



BlueBay

Asset Management

過渡期

2018年の見通し

## はじめに

こうした翌年の見通しをまとめた資料を作成し始めて三年目となります。この資料はブルーベイの投資プロフェッショナルによる専門能力と経験に基づいて作成していますが、投資家の皆様のために投資を行っているブルーベイの運用チームが直接出す見方と、ベンチマーク（もしくはベータ）の見方やリターン予想が少し異なる点があるかもしれませんが、ご容赦ください。

ブルーベイで運用する様々な戦略において反映されている全体的な投資テーマは、2018年も続くものと考えています。それは、欧州銀行セクターの回復と銀行離れ、過去比で割高なバリュエーションと低デフォルト率が特徴のクレジット・サイクルの拡大延長、エマージング市場経済と資産の継続的な回復、といったものです。

経済成長は予想を上回る一方、インフレ率が下振れしたことで、中央銀行がゆっくりと政策の正常化に向かうことができた、いわゆる「ゴルドロック」的な投資環境の全盛期は過ぎ去ったと考えています。2018年については、インフレ率は予想外に上昇する可能性の方が高くなる一方、経済成長は引き続き堅調な一年になるとみており、量的緩和政策後の金融投資環境への移行が加速するかもしれません。金融市場のボラティリティは高まり、資産と銘柄間の差異が広まるなかで、アクティブ運用を行う投資家は、個別リスクのファンダメンタルズ分析からのアルファで、量的緩和によって小さくなったベータ・リターンを補なえる良い立ち位置にいると考えています。

ブルーベイは、投資家の皆様が直面する困難を手助けできるよう努めて参ります。この2018年の見通しが少しでもお役に立てば幸いです。

**デビット・ライリー**  
クレジット戦略ヘッド



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

# 概観：過渡期

## 概観

改善を続けるファンダメンタルズと利回りへの需要により、経済成長への感応度が高い資産クラスの2018年のリターンは一桁台後半になると予想しています。それとは対照的に、コア債券のリターンは2013年以来初めてマイナスになるとみています。

グローバル経済の成長は引き続き堅調に推移するとみているものの、上振れする可能性は低い一方で、インフレ率は予想以上に上昇する可能性が高くなっていると考えています。失業率の低下とインフレ率の上昇は、量的緩和政策後の金融投資環境への移行を加速するかもしれません。

2018年の金融市場のボラティリティは高まり、個別リスク及び資産間の差異は大きくなるとみています。

クレジット・サイクルの長期化、欧州銀行の回復、エマージング市場の反発は2018年も続くと考えています。2018年は量的緩和終了後の時代へ過渡期にある重要な一年になると考えています。

## サマリー

- **過渡期**：グローバル経済の成長が予想を上回る一方、中央銀行の予想を下回るインフレ率が重石となって、コア金利と債券利回りが低位安定した状態、いわゆる「ゴルディロックス」と呼ばれる投資環境の全盛期は過ぎ去ったと考えています。2018年はグローバル金融危機以降、金融市場を取り巻いてきた量的緩和時代から、正常化した量的緩和後の金融政策時代への転換点として重要な一年とみています。トレンドを上回る経済成長とインフレ率の上昇によって、中央銀行の異次元の緩和政策からの退出を促すと予想しています。米連邦準備制度理事会（FRB）は、2018年中に3回もしくは4回の利上げを実施し、日本銀行はゼロ%としている10年国債利回りのターゲットを緩め、欧州中央銀行（ECB）にとっては量的緩和（QE）を実施する最後の年になると考えています。
- **差別化**：グローバルなリフレは、経済成長への感応度が高いリスク資産にとってはプラスに働き、レバレッジド・ファイナンス（ハイ・イールド債）、転換社債、エマージング債は一桁台後半のリターンになるとみています。経済及びクレジットのファンダメンタルズの改善が続き、経済成長率は上昇し、デフォルト率が低下するなかで、利回りのある安全資産が不足していることが、過去の水準からみると割高な水準にあるものの、高利回りでのリスクの高い資産のリターンの下支えになると考えています。対照的に、QE終了後の世界への移行が加速するにつれ、2013年以来で初めて2018年は、コア債券、つまり伝統的な国債ベンチマークのリターンはマイナスになると予想しています。
- **バリュエーション**：企業のファンダメンタルズの改善と幅広い継続的な経済成長によって、クレジット・サイクルは長期化し、クレジットからの損失は小さな状況が続くでしょう。過去比での高い資産価格は、低金利と数年に亘るQEによってベータ・リターンが押し上げられてきたことを反映していると考えています。クレジット債は、スプレッド縮小によるわずかな上昇はあるものの、クーポン程度のリターンになるとみています。エマージング資産は相対的に割高感は弱く、エマージング諸国と先進国の経済成長の差が広がっていることから、エマージング債は一桁台後半のリターンを2018年も獲得出来るという見通しを持っています。
- **ボラティリティ**：足並みの揃った経済成長と低インフレ率、1.6兆米ドルに上る中央銀行の資産買入れによって、2017年の市場と金利のボラティリティは大きく低下しました。ここから一年は、インフレ率と金利の上昇、中央銀行の買入れ額が1兆円減額されることを考えると、市場のボラティリティが頻繁に、大きく高まる可能性が強まっています。さらに、中国が金融規制の強化とレバレッジの抑制に注力する中、2015年及び2016年にみられたような中国発のグローバル経済の成長懸念の可能性を完全に除外することは出来ないと考えています。経済成長への感応度が高いリスク資産については、主要国金利の上昇よりも高い経済成長という要素が勝ると考えていますが、概して2017年よりも市場のボラティリティは高まると予想しています。
- **マイクロ要因**：マクロ要因がQE時代にリターンを牽引し、資産クラス間の高相関と低ボラティリティによって市場が特徴付けられる中で、ベータ・リターンをターゲットとするベンチマーク型の運用が奏功しました。しかし、ポストQE時代に移行するなかで、国、セクター、発行体ごとのマイクロ要因が重要となり、個別リスクのファンダメンタルズ分析に基づく運用が日の目をみる環境になってくると考えています。

