

市場見通しと投資テーマ

2018年1月-3月期

デビット・ライリー
クレジット戦略ヘッド

市場の見通し：過渡期

注視すべきイベント

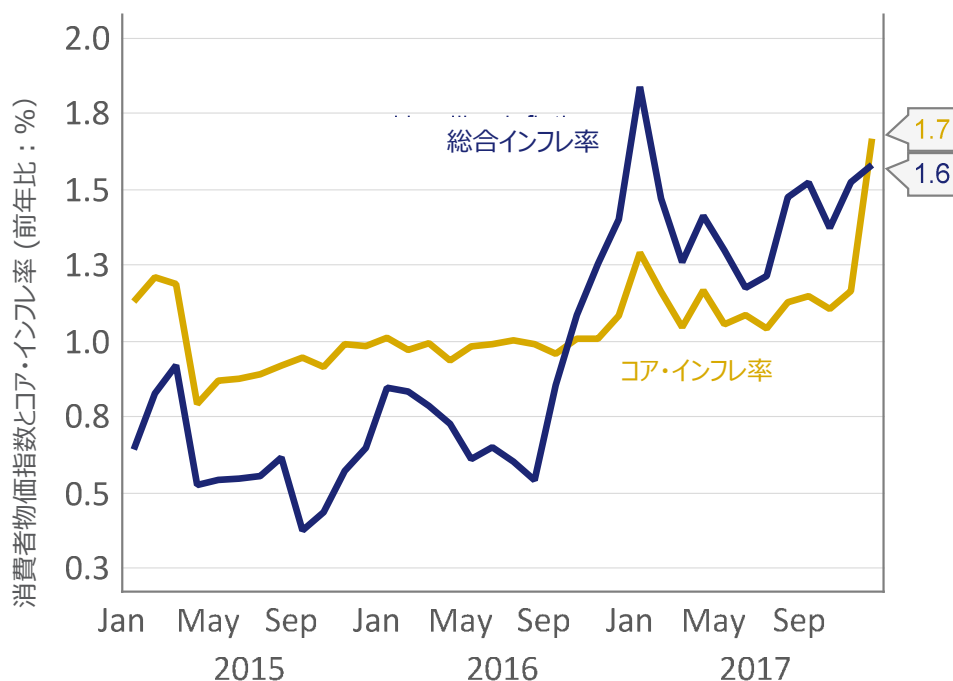
- 米国政府機関閉鎖、1月19日
- ドイツ社会民主党（SPD）党大会
1月21日
- 日銀会合 1月23日
- NAFTA交渉 1月23日
- ダボス会議 1月23日から26日
- ECB会合 1月25日
- トランプ大統領一般教書演説
1月30日
- FOMC 1月31日
- パウエル氏のFRB議長就任
2月2日
- イングランド銀行会合、インフレ・レ
ポートの発表 2月8日
- EUサミット 2月23日
- イタリア総選挙 3月4日
- ロシア第一回大統領選挙
3月18日
- G20 財務相会議 3月19日
- FOMC 3月21日
- 米国債務上限引き上げ期限
3月22日
- EUサミット 3月22日から23日

- **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支えとなって、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、中央銀行に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、エマーシ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。
- **早まる：**2010年以来で最も強い、足並みの揃ったグローバル経済の回復によって、国際取引及び民間投資はポジティブな状況にあります。財政刺激策、つまり前倒しの減税と支出の拡大によって、2018年の米国の経済成長率は約2.75%になると予想しています。ECBによる超緩和的な金融政策とグローバルな経済成長による恩恵を欧州圏は享受しており、2018年も2%を上回る経済成長になるとみています。貿易及び設備投資の増加によって、日本経済も押し上げられています。エマーシング市場（除く中国）は、この6年間で最も速いペースで拡大しており、先進国との成長ギャップはさらに拡大する可能性があります。
- **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排除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。
- **リスク：**中国の予想以上の経済成長の鈍化、貿易保護主義及び地政学的リスクが、良好なグローバル経済成長の見通しに対するダウンサイド・リスクであると考えています。ブレグジット、カタルーニャ州で緊張、イタリアの総選挙、米国の中間議会選挙は各地での政治リスクと不透明材料ですが、グローバル経済及び市場に影響を及ぼすものではないと考えています。
- **マイクロ要因：**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。

