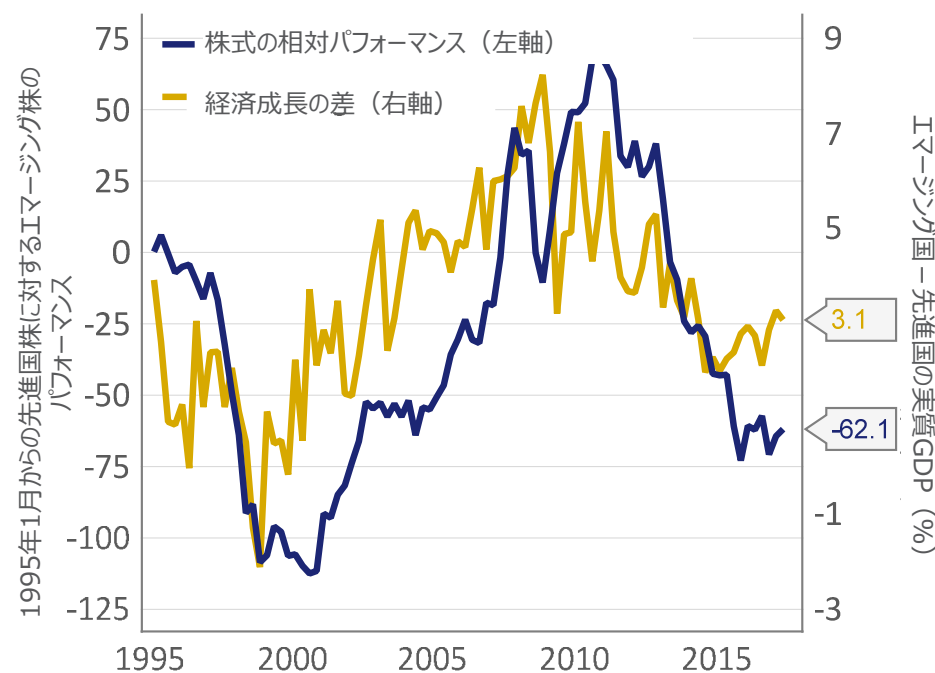
エマージング市場の回復

- エマージング市場において、2013年の「テーパー・タントラム」後の米ドルの流動性の低下と商品価格の下落に対する調整は完了したと思われます。
- エマージング市場は、「テーパー・タントラム」が繰り返された場合でも、より強い耐性を備えていると考えています。主要国の経常収支は赤字から黒字になり、資産価格は調整され、ポジションは混み合っていません。
- 人口構成上の優位性と生産力の向上が、中期的に先進国を上回る経済成長の下支えになるとみえています。
- グローバルに経済成長がみられる環境では、エマージング国と先進国の経済成長の差が広まるため、エマージング資産は通常、アウトパフォームしやすい傾向にあります。