# グローバル経済：加速するも凸凹道

グローバル経済はポジティブな成長モメンタムで2018年を迎え、エマージング諸国と先進国の経済成長の差は拡大すると予想しています。

インフレ率が予想外に上昇した場合、主要金利市場のボラティリティが高まるきっかけとなるかもしれません。2017年のゴールドロックス相場よりも凸凹道を進むことになりそうではあるものの、金融環境はグローバル経済及びリスク資産を引き続き下支えとみえています。

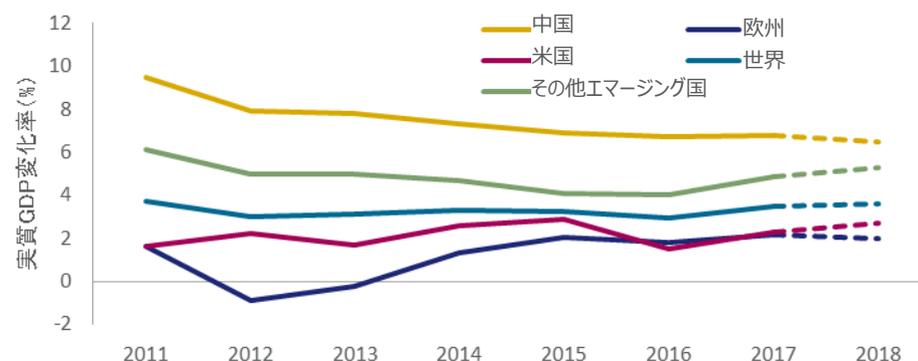
中国の経済成長が予想を大きく下回ること、貿易保護主義の高まり、地政学的リスク、といったものがポジティブなグローバル経済の成長見通しへのダウンスайд・リスクになるとみえています。

- 加速**：2010年以降で、最も堅調でグローバルに足並みの揃った経済成長は、国際的な貿易と民間投資の増加によってポジティブな波及効果をもたらしています。米国の経済成長は減税による押し上げ効果がなくとも、勢いを増しています。緩和的な信用環境、低金利、グローバル経済の成長による恩恵を欧州圏は受けています。日本でも同様に、貿易及び設備投資の増加によって経済成長は押し上げられています。中国を除くエマージング諸国はこの6年間で最も高い経済成長を見せており、先進国との経済成長の差は広がっています。
- 中国に注意**：中国の緩和政策と不動産主導の経済活動の回復、商品への需要によって、2016年中旬から明白となってきたグローバル経済の成長に火がつかしました。中国は、金融規制強化とレバレッジ抑制という政策にフォーカスするという政策に移行してきています。ベースケースでは、2018年の中国の経済成長はやや鈍化し、インフレ率は上昇すると予想しています。しかし、政策の失敗や流動性の不安定な縮小、成長を脅かすような無秩序なレバレッジ解消といった潜在的なリスクが、テイル・リスクになるとみえています。
- 予想外のインフレ率**：2017年は上振れした経済成長とは対照的に、主要国のインフレ率は予想を下回りました。しかし、2017年中頃からインフレ率は上昇し始めてきました。2018年は、商品価格と中国のインフレ率の上昇、先進国の失業率の低下とアウトプット・ギャップの縮小を背景に、インフレ率は上振れる可能性の方が高くなっているとみえています。
- 凸凹道**：インフレ率の上昇によって、中央銀行はQE時代の金融政策からの脱却を促されるでしょう。全体として金融状況は、経済成長とリスク資産の下支えとなるでしょうが、インフレ率の上昇、コア金利の上昇、主要中央銀行により資産買入れペースの大幅な減速によって、2017年の「ゴールドロックス」環境よりも凸凹な道が用意されていると考えています。
- バランス**：グローバル経済の成長見通しへのリスクは概ねバランスが取れていると考えています。アップサイド・リスクは、予想を上回る設備投資、生産性の加速、米国及び欧州で経済成長を促す財政支援が実施されることでしょう。ダウンスайд・リスクは、中国の予想を上回る経済減速、保護貿易主義、地政学リスクの高まりでしょう。

## グローバルGDP及びインフレ率予想

	GDP成長率		インフレ	
	2017年末	2018年予想	2017年末	2018年予想
米国	2.3	2.7	2.1	2.4
欧州	2.1	2.0	1.5	1.5
日本	1.5	1.7	0.5	1.3
英国	1.5	1.2	2.7	2.7
中国	6.8	6.5	1.6	2.3
その他エマージング国	4.9	5.3	4.2	4.5
世界	3.5	3.6	3.2	3.6