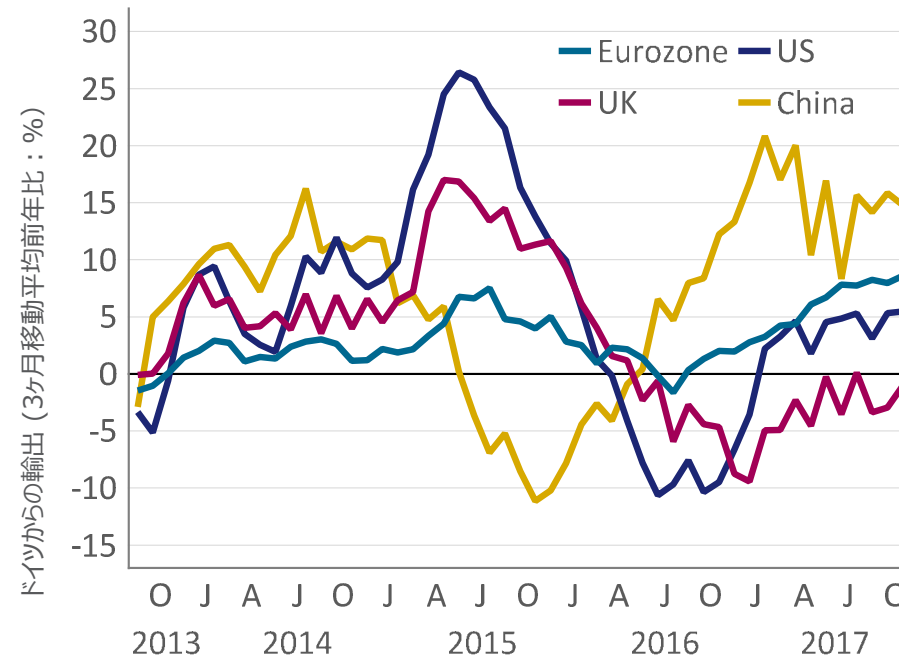
幸せなカップル：グローバル経済の成長加速と低インフレ

- 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、グローバル経済の成長は加速しています。
- 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ません。
- 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。
- グローバル経済の成長後退よりも、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になると考えています。

グローバル・インフレ率の推移（前年比：%）



ドイツの4大輸出先への輸出成長率



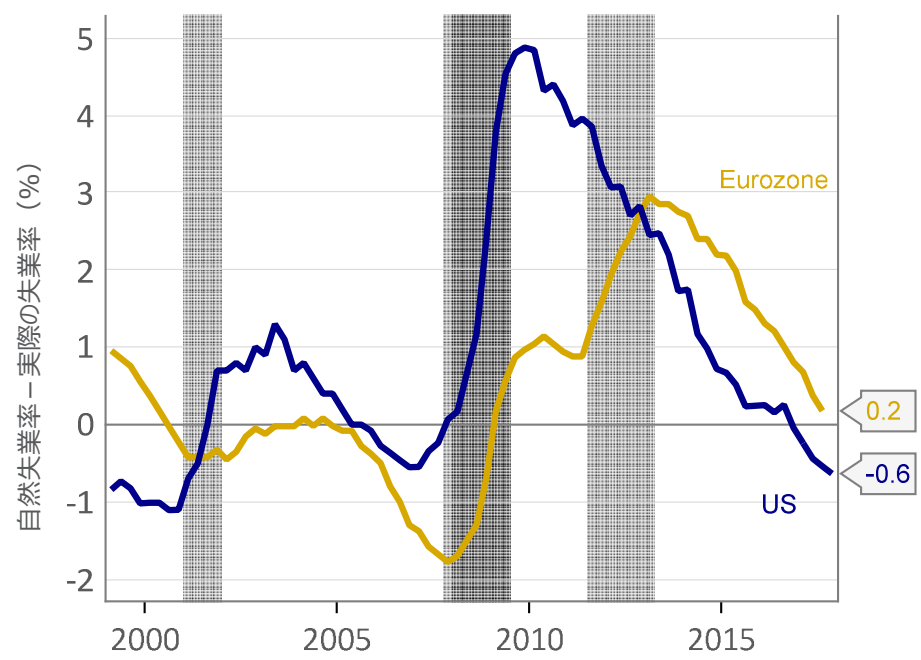
注：グローバル・インフレ率は、米国、欧州、日本、中国の総合およびコア（食品及びエネルギーを除く）の消費者物価
出所：IMF; Macrobond; BlueBay calculations; 2017年12月

注：ドイツの輸出はグローバルな需要の強さと源泉を示す代替となります。
出所：Macrobond; 2017年10月

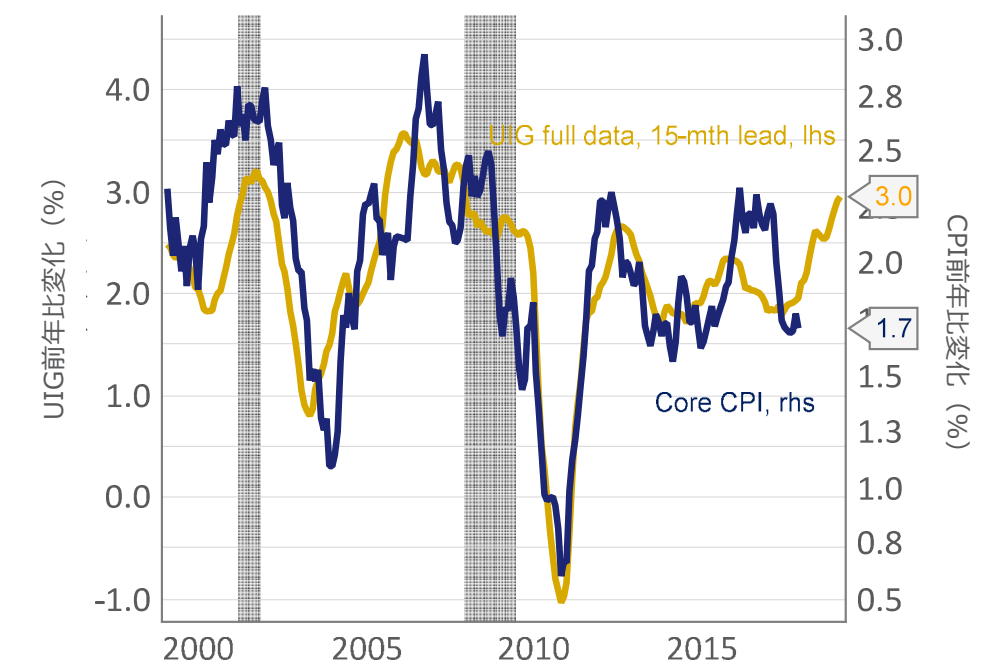
インフレのリスクは上昇に傾く

- グローバリゼーション、技術革新、労働力の必要性の低下によって失業率とインフレの関係（フィリップス曲線）が弱まっています。
- しかしグローバル経済の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。
- 失業率が低下して輸入物価が上がる中、米国のインフレ関連指標は、インフレ上昇圧力が高まっていることを示唆しています。
- 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