エマージング諸国*の貿易収支と外貨準備高



経済成長の差が広まるとエマージング資産はアウトパフォーム



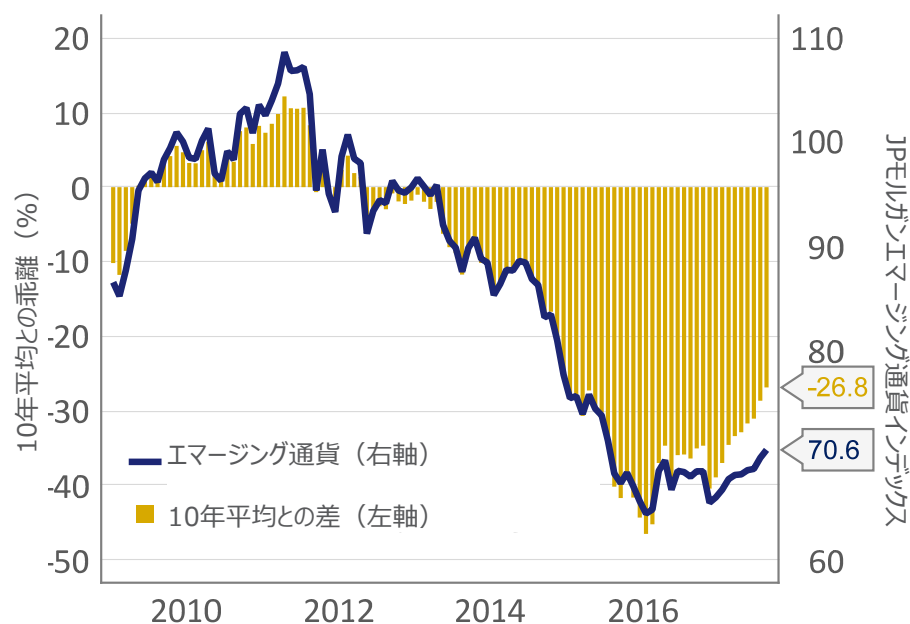
注: * アルゼンチン、ブラジル、チリ、チェコ、エジプト、ハンガリー、インド、インドネシア、マレーシア、メキシコ、ペルー、フィリピン、ポーランド、ルーマニア、ロシア、コロンビア、スロバキア、南アフリカ、台湾、トルコ出所: Macrobond; BlueBay calculations; 2017年6月

注: 青線は1995年1月以降のMSCI Emerging Marketsと Developed Markets indexの相対パフォーマンスを示しています。黄線はエマージング国と先進国の実質GDP（四半期）の差を示しています。出所: Bloomberg; MSCI; BlueBay calculations; 2017年6月

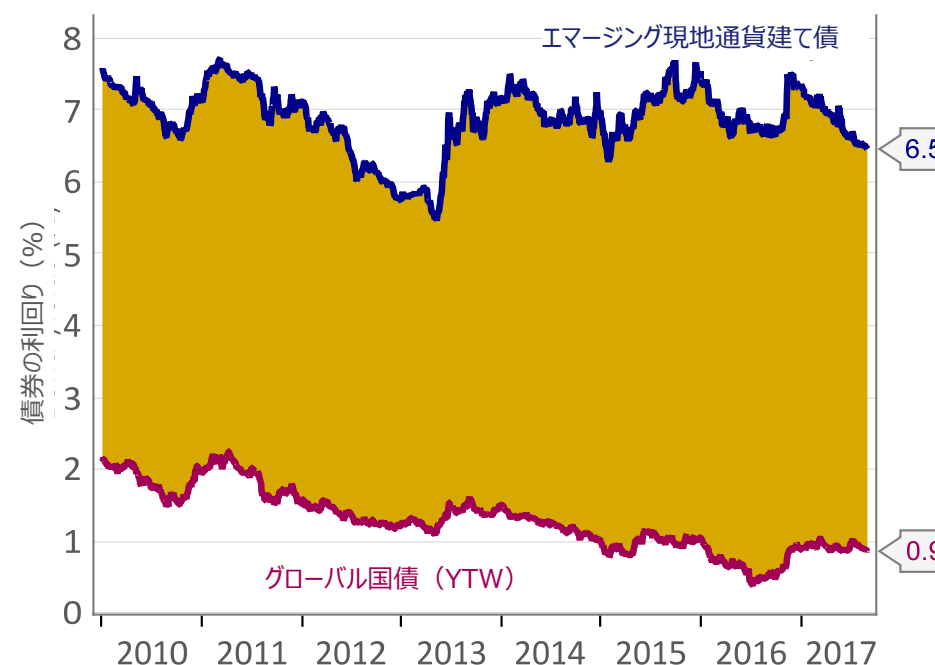
アンダーウェイトの投資家は利益を得る機会を失っている

- グローバルに投資家は、過去のポートフォリオ配分と比較して、エマージング資産をアンダーウェイトしており、このことがエマージング資産への継続的な資金流入を促していると考えられます。
- 先進国の国債及び社債とエマージング現地通貨建て債の利回りには大きな差があります。
- エマージング通貨の価格水準と利回り差は、米国金利の上昇及び米ドル高に対して十分なクッションを提供していると考えています。
- 様々な個別材料が現れてきており、アクティブ運用者にとって、アルファ創出機会や分散といった点で利益を享受できると考えています。