## グローバル経済の成長率の推移



# クレジット・サイクル: 時は止まる

堅固な経済成長、企業収益の上昇、緩和的な信用状況がデフォルト率を低水準に留めるとみています。

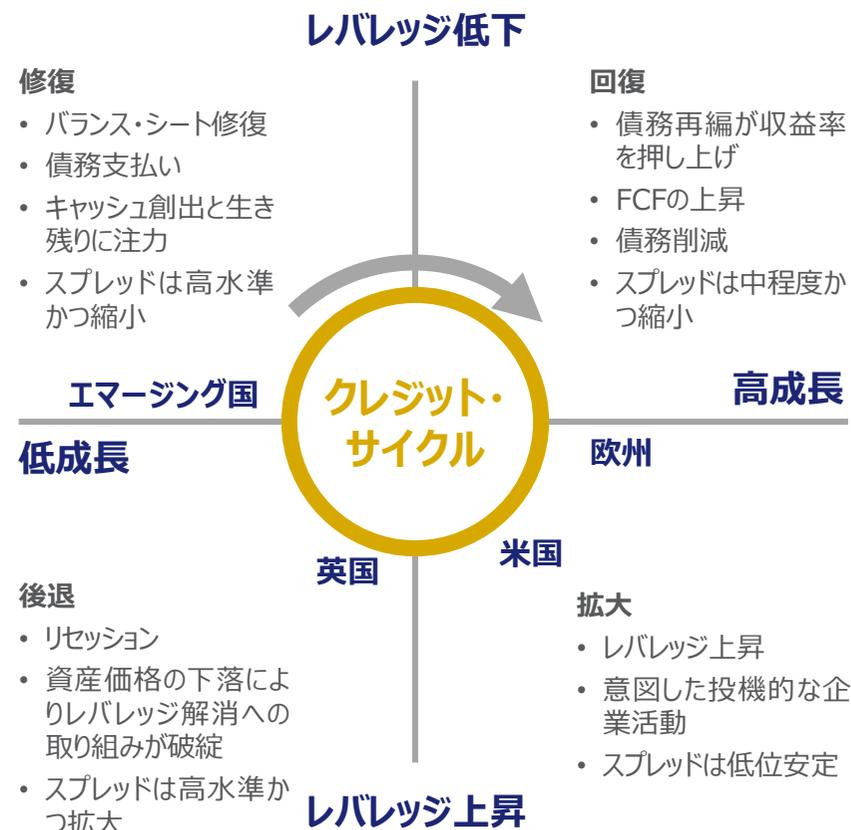
M&A、設備投資、レバレッジが増加するといった積極的な行動は、通常クレジット・サイクルの後期にみられますが、米国と欧州の双方でこうした動きは見られません。エマージング市場の企業は、引き続きバランス・シートの修復に努めています。

個別リスクは高まっており、差異の拡大と銘柄選択による超過収益獲得機会の増加につながっています。

米国企業への減税と税制改革によって、投資適格及びハイ・イールド格企業のなかで高格付けの企業が恩恵を受けると考えています。

銀行はリフレによる恩恵を受ける主セクターとなる一方で、小売セクターは構造的な変革期を迎えており、ヘルスケアや通信セクターも圧力下にあると見えています。

- リフレによるクレジット・サイクルの長期化**：グローバル経済の成長加速、企業収益の上昇、緩和的な金融状況によって、価格評価面と全体の債務水準への懸念があるにもかかわらず、クレジット・サイクルは拡大しています。企業のバランス・シートは改善し、デフォルト率は低下し、クレジット・サイクルは一時的に止まっています。確かに、信頼感が高まって資金調達が可能であれば、次の下落局面やクレジットによる損失を大きくする可能性があります。2018年にはこうした状況はないと考えています。
- 米国は休憩**：企業収益の改善見通しは商品セクター以外にも広がり、レバレッジは低下する一方で、インタレスト・カバレッジ・レシオは過去の標準水準を上回っています。法人税減税と利子控除の撤廃は、実施された場合、米国のクレジット・サイクルをさらに伸張するでしょう。
- 欧州は引き続きレバレッジ解消**：欧州企業は引き続き負債を減らしています。アグレッシブな経営戦略の兆しはまだなく、デフォルト率は非常に低いです。欧州のクレジット・サイクルは米国よりも約3年遅れていると考えています。2018年は、グローバル及び域内の需要は高まり、銀行の貸出基準が緩和して、企業収益や景況感が押し上げられるなかで、M&Aや設備投資が増える、クレジット・サイクルの「拡大」初期に位置すると考えています。英国企業に対する見通しは対照的で、売上が伸び悩む一方でコストは増加することから、状況は悪化すると見えています。しかし、一部の銘柄では投資チャンスがあるかもしれません。
- EM企業のファンダメンタルズは改善**：継続的なバランス・シートの修復と企業収益の改善は、エマージング国企業のファンダメンタルズの改善を支えたとみえています。しかし、アジア、特に中国は全体の改善に出遅れていると考えています。
- 金融機関を選好**：特に欧州の銀行はクレジットのファンダメンタルズの長期的改善による恩恵を引き続き受けるとみえています。



# 主要国債金利: インフレ率と政策によって上昇

堅調なグローバル経済の成長とインフレ率の上昇によって、中央銀行は量的緩和 (QE)時代の異次元の金融政策から脱却することが出来るでしょう。

2018年末のコア金利の水準は、現在市場で織り込まれているよりも高い水準になると考えています。主要国債インデックスは2013年以降で初めて、マイナス・リターンになる可能性があると考えています。

主要国金利が予想よりも上昇するリスクは、インフレ率が予想を上回った場合であると見ています。反対に、米国のビジネス・サイクルが現在考えているよりも終わりに近づいていることが明らかとなった場合、グローバルに長期金利の上昇は抑制されるかもしれません。