基調インフレ (UIG) と消費者物価指数 (CPI)



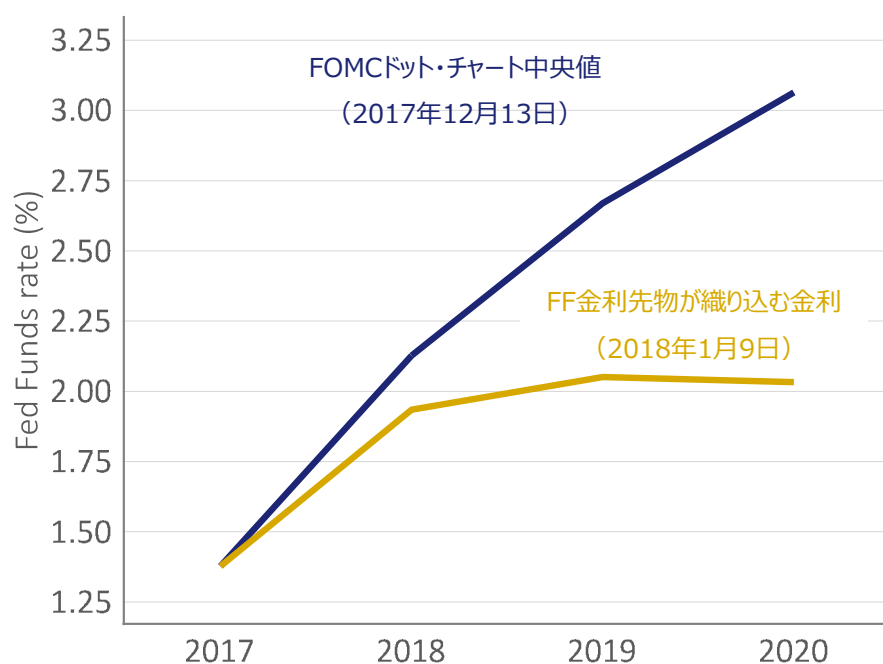
出所: Macrobond; OECD, CBO, Eurostat; 2017年9月

注: 基調インフレ (Underlying Inflation Gauge ; UIG) はニューヨーク連銀が最近開発した指標で、様々な価格の動きに基づいてインフレのトレンドを計ろうとする指標です。UIG prices onlyは223の構成要素、UIG full dataはそれらにマクロ経済及び金融関連の123の構成要素を追加したもので算出されています。
出所: ニューヨーク連銀、Macrobond; 2017年11月

米国金利及び米国債利回りとファンダメンタルズの乖離

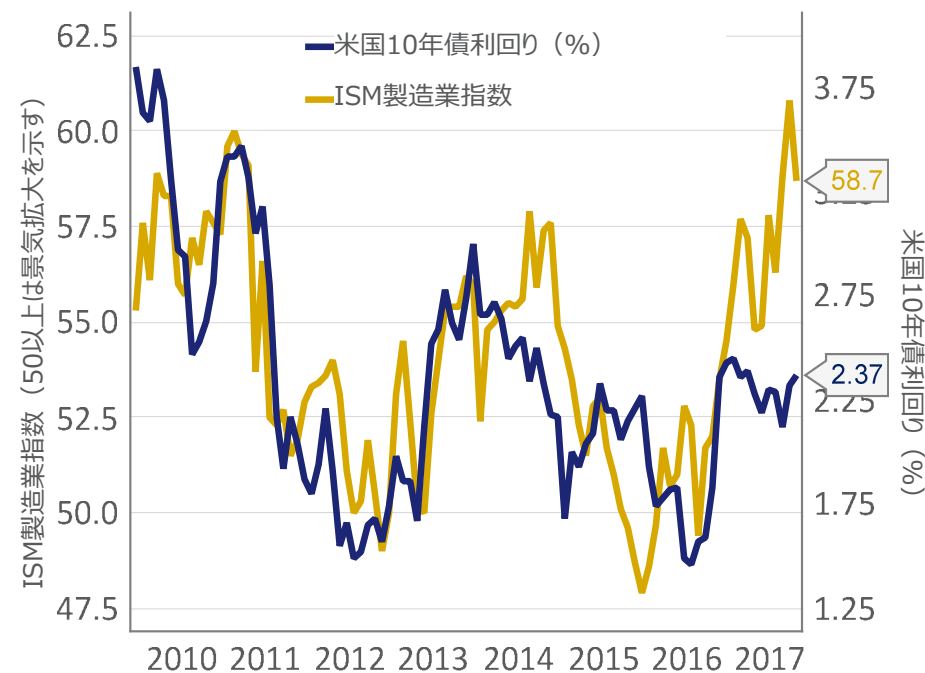
- FF金利の市場予想値は、生産ギャップの縮小とトレンドを上回る経済成長を考えると、低すぎるとみえています。
- 先物市場は、2018年末までに二回の利上げしか織り込んでいませんが、ブルーベイでは四回の利上げが実施される可能性が高いと考えています。
- 米国10年債の利回りは経済のファンダメンタルズとの乖離がみられます。2018年末の米国10年債利回りは2.6%から3.0%の水準になるとみえています。
- 日銀、ECB、中国（外貨準備に関する）による予期せぬ金融政策の転換が米国債の利回り上昇につながる可能性があります。

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 2017年12月13日、FF金利先物 2018年1月9日