10年平均と比較したエマージング通貨の価格水準



先進国とエマージング現地通貨建て債の利回り差



ブルーベイのホームページでご覧いただける資料の一部

2017年		カテゴリー
8月	0824 年末に掛けての投資テーマ	エマーシング債
	0817 Q&A：ベネズエラの危機	エマーシング債
7月	0720 2017Q3 資産配分ナビゲーター	資産配分委員会
	0719 米国－クレジット・サイクル上それほど進んでおらず	資産配分委員会
	0706 用心しつつも前へ進もう	資産配分委員会
6月	0626 ポプラール・エスパニョル銀行から学んだこと	投資適格債
5月	0523 ワシントン同様に北京にも注目	資産配分委員会
	0509 シナジー効果；エマーシング外貨建て債投資への総合的アプローチ	エマーシング債
2016年		カテゴリー
12月	1212 政策のシフト－量的緩和のピーク	資産配分委員会
	1128 マクロを再び偉大にしよう; Make macro great again	投資適格債
11月	1121 強気市場の終焉か	投資適格債
	1114 不透明で予想が出来ない世界に突入	投資適格債
	1110 米大統領選挙－見事な勝利で頂点を極める	投資適格債
	1110 米大統領選挙の結果を受けて	資産配分委員会
	1108 クリントンかトランプか、問題はそれだけに留まらず	資産配分委員会
	1107 米大統領選に左右される市場心理	投資適格債
	1102 「あらゆる手段を取る」がやりすぎに	資産配分委員会
	1101 インフレが頭をもたげる	投資適格債
10月	1031 転換社債：成長への投資	転換社債

参照インデックスの詳細



BAML US High Yield Index

The BAML US High Yield Index tracks the performance of US dollar denominated below investment grade corporate debt publicly issued in the US domestic market. Qualifying securities must have a below investment grade rating (based on an average of Moody's, S&P and Fitch), at least 18 months to final maturity at the time of issuance, at least one year remaining term to final maturity as of the rebalancing date, a fixed coupon schedule and a minimum amount outstanding of \$100 million. In addition, qualifying securities must have risk exposure to countries that are members of the FX-G10, Western Europe or territories of the US and Western Europe. The FX-G10 includes all Euro members, the US, Japan, the UK, Canada, Australia, New Zealand, Switzerland, Norway and Sweden. Original issue zero coupon bonds, 144a securities (both with and without registration rights), and pay-in-kind securities (including toggle notes) are included in the index. Callable perpetual securities are included provided they are at least one year from the first call date. Fixed-to-floating rate securities are included provided they are callable within the fixed rate period and are at least one year from the last call prior to the date the bond transitions from a fixed to a floating rate security. Contingent capital securities ("cocos") are excluded, but capital securities where conversion can be mandated by a regulatory authority, but which have no specified trigger, are included. Other hybrid capital securities, such as those legacy issues that potentially convert into preference shares, those with both cumulative and non-cumulative coupon deferral provisions, and those with alternative coupon satisfaction mechanisms, are also included in the index. Securities issued or marketed primarily to retail investors, equity-linked securities, securities in legal default, hybrid securitized corporates, eurodollar bonds (USD securities not issued in the US domestic market), taxable and tax-exempt US municipal securities and DRD-eligible securities are excluded from the index. Index constituents are capitalization-weighted based on their current amount outstanding times the market price plus accrued interest. Accrued interest is calculated assuming next-day settlement. Cash flows from bond payments that are received during the month are retained in the index until the end of the month and then are removed as part of the rebalancing. Cash does not earn any reinvestment income while it is held in the index.