- トレンドを上回るグローバル経済の成長、失業率の低下とインフレ率の上昇によって、主要国の国債の利回りは上昇すると考えています。インフレ率の上昇は中央銀行が異例の政策から正常な政策に移行することを促すでしょう。FRB、ECB、日銀、イングランド銀行による資産買入れ額は、2017年の1.55兆米ドルから2018年は5,000億米ドルに減少すると予想されています。
- 米国は、2018年を完全雇用の状態で迎えるなか、実施される可能性が高い減税策は経済成長とインフレ率を押し上げると見ています。市場が織り込む2018年の利上げ回数は、1から2回ですが、ブルーベイでは3もしくは4回の利上げが実施されると予想しています。米国債のイールドカーブはベアフラット化していますが、フォワード・レートからは2018年末の10年債金利は2.5%以上になることが示唆されています (2017年12月1日時点)。
- 欧州の金利は、ECBによる資産買入れとマイナス金利によって上昇が抑制されると考えています。しかし、市場が2019年にECBは正常化に向かうという期待を強める中、年末にかけて長期債の利回りは上昇圧力が高まるとみています。
- トレンドを上回る経済成長と引き締まった労働市場から、日銀は10年債のターゲット利回りを0%から高め、資産買入れ額を縮小すると予想しています。
- イングランド銀行は、唯一「スタグフレーション」に直面しています。ターゲットを上回るインフレ率によって、イングランド銀行は最低あと1回利上げを実施せざるを得ず、英国債金利は上昇するとみています。一方、英ポンドは経済指標の悪化と政治リスクの高まりによって弱含むと考えています。
- 堅調な経済成長とインフレ率の上昇は、グローバルな金融政策が引き締め方向に移行するきっかけになるとみており、デュレーションはコア債券の逆風になると考えています。

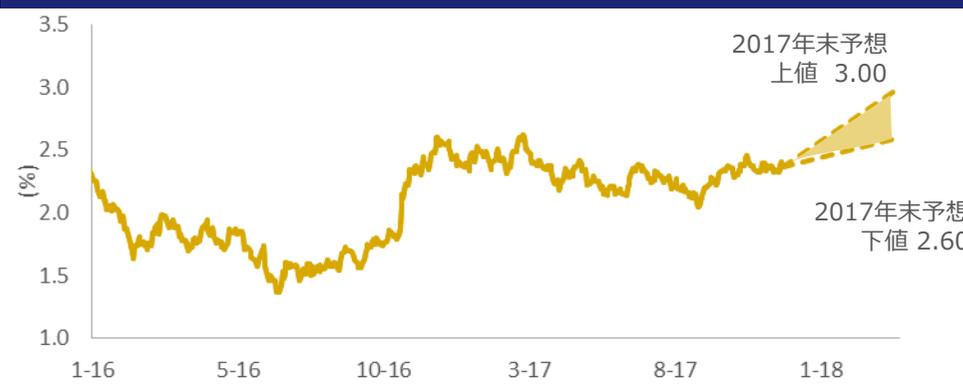
**米10年国債金利**  
2018年末の予想レンジ<sup>1</sup>: 2.6%から3.0%

- 上方リスク: 予想を上回るインフレ率の上昇
- 下方リスク: クレジット・サイクルの後期に突入したという懸念の高まり
- 米5年国債利回りのレンジ<sup>1</sup>: 2.35%から2.6%

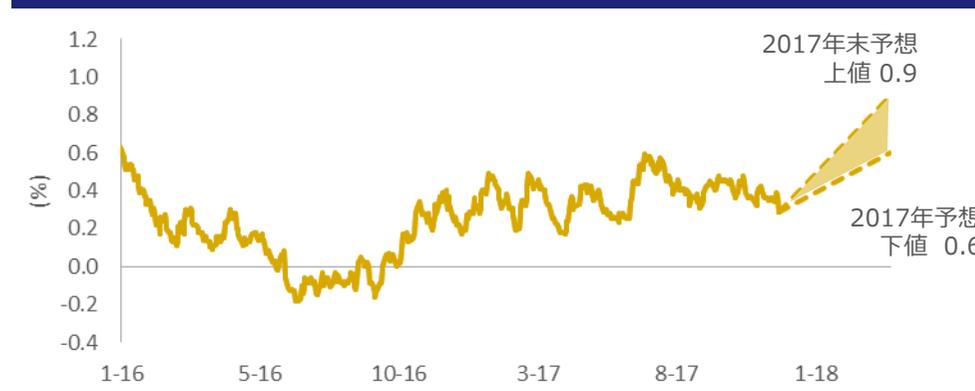
**ドイツ10年国債金利**  
2018年末の予想レンジ<sup>1</sup>: 0.6%から0.9%

- 上方リスク: ECBがタカ派に移行
- 下方リスク: 政治リスク、カントリー・リスク
- ドイツ5年国債利回りのレンジ<sup>1</sup>: マイナス0.2%からプラス0.1%

米10年国債金利及び予想レンジ<sup>1</sup>



ドイツ10年国債金利及び予想レンジ<sup>1</sup>



出所: Macrobond及びブルーベイの試算に基づく, 2017年12月1日  
1 過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# グローバル・レバレッジド・ファイナンス: クレジット・サイクルの後期が続く