米国10年債と経済状況の乖離

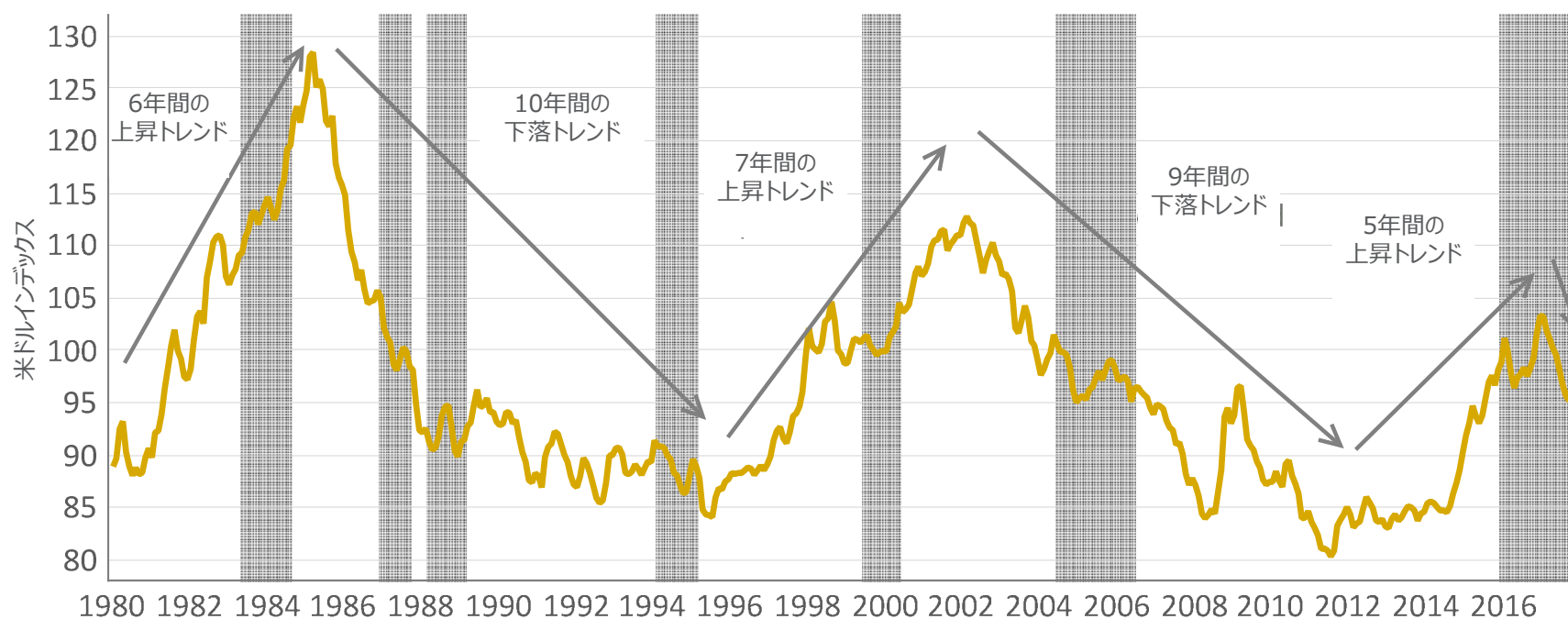


出所: Macrobond; 2017年12月

米ドルレンジ内の動きに留まる

- 米国金利の上昇とコンセンサスとなっている他通貨のショート・ポジションによって米ドルは下支えられているものの、上昇が続くとはみていません。
- 米ドルは通常FRBの利上げサイクルの前に上昇し、実際に利上げが実施される期間には上昇が落ち着きます。
- グローバル経済が一律に回復している環境では、米ドルが上昇を続ける可能性は低いとみています。
- 経常収支の差（欧州と日本は黒字だが、米国は赤字）や購買力平価（PPP）*を考えると、米ドルは中期的に弱含むと予想されます。

米ドルインデックス（インフレ調整済み貿易加重平均）とFRBの利上げサイクル

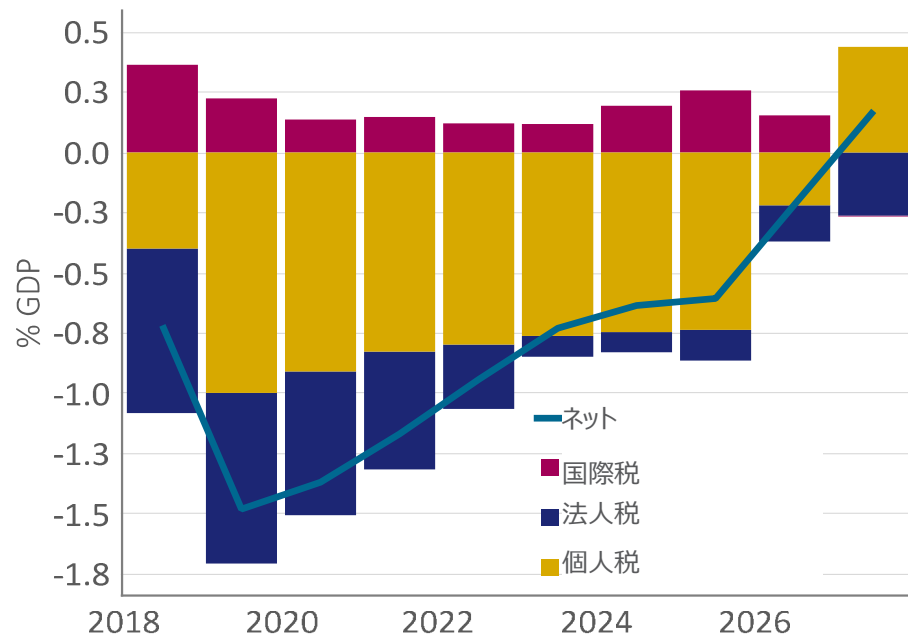


注: * PPPは国ごとの財及びサービスの相対的な価格示す指標で、為替レートの均衡を示す指標です。
出所: US Federal Reserve; Macrobond; 2017年12月