BAML European Currency High Yield Constrained Excluding Subordinated Financials Index

The index contains all securities in the BofA Merrill Lynch European Currency High Yield Index excluding subordinated securities of financial issuers, but caps issuer exposure at 3%. Index constituents are capitalization-weighted, based on their current amount outstanding, provided the total allocation to an individual issuer does not exceed 3%. Issuers that exceed the limit are reduced to 3% and the face value of each of their bonds is adjusted on a pro-rata basis. Similarly, the face values of bonds of all other issuers that fall below the 3% cap are increased on a pro-rata basis. In the event there are fewer than 34 issuers in the Index, each is equally weighted and the face values of their respective bonds are increased or decreased on a pro-rata basis.

BAML US Corporate Index

The BofA Merrill Lynch US Corporate Index tracks the performance of US dollar denominated investment grade corporate debt publicly issued in the US domestic market. Qualifying securities must have an investment grade rating (based on an average of Moody's, S&P and Fitch), at least 18 months to final maturity at the time of issuance, at least one year remaining term to final maturity as of the rebalancing date, a fixed coupon schedule and a minimum amount outstanding of \$250 million. Original issue zero coupon bonds, 144a securities (with and without registration rights), and pay-in-kind securities (including toggle notes) are included in the index. Callable perpetual securities are included provided they are at least one year from the first call date. Fixed-to-floating rate securities are included provided they are callable within the fixed rate period and are at least one year from the last call prior to the date the bond transitions from a fixed to a floating rate security. Contingent capital securities ("cocos") are excluded, but capital securities where conversion can be mandated by a regulatory authority, but which have no specified trigger, are included. Other hybrid capital securities, such as those legacy issues that potentially convert into preference shares, those with both cumulative and non-cumulative coupon deferral provisions, and those with alternative coupon satisfaction mechanisms, are also included in the index. Equity-linked securities, securities in legal default, hybrid securitized corporates, eurodollar bonds (USD securities not issued in the US dom

参照インデックスの詳細



BAML Contingent Capital Index HR USD

The BofA Merrill Lynch Contingent Capital Index tracks the performance of investment grade and below investment grade contingent capital debt publicly issued in the major domestic and eurobond markets. Qualifying securities must have a capital-dependent conversion feature and must be rated by either Moody's, S&P or Fitch. In addition, qualifying securities must have at least one month remaining term to final maturity and at least 18 months to maturity at point of issuance. Eurodollar bonds (USD bonds not issued in the US domestic market) and 144a securities (both with and without registration rights) qualify for inclusion in the Index. Floating rate notes, original issue zero coupon bonds and pay-in-kind securities, including toggle notes, also qualify for inclusion. Callable perpetual securities qualify provided they are at least one month from the first call date. Securitized, DRD-eligible and legally defaulted securities are excluded from the index. Capital securities where conversion can be mandated by a regulatory authority, but which have no specified trigger, are excluded. For investment grade debt, qualifying currencies and their respective minimum size requirements (in local currency terms) are: AUD 100 million; CAD 100 million; EUR 250 million; JPY 20 billion; GBP 100 million; and USD 250 million. For below investment grade debt, qualifying currencies and their respective minimum size requirements (in local currency terms) are CAD 100 million, EUR 100 million (euro equivalent for legacy currency securities), GBP 50 million, or USD 100 million. Index constituents are capitalization-weighted based on their current amount outstanding times the market price plus accrued interest. Accrued interest is calculated assuming next-day settlement. Cash flows from bond payments that are received during the month are retained in the index until the end of the month and then are removed as part of the rebalancing. Cash does not earn any reinvestment income while it is held in the index. Information concerning constituent bond prices, timing and conventions is provided in the BofA Merrill Lynch Bond Index Guide, which can be accessed on Bloomberg (IND2[go], 4[go]), or by sending a request to mlindex@ml.com. The index is rebalanced on the last calendar day of the month, based on information available up to and including the third business day before the last business day of the month. No changes are made to constituent holdings other than on month end rebalancing dates.