グローバル・レバレッジド・ファイナンス市場への見通しは、わずかなスプレッド縮小があるものの、クーポン近辺のリターンになると予想しています。

過去比で高い価格水準ですが、利回りへの需要とデフォルト・リスクの低下によって均衡されています。

一時的なボラティリティ、個別リスクの高まりと銘柄間の差異拡大は、ベータ・リターンを得ながらアルファを創出する投資機会になると考えています。

レバレッジド・ローンは、金利上昇下において有効な投資対象になると考えています。

- 低金利によって、利回りの高い資産への投資家の需要は継続するでしょう。とりわけ、クレジットによる実現損失が小さく、市場のボラティリティが低いリフレ環境では、この傾向は強まるとみえています。過去の水準比で割高な価格水準となっているものの、スプレッドは現在のクレジット・サイクルにおいて最も縮小した水準は上回っており、デフォルト率が低下して主要国債金利が上昇する中で、さらに縮小する余地があるかもしれません。
- 税制改革は、米国のレバレッジド・ファイナンス市場において不透明感をもたらす要因になるでしょう。よりレバレッジが高い企業は、利子控除額の制限によって、恩恵を受けにくいと考えています。しかし、ほとんどの米国ハイ・イールド企業にとって現在の減税案は、ニュートラルもしくはややポジティブに影響するとみえます。レバレッジが高く低格付けの企業が最も恩恵を受け難いでしょう。
- 欧州ハイ・イールド債のファンダメンタルズは米国よりも良好でデフォルト率も低いものの、価格水準が割高であることから、更なる価格の上昇余地は限定されているとみえています。そのため、グローバルなハイ・イールド債を運用する戦略がクレジット・プレミアムを狙うには最適であると考えています。
- レバレッジド・ローンのボラティリティの低さとリスク特性（変動金利のシニア資産）は、金利が上昇してクレジット・サイクルが成熟していく中で、グローバルなレバレッジド・ファイナンス市場の投資機会の中では重要な役割を果たすと考えています。収益の回復によって新規ローン発行によるレバレッジ上昇懸念は後退し、インタレスト・カバレッジ・レシオはここ数年で最も高い水準にあります。しかし、ローンの長期的なトレンドと需要超過を反映し、コベナントによるプロテクションは損なわれきています。

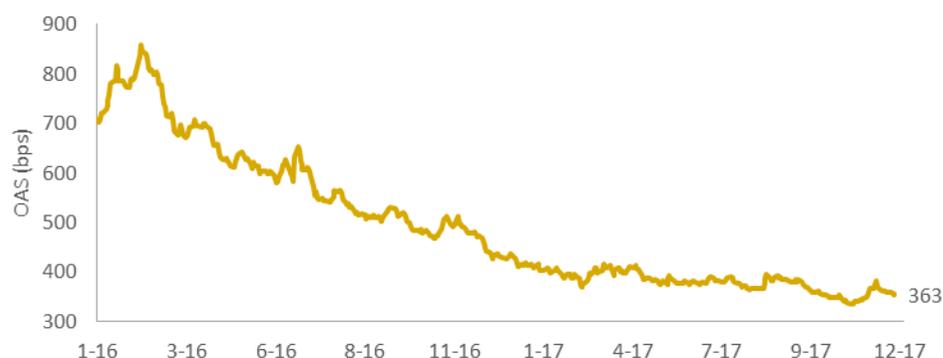
**米国ハイ・イールド債**  
12カ月の予想リターン<sup>1</sup> : 4.0%–6.0%

- 予想スプレッド<sup>1</sup>: 330–410 (直近: 363bps)
- 予想デフォルト率<sup>1</sup> : 3%
- 上方リスク: 商品価格の上昇
- 下方リスク: 米国金利の急激な上昇

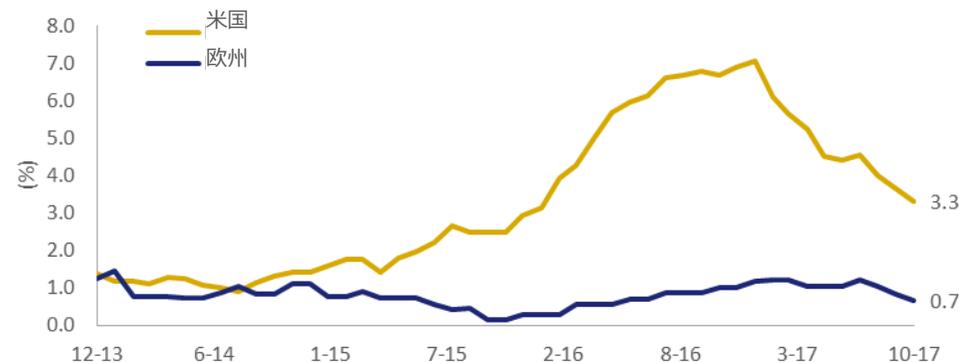
**欧州ハイ・イールド債**  
12カ月の予想リターン<sup>1</sup> : 2.0%–4.0%

- スプレッド予想<sup>1</sup>: 250–300 (直近: 291bps)
- 予想デフォルト率<sup>1</sup> : 1%
- 上方リスク: ECBが低金利を長期化
- 下方リスク: グローバル経済の成長の鈍化

グローバル・ハイ・イールド債スプレッド<sup>1</sup>



米国及び欧州ハイ・イールド債の12ヶ月移動平均デフォルト率<sup>1</sup>



出所: BAML及びブルーベイの予想に基づく, 2017年12月1日  
 グローバル・ハイ・イールド債: ICE BAML Global High Yield Index (HWOC)、米国ハイ・イールド債: ICE BAML US High Yield Index (HOA0)、欧州ハイ・イールド債: ICE BAML European Currency High Yield Index (HP00)