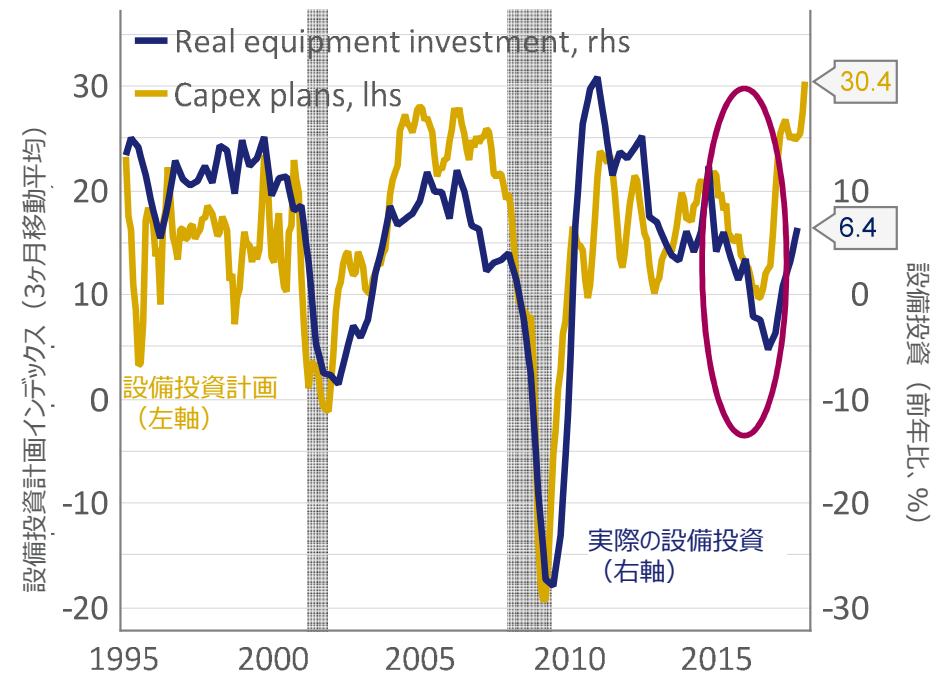
財政刺激策が米国の景気拡大に拍車をかける

- 前倒しの減税が2018年の米国の経済成長を0.3%から0.5%押し上げることで、GDPは2.7%以上になると予想しています。
- 投資コストの低下（5年の設備投資において税金負担はゼロ）と法人減税は企業投資を促すとみられます。
- 多くの家計の手取り給与は増加することから、消費支出の伸びが見込まれます。
- 災害復旧、防衛、任意支出を通じた政府支出の増加によって、需要が更に押し上げられるとみられます。

前倒しの減税（対GDP比、%）



投資の回復²



注：国際税は海外での利益に対する税金を主とする海外税制改革を参照しています。
出所：The Joint Committee on Taxation, US Congress; 2017年12月18日。

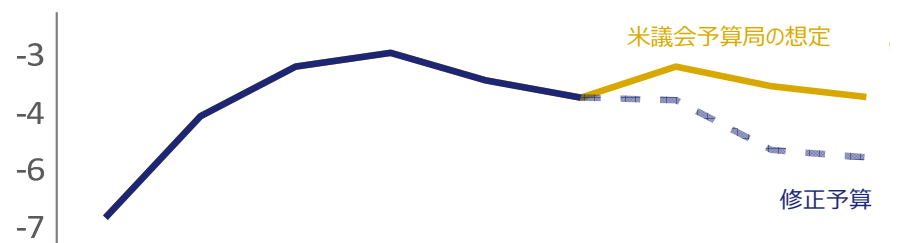
注：設備投資計画は、フィラデルフィア、リッチモンド、ニューヨーク、カンザス、テキサス連銀が発表する企業サーベイと今後6ヶ月間の設備投資の増加予想を単純平均したもの。実際の設備投資は、実質（インフレ調整済み）非居住用固定設備投資。網掛け部分はNBERによる米国の景気後退期。
出所：Macrobond; BlueBay calculations; 2017年12月

無償で得られるものはない

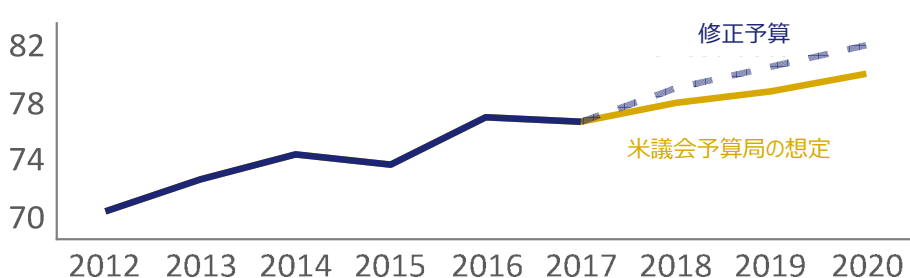
- 財政赤字の拡大と債務の増加は、減税と政府支出の拡大が原因です。
- FRBは2018年に2,300億米ドルの米国債の償還を迎えますが、これは米国債の発行によって賄われることになります。
- 財政赤字の拡大とFRBの量的引き締め（QT）によって、米国利付き債の市場への供給は倍増するとみています。
- 財政刺激策と米国債の供給増は米国金利及び米国債の利回り上昇圧力になると考えています。