BAML European Corporate Bond Index

The BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index tracks the performance of EUR denominated investment grade corporate debt publicly issued in the eurobond or Euro member domestic markets. Qualifying securities must have an investment grade rating (based on an average of Moody's, S&P and Fitch) and at least 18 months to final maturity at the time of issuance. In addition, qualifying securities must have at least one year remaining term to final maturity, a fixed coupon schedule and a minimum amount outstanding of EUR 250 million. Original issue zero coupon securities and pay-in-kind securities, including toggle notes, qualify for inclusion in the Index. Callable perpetual securities qualify provided they are at least one year from the first call date. Fixed-to-floating rate securities also qualify provided they are callable within the fixed rate period and are at least one year from the last call prior to the date the bond transitions from a fixed to a floating rate security. Contingent capital securities ("cocos") are excluded, but capital securities where conversion can be mandated by a regulatory authority, but which have no specified trigger, are included. Other hybrid capital securities, such as those legacy issues that potentially convert into preference shares, those with both cumulative and non-cumulative coupon deferral provisions, and those with alternative coupon satisfaction mechanisms, are also included in the index. Euro legacy currency, equity-linked and securities in legal default are excluded from the index. Securities issued or marketed primarily to retail investors do not qualify for inclusion in the index. Index constituents are capitalization-weighted based on their current amount outstanding times the market price plus accrued interest. Accrued interest is calculated assuming next-day settlement. Cash flows from bond payments that are received during the month are retained in the index until the end of the month and then are removed as part of the rebalancing. Cash does not earn any reinvestment income while it is held in the index.

BAML German Government Index (G0D0)

The BofA Merrill Lynch German Government Index tracks the performance of EUR denominated sovereign debt publicly issued by the German government in the German domestic or eurobond market. Qualifying securities must have at least 18 months to maturity at point of issuance, at least one year remaining term to final maturity, a fixed coupon schedule and a minimum amount outstanding of EUR 1 billion.

BAML Diversified Local Emerging Markets Non-Sovereign Index (LOCL)

The BofA Merrill Lynch Diversified Local Emerging Markets Non-Sovereign Index tracks the performance of local currency emerging markets non-sovereign debt publicly issued in the international markets. The index includes corporate and quasi-government debt, but excludes sovereign, central bank and supranational debt. Individual securities of qualifying issuers must be denominated in a qualifying emerging market currency, must settle on Euroclear, must have at least 18 months to maturity at the time of issuance and at least one month remaining term to final maturity as of the rebalancing date, a fixed coupon and a readily available, transparent price source. The inception date of the index is December 31, 2012.

参照インデックスの詳細



BAML High Yield US Emerging Markets Corporate Plus Index (EMUH)

The BofA Merrill Lynch High Yield US Emerging Markets Corporate Plus Index tracks the performance of US dollar denominated below investment grade emerging markets corporate debt publicly issued in the US domestic or Eurobond market. Qualifying securities must have a below investment grade rating (based on an average of Moody's, S&P and Fitch). In addition, qualifying securities must have at least one year remaining term to final maturity, at least 18 months to final maturity at point of issuance, a fixed coupon schedule and a minimum amount outstanding of \$100 million.

BAML US Treasury & Agency Index (G0A0)

The BofA Merrill Lynch US Treasury & Agency Index tracks the performance of US dollar denominated US Treasury and non-subordinated US agency debt issued in the US domestic market. Qualifying securities must have an investment grade rating (based on an average of Moody's, S&P and Fitch). In addition, qualifying securities must have at least one year remaining term to final maturity, at least 18 months to maturity at time of issuance, a fixed coupon schedule and a minimum amount outstanding of \$1 billion for sovereigns and \$250 million for agencies. "Global" securities (debt issued simultaneously in the eurobond and US domestic markets) and 144a securities qualify for inclusion in the Index.