1 過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# 投資適格債：利回りへの需要と個別リスクの上昇

ECBによる社債買入れと米国の税制改革はクレジット債、特に投資適格債の強い下支えになると考えています。

スプレッドは現在のクレジット・サイクルにおいて最もタイトな水準近辺ですが、利回りへの需要とファンダメンタルズの改善によって、スプレッドは幾らかの縮小余地が残されているとみています。

ボラティリティは低いものの、セクター及び発行体の個別リスクはパフォーマンスを左右する大きな要因となっており、個別リスクのファンダメンタルズ分析を行うアクティブ・マネジャーにとって、有利に働くと考えています。

- 投資家の利回りを求める姿勢から、投資適格債への需要は続くとみています。スプレッドはクレジット・サイクルのなかで最も縮小した水準近辺にありますが、金利上昇を一部埋め合わせるスプレッドの縮小余地は残されているとみており、国債に対して超過リターンを獲得できると考えています。
- 投資適格の大企業は米国で予定されている税制改革による恩恵を最も受けやすいと考えています。法人税の減税、レパトリ減税、利子控除額の制限によって、収益は押し上げられ、新規発行は減少し、スプレッドは縮小することが予想されます。
- 米国投資適格債のダウンサイド・リスクは、FRBが利上げを実施する中で通貨のヘッジ・コストが上昇することにより、海外投資家からの需要が予想よりも落ち込むことであるとみています。
- 2018年を通じて行われるECBによる社債の買入れと、欧州ソブリン債と日本国債の超低水準あるいはマイナスの利回りは、欧州の投資適格債への需要を押し上げるとみています。ファンダメンタルズの改善から格付けでみた場合、BBB格やクロスオーバー（ライジング・スター）銘柄、事業ハイブリッド債、金融劣後債を選好しています。
- アップサイド・リスクは、欧州以外の企業が、欧州企業の収益見通しの改善と健全なバランス・シートを好感して、M&Aを積極的に行うことであるとみています。
- ダウンサイド・リスクは、ECBが欧州周辺国の政治リスクが高まる中（例えばイタリアの総選挙など）で、国債の買入れの縮小（テーパリング）を行うことで、欧州周辺国債市場が軟調になり、社債市場にも波及することであるとみています。

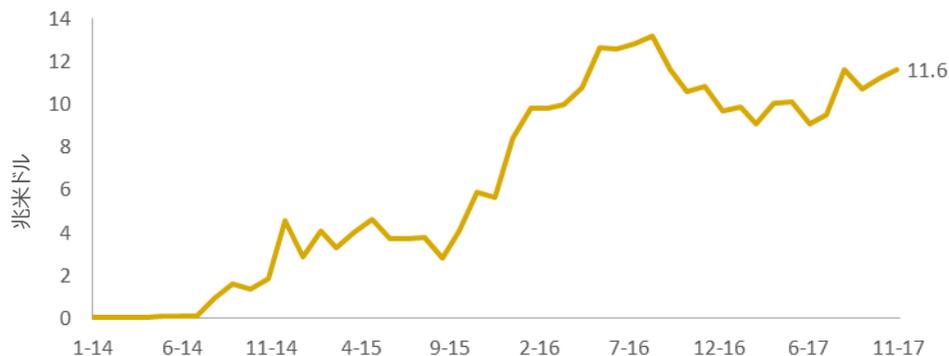
**米投資適格社債**  
12カ月リターン予想  
(インデックス)<sup>1</sup>: 0.0%–4.0%

- スプレッド予想<sup>1</sup>: 80–125 (直近 103bps)
- 上方リスク: 米国の税制改革
- 下方リスク: 海外投資家からの需要の減退

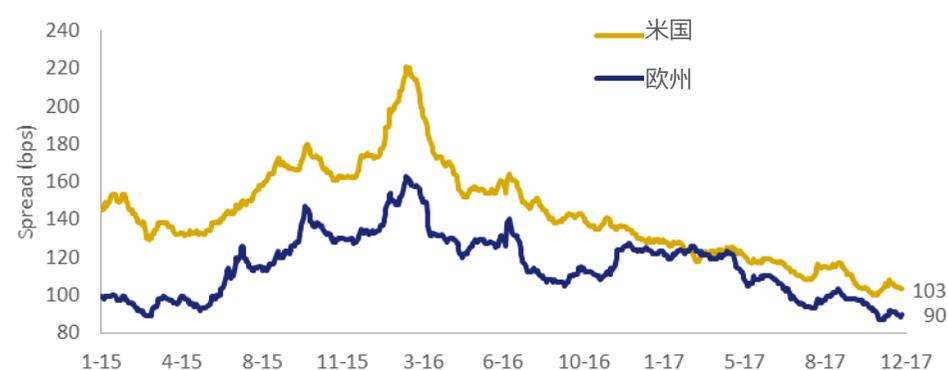
**欧州投資適格社債**  
12カ月リターン予想  
(インデックス)<sup>1</sup>: 0.0%–2.0%

- スプレッド予想<sup>1</sup>: 70–100 (直近 90bps)
- 上方リスク: 欧州企業に対する海外企業からのM&A
- 下方リスク: ECBがテーパリングを実施することによる欧州周辺国債の下落

## マイナス利回りの債券の残高



## 米国及び欧州投資適格債のスプレッド<sup>1</sup>



出所: BAML 及びブルーベイの予想, 2017年12月1日

US IG: ICE BAML US Corporate Index (COA0), EU IG: ICE BAML Euro Corporate Index (ER00)

1 過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# エマージング債: プラス材料がマイナス材料を上回る