財政赤字の拡大と債務の増加

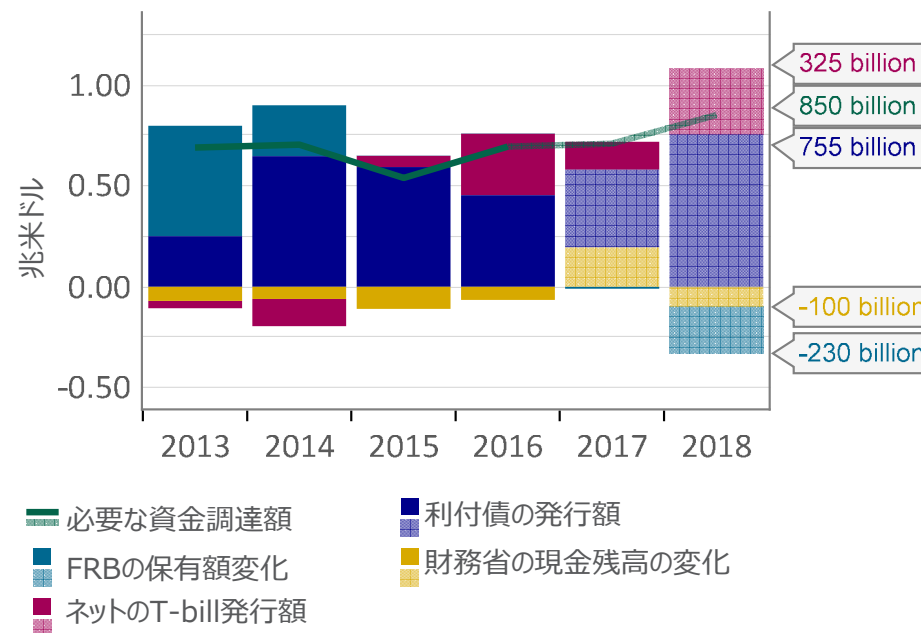
連邦予算収支（対GDP比、%）



連邦債務（対GDP比、%）



米国債の供給増加



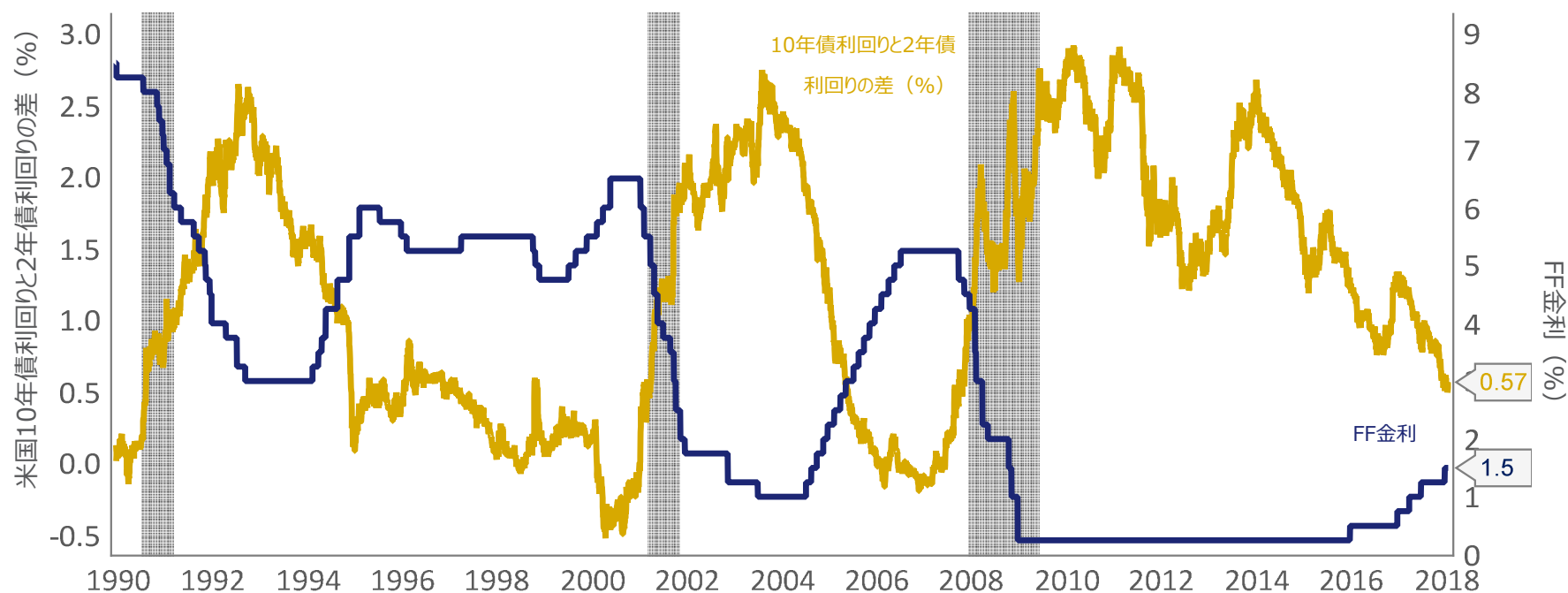
出所: US Congressional Budget Office (CBO) 2017年6月
 予想値はBlueBay及び Goldman Sachs 2017年12月21日

注: 必要な資金調達額は、予算で必要な資金調達額、米国利付き債、FRBが保有する国債の償還、現金残高の合計値です。
 出所: Macrobond; US Treasury; BlueBay calculations 2017年11月