Thomson Reuters Global Focus Convertible Bond Index

The index is derived from the Global Convertible Index (defining the liquid CB universe using size and liquidity criteria). Focus Indices select larger balanced CBs which meet monthly price and premium tests. The Thomson Reuters Global Focus Convertible Bond Index (USD) has no restrictions on credit rating, excludes mandatory CBs, and is unhedged.

S&P 500 Index

Standard and Poor's 500 Index is a capitalization-weighted index of 500 stocks. The index is designed to measure performance of the broad domestic economy through changes in the aggregate market value of 500 stocks representing all major industries. The index was developed with a base level of 10 for the 1941-43 base period.

MSCI All Country World Equity Index

MSCI ACWI captures large and mid cap representation across 23 Developed Markets (DM) and 23 Emerging Markets (EM) countries. With 2,480 constituents, the index covers approximately 85% of the global investable equity opportunity set. The index is based on the MSCI Global Investable Market Indexes (GIMI) Methodology—a comprehensive and consistent approach to index construction that allows for meaningful global views and cross regional comparisons across all market capitalization size, sector and style segments and combinations. This methodology aims to provide exhaustive coverage of the relevant investment opportunity set with a strong emphasis on index liquidity, investability and replicability. The index is reviewed quarterly—in February, May, August and November—with the objective of reflecting change in the underlying equity markets in a timely manner, while limiting undue index turnover. During the May and November semi-annual index reviews, the index is rebalanced and the large and mid capitalization cutoff points are recalculated.

MSCI Emerging Markets Index

The MSCI EM (Emerging Markets) Index is a free-float weighted equity index that captures large and mid-cap representation across Emerging Markets (EM) countries. The index covers approximately 85% of the free-float adjusted market capitalization in each country.

Euro Stoxx50

Euro Stoxx 50 index is Europe's leading blue-chip index for the Eurozone. The index covers the stocks of 50 blue-chip sector leaders from twelve Eurozone countries.

参照インデックスの詳細



JP Morgan EMBI Global Index

The Emerging Market Bond Index Global Diversified (EMBI Global Diversified) is a uniquely weighted USD-denominated emerging markets sovereign index. It has a distinct distribution scheme which allows a more even distribution of weights among the countries in the index. The EMBI Global Diversified has the same instrument composition as the market-cap-weighted EMBI Global. The EMBI Global Diversified has become the most widely followed benchmark in its class. (AUM \$242bn as of December 2014). The index was launched in July 1999 with daily historical index levels and statistics back filled to Dec 1993.

JP Morgan Corporate Emerging Market Bond Diversified Index USD unhedged

The JP Morgan Corporate Emerging Market Bond Diversified Index USD unhedged is a market capitalization weighted, liquid global benchmark for US-dollar corporate emerging market bonds representing Asia, Latin America, Europe and the Middle East/Africa. The index defines emerging market countries with a combination of World-Bank-defined per capita income brackets and relevant OECD status. These two criteria allow it to include a broader list of countries that international investors may consider as part of the emerging markets universe. The CEMBI Diversified is geared toward managers who face limitations on the amount of portfolio exposure they can take to individual issuers/countries. The CEMBI Diversified results in well-distributed, more balanced weightings for countries included in the index. The benchmark data is sourced from the index provider.

JP Morgan EMBI Global Diversified Index

This index currently includes USD denominated Brady bonds, Eurobonds and traded loans issued by sovereign and quasi-sovereign entities. It is a market-capitalization-weighted index and provides a more evenly distributed weighting among the countries. It defines emerging markets countries with a combination of World-Bank-defined per capita income brackets and each country's debt-restructuring history. This allows the index to include a number of higher rated countries that international investors have nevertheless considered part of the emerging markets universe.

JP Morgan Government Bond Emerging Market Global Diversified Index (GBI-EM Global Diversified)

The Government Bond Emerging Market Index (GBI-EM) series, launched in June 2005, the first comprehensive global emerging markets index of local government bond debt. The GBI-EM Global Diversified version is the most popular amongst the six versions largely due to its diversification weighting scheme and country coverage. It is the most widely used, with \$191bn in assets-under-management benchmarked as of December 2014.