ファンダメンタルズの改善から、米国金利が上昇するなかでも、エマージング債は一桁台中盤から後半のリターンになると予想しています。

エマージング国と先進国の経済成長の差が拡大する中で、エマージング資産が先進国資産をアウトパフォームすると予想しています。

主なダウンサイド・リスクは中国の経済成長が予想よりも減速することと、全般的な米ドル高であると考えています。

選挙といった個別国の要因によって差異が強まるとみえています。

- 2018年の中国を除くエマージング国の経済成長率は、5%以上まで加速するとみており、これは2011年以来の水準であるとともに、中南米が牽引する形の経済回復になると予想しています。中国の経済成長は不動産価格の下落とインフラ投資の減少から、やや減速するとみえています。政策及び規制の強化によって、予想よりも大幅に経済成長が鈍化するというテイル・リスクを抱えており、エマージング国の経済成長や資産だけではなく、グローバルに重要なリスクであると考えています。
- 商品及び商品関連セクターでのレバレッジは大きく低下しており、2016年後半に5%以上だったデフォルト率は2018年は2%を下回る水準になると考えています。エマージング債の価格評価は先進国資産と比較して割安で、さらに上昇する余地が残されていると見ています。
- 米国金利に対する感応度が高い、デュレーションの長い資産であるエマージング外貨建て国債は、米国金利上昇による影響を社債よりも受けやすくなっています。しかし、堅調な経済成長を背景としたスプレッド縮小によって、金利の上昇を一部埋め合わせると考えています。米国の利上げサイクルにおいて、エマージング債がマイナス・リターンとなったのは1994年だけです。
- エマージング現地通貨建て債の金利は、過去あるいは先進国対比で、魅力的な水準にあります。エマージング通貨は、過去の水準と比較して割安となっており、高い実質金利と外資調達が大きく改善したことが下支えとなっています。ベースケースでは、米ドルに対してエマージング通貨は安定的に推移するとみえています。しかし、ブラジルやメキシコを始めとして選挙が多く予定されているなど、国ごとの個別要因により、通貨の変動が大きくなると予想しています。

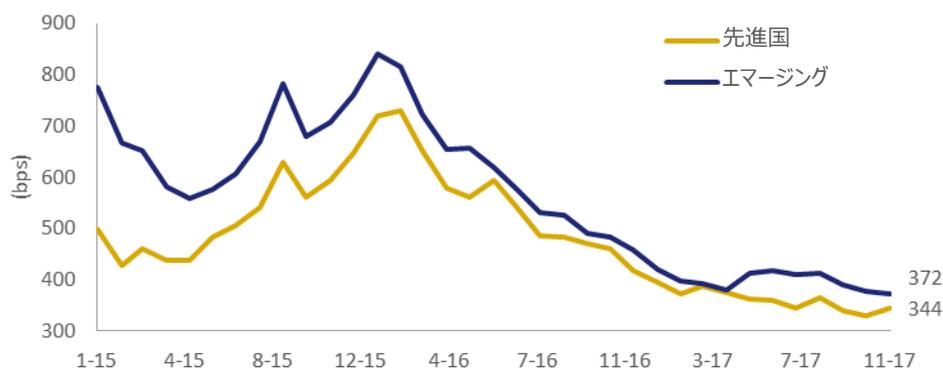
## EM外貨建て債12カ月リターン予想 (インデックス) <sup>1</sup>: 4.0%–7.0%

- 国債スプレッド<sup>1</sup>: 260–320 (直近 291bps)
- 社債スプレッド<sup>1</sup>: 190–250 (直近 227bps)
- HY社債デフォルト率予想: 1%–2%
- 上方リスク: 商品価格の上昇
- 下方リスク: 中国の経済成長の鈍化

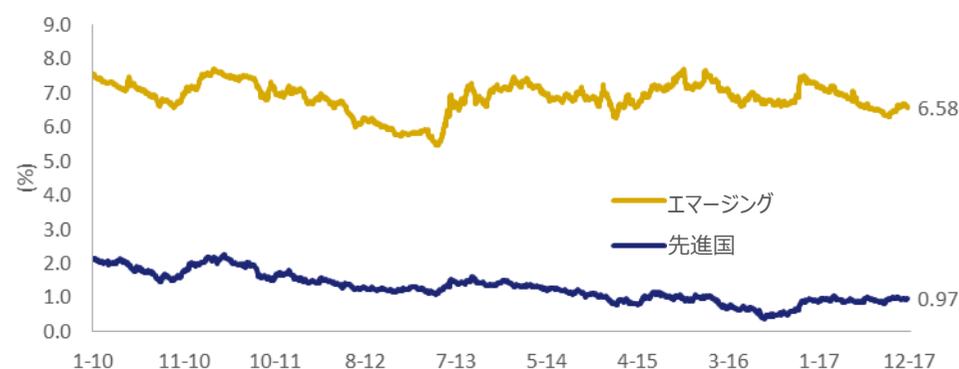
## EM現地通貨建て債12カ月リターン予想 (インデックス) <sup>1</sup>: 4.0%–10.0%

- 利回り<sup>1</sup>: 5.9%–6.5% (直近 6.2%)
- 通貨<sup>1</sup>: 0%–3%
- 上方リスク: 予想を下回るインフレ
- 下方リスク: 米ドル高