米国債のイールドカーブのフラット化 – 相関に因果はない

- FRBの利上げ時期においては、米国債のイールドカーブはフラット化する傾向がみられます。
- 逆イールドは米国のリセッションに先行してみられますが、そのタイミングは6ヶ月から24ヶ月のずれがあります。
- 逆イールドがリセッションをもたらすわけではありませんが、将来の経済鈍化と利下げのサインとなります。
- イールドカーブはさらにフラット化するとみているものの、短期及び長期金利は共に上昇すると考えています。

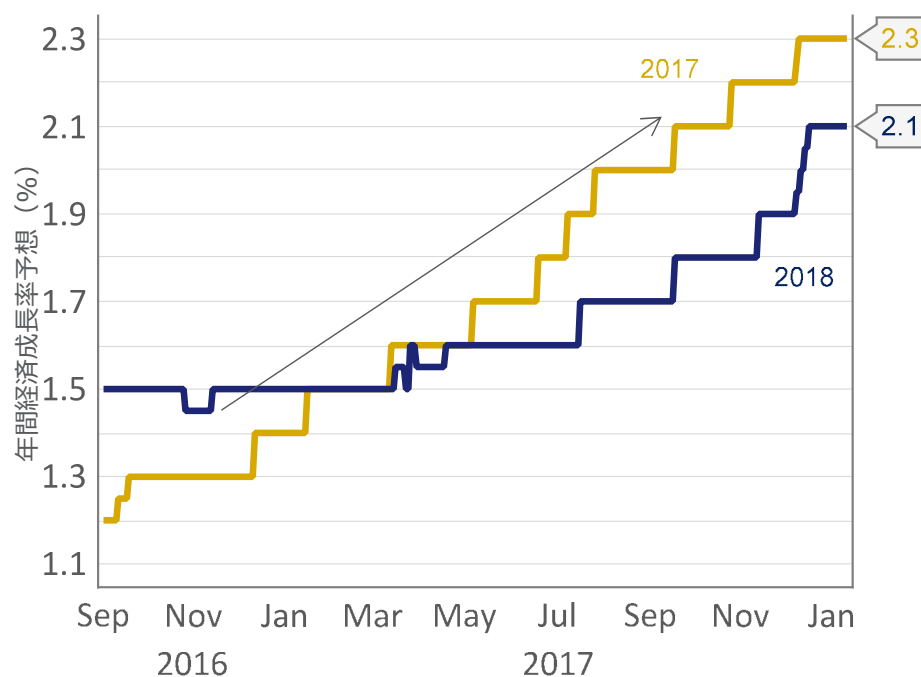
イールドカーブの傾斜とFF金利（網掛けは景気後退時）



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、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。
- ECBによる超緩和策と信用状況の緩和によって、来年は約2%の経済成長になると考えています。
- ECBは緩和的な金融政策を続けるとみています。今後一年間で4,000億ユーロの資産買入れが行われ（再投資分の1,500億ユーロを含む）、利上げは2019年中頃まで実施されないとみています。
- ユーロ圏の連携をより強めようとする政策によって、ユーロは耐性を備え、ユーロ建て資産のリスク・プレミアムは低下すると考えられます。

欧州圏の経済成長率予想コンセンサス



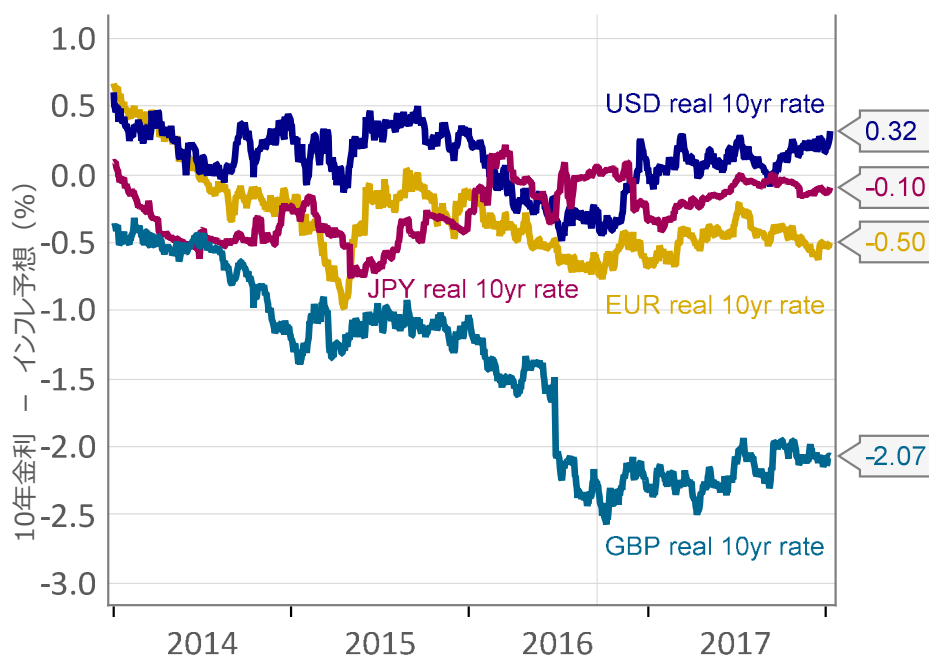
ECBの資産残高と預金金利



譲歩しない英国

- 英国は、越えてはならない一線（移動の自由なく、EU法の適用なく、分担金の負担なく）によって、良ともカナダレベルの自由貿易（完全なる障壁撤廃ではない）となるでしょう。
- ブレグジット関連の不透明感と移行コストによって、英国経済と英ポンドを含む英国資産は下落が予想されます。
- 財政及び経常赤字の拡大と政治リスクの高まりによって実質金利は上昇するとみています
- 経済状況の悪化とブレグジットに伴う不透明感から英ポンド建ての社債の銘柄選択については慎重に考えています。