JP Morgan Corporate Emerging Market Broad Diversified High Yield Index (CEMBI BD HY)

JP Morgan Corporate Emerging Market Broad Diversified High Yield Index (CEMBI BD HY) is a subset of the JP Morgan Corporate Emerging Market Broad Diversified Index (CEMBI BD) which focuses on the Emerging Market Corporate High Yield

JP Morgan Corporate EMBI Diversified HY

The index is a market capitalization weighted, liquid global benchmark for US-dollar corporate emerging market bonds representing Asia, Latin America, Europe and the Middle East/Africa. The corporate bonds within the index must be rated high yield by either rating agencies S&P or Moody's. The index defines emerging market countries with a combination of World-Bank-defined per capita income brackets and relevant OECD status. These two criteria allow it to include a broader list of countries that international investors may consider as part of the emerging markets universe. The CEMBI Diversified is geared toward managers who face limitations on the amount of portfolio exposure they can take to individual issuers/countries. The CEMBI Diversified results in well-distributed, more balanced weightings for countries included in the index. The benchmark data is sourced from the index provider.

参照インデックスの詳細



JP Morgan Leveraged Loan Index (LILI)

The J.P. Morgan Leveraged Loan Index is designed to mirror the investable universe of USD institutional leveraged loans, including US and international borrowers. Loans must be \$200mn or greater at issue and have a current amount outstanding of \$100mn or greater to be included in the index. Only institutional term loans and fully funded delayed draw term loans are eligible for inclusion in the index. Revolvers, Term Loan A's, Mezzanine loans, Letters of Credit, Bridge loans, and Second and Third lien term loans are excluded.

JP Morgan European Leveraged Loan Index (JELI)

The J.P. Morgan European Leveraged Loan Index is designed to mirror the investable universe of the institutional European currency leveraged loan market, including only those loans which are Euro or Sterling denominated. Loans must have a current amount outstanding of 50mn or greater in local currency to be included in the index. Only institutional term loans, including second- and third-lien loans, and fully funded delayed draw term loans are eligible for inclusion in the index. Revolvers, Term Loan A's, Mezzanine loans, Letters of Credit, and Bridge loans are excluded.

JP Morgan CEMBI Diversified (CEMBI Div)

The JP Morgan CEMBI Diversified is an index of US-dollar denominated debt instruments issued by corporate entities in emerging market countries. Eligible securities must have at least 37 months to maturity and new securities must have at least 5 years to maturity to enter the index. The legal jurisdiction of securities must be a G7 country; Euroclearable or settled through another institution outside issuing country. The minimum face value of bonds is US\$500mn.

JP Morgan CEMBI Diversified High Grade index (EM IG)

A rating sub-index of the CEMBI diversified whereby debt instruments must have an investment grade rating from two of three rating agencies amongst Moody's, S&P and Fitch. If rated by only two agencies instead of three, the lower of the two ratings must be investment grade.

JP Morgan CEMBI Diversified High Yield index (EM HY)

A rating sub-index of the CEMBI diversified whereby debt instruments must have a sub-investment grade ('high yield') rating from two of three rating agencies amongst Moody's, S&P and Fitch. If rated by only two agencies instead of three, the lower of the two ratings must be sub-investment grade.

JP Morgan GBI-EM Global Diversified index (EM LC)

The GBI-EM Global Diversified index consists of regularly traded, liquid fixed-rate, domestic currency bonds issued by emerging market governments to which international investors can gain exposure.

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ます、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断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務に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。 エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：年率1.05%（税抜き）、ハイ・イールド債／ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）、投資適格債戦略：年率 0.45%（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1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）、転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）、オルタナティブ戦略：年率2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）、マルチクレジット戦略：年率 0.80%（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くか、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十分にお読み下さい。

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。