### EM及び先進国のハイ・イールド社債のスプレッド <sup>1</sup>



### EM及び先進国の利回り <sup>1</sup>



出所: JP Morgan, ブルーベイの予想に基づく

(左図) エマージング: JPM Corporate EMBI Diversified Composite spread to worst. 先進国: ICE BAML Developed Market High Yield Constrained Index (HYDC), option adjusted spread (OAS). 2017年11月末 (右図) エマージング: JP Morgan, GBI-EM Global Diversified, Index All Maturities, Yield 先進国: Barclays Global Aggregate Treasuries yield to worst. 2017年12月1日

1 過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。



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

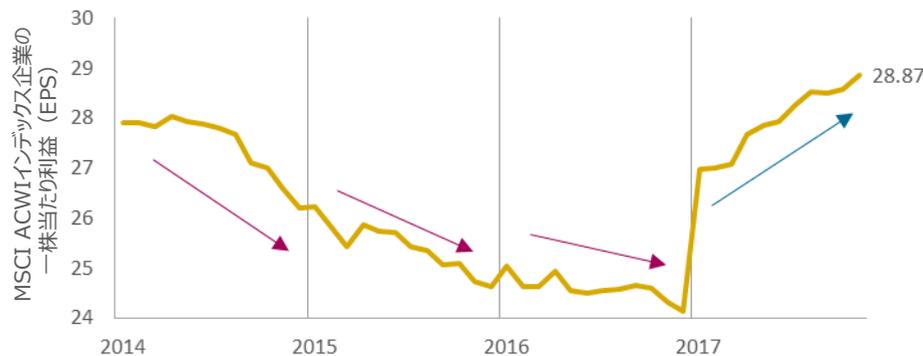
2018年のグローバル転換社債は、インデックスの水準で、4%から7%のリターンになると予想しています。

経済成長の加速と金利の上昇がみられるリフレ環境では、転換社債への投資は、低ボラティリティで株価上昇による利益を得る機会をもたらすと考えています

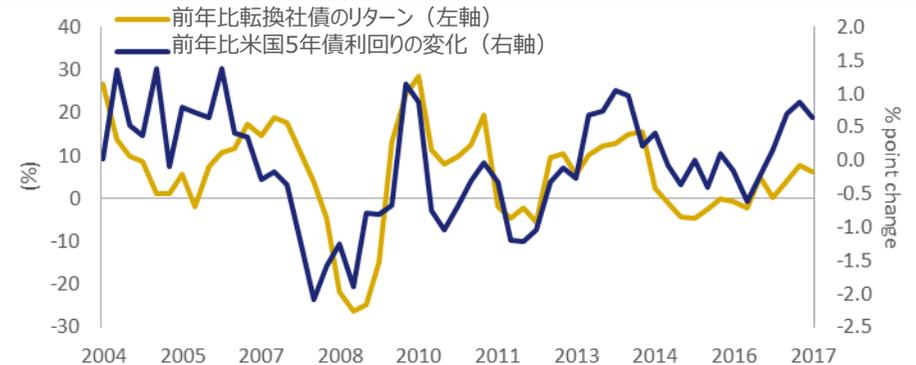
債券投資家は、転換社債をポートフォリオに加えることによって、金利リスクを軽減しつつ、株価上昇による利益を得ることができます。

- グローバル経済の成長加速と企業収益の改善見通しは、グローバル株式市場の上昇を促すとみています。米国を除く株式市場は過去水準と比較して割高ではありません。米国株式の株価収益率（PER）はすでに過去と比較してかなり高い水準にありますが、法人税減税によってS&P500はさらに上昇する可能性が高いと考えています。グローバル企業の収益に対するアナリスト見通しのコンセンサスは上方修正が続いています（下記左図参照）。
- 転換社債は、株式のコール・オプションが内包されていることから、株価が上昇した際に、株式と比較して低いボラティリティとダウンサイド・リスクのなかで、その上昇による恩恵を受けることができます。さらに、ハイブリッドの特性を有することから、国債金利が上昇しても、高いリターンを生み出す可能性があります。転換社債は債券ですが、株式転換のオプションが組み込まれていることから、金利感応度（デュレーション）は低くなっています。リフレは、金利が上昇したとしても、株式やクレジット債などリスク資産にとってプラス要因になることから、転換社債のバリュエーションの下支えとなります。転換社債は通常、経済成長と収益の改善見通しによって金利が上昇する限り、主要国債金利との相関はマイナスです。
- 転換社債は株価の上昇が予想される際に特に魅力的な資産クラスとなりますが、投資環境が金利及び個別リスクの上昇が起こるQE後の世界に移行し、株式市場のリスクが上昇する中でも魅力的な資産クラスであると考えています。株式市場の上昇による恩恵を受けながらも同時に、市場が調整した際に債券フロアーといった多少のダウンサイド・プロテクションを持ちたいという投資家から、転換社債への需要は高まるとみています。
- グローバル転換社債のユニバースによって、ソフトウェア、バイオテクノロジー、半導体といった経済成長への感応度の高いセクターへの投資や、グローバル経済の成長や貿易の増加による恩恵を受けるアジア地域への投資が出来ます。さらに、M&Aの増加は、通常買収の対象となりやすい中規模企業にとってプラスに働き、超過収益獲得機会をもたらすと考えています。

## グローバルの企業収益予想のコンセンサス



## 金利の変化とリターン<sup>1</sup>



出所: Bloomberg

(左図) Bloomberg, 2017年12月1日 (右図) Thomson Reuters Global Focus Convertible bond index; Macrobond; 2017年12月1日

1 過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# ディスクレームー



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

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

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

過去の実績は将来の成果を示唆・保証するものではありません。

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

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

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

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

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号  
一般社団法人日本投資顧問業協会会員

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

---