10年実質金利



英ポンド建て社債のリスク・プレミアム



注：10年金利はスワップ金利の水準で、インフレ予想は、インフレ・スワップに織り込まれる市場の予想値を使用しています。

出所：Bloomberg, BlueBay calculations 2018年1月8日

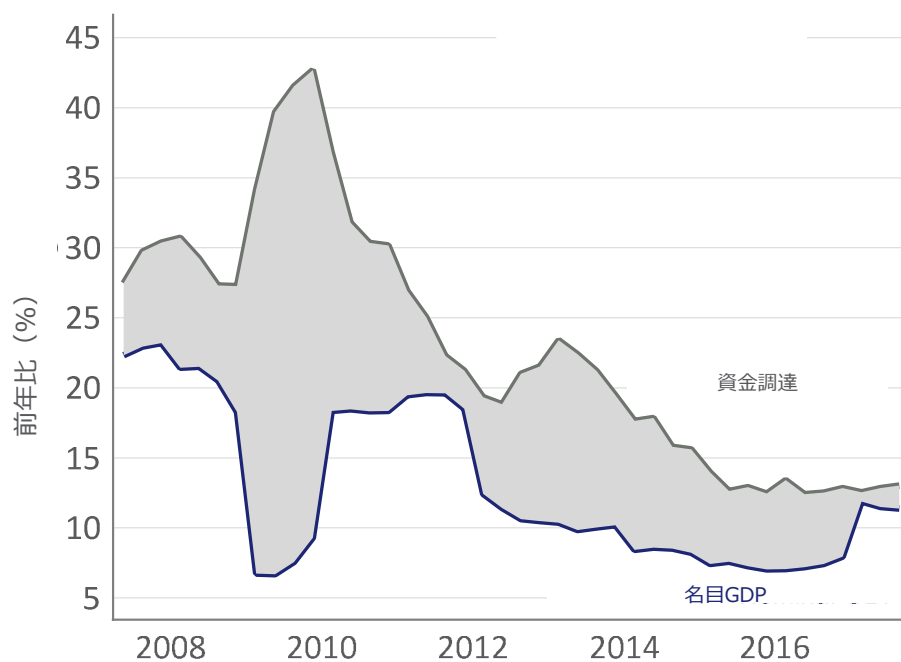
注：英ポンド建てハイ・イールド債-ICE BoAML Sterling High Yield (HL00)、ユーロ建てハイ・イールド債-ICE BoAML European Currency High Yield (HP00)、ユーロ建て投資適格債-ICE BoAML Euro non-financial (investment grade) index (EN00)、英ポンド建て投資適格債-ICE BoAML Sterling Corporate Non-Financial (investment grade) index (URNF)の各インデックスを使用しています。

出所：ICE BoAML, BlueBay calculations 2018年1月5日

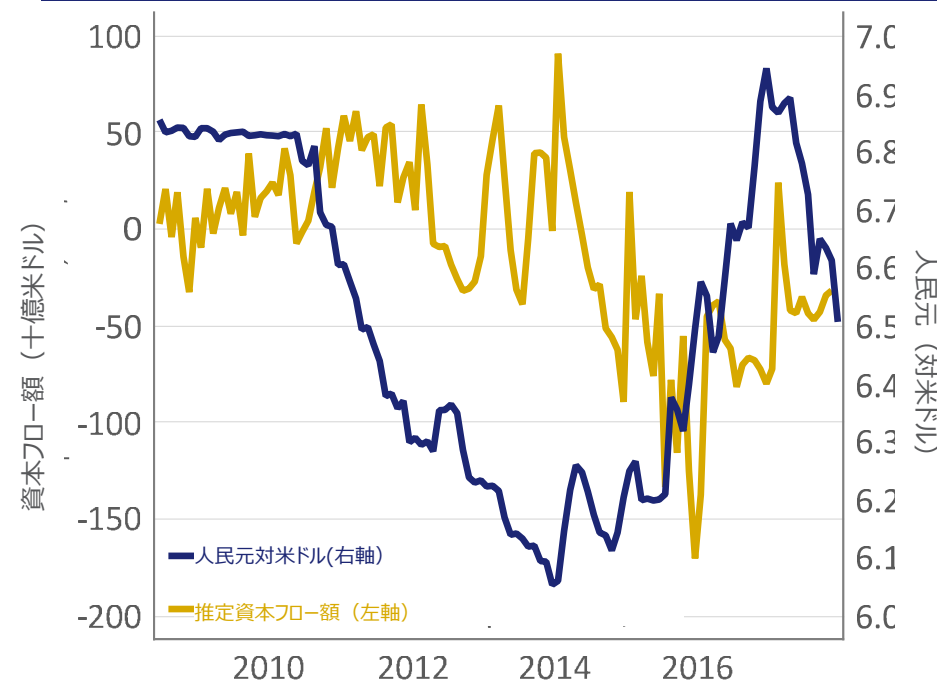
中国；上手くコントロール

- シャドー・バンキングと国有企業（SOE）の縮小によって、債務全体の増加をコントロールすることが出来るようになると思われます。
- 新たな経済と民間投資が経済成長の大きな牽引役となってきています。
- 資本流出の制限と、より柔軟な為替レートにより、企業のレバレッジ解消と経済成長というトレードオフの関係が改善しています。
- 2018年は6.5%の経済成長率を見込んでいますが、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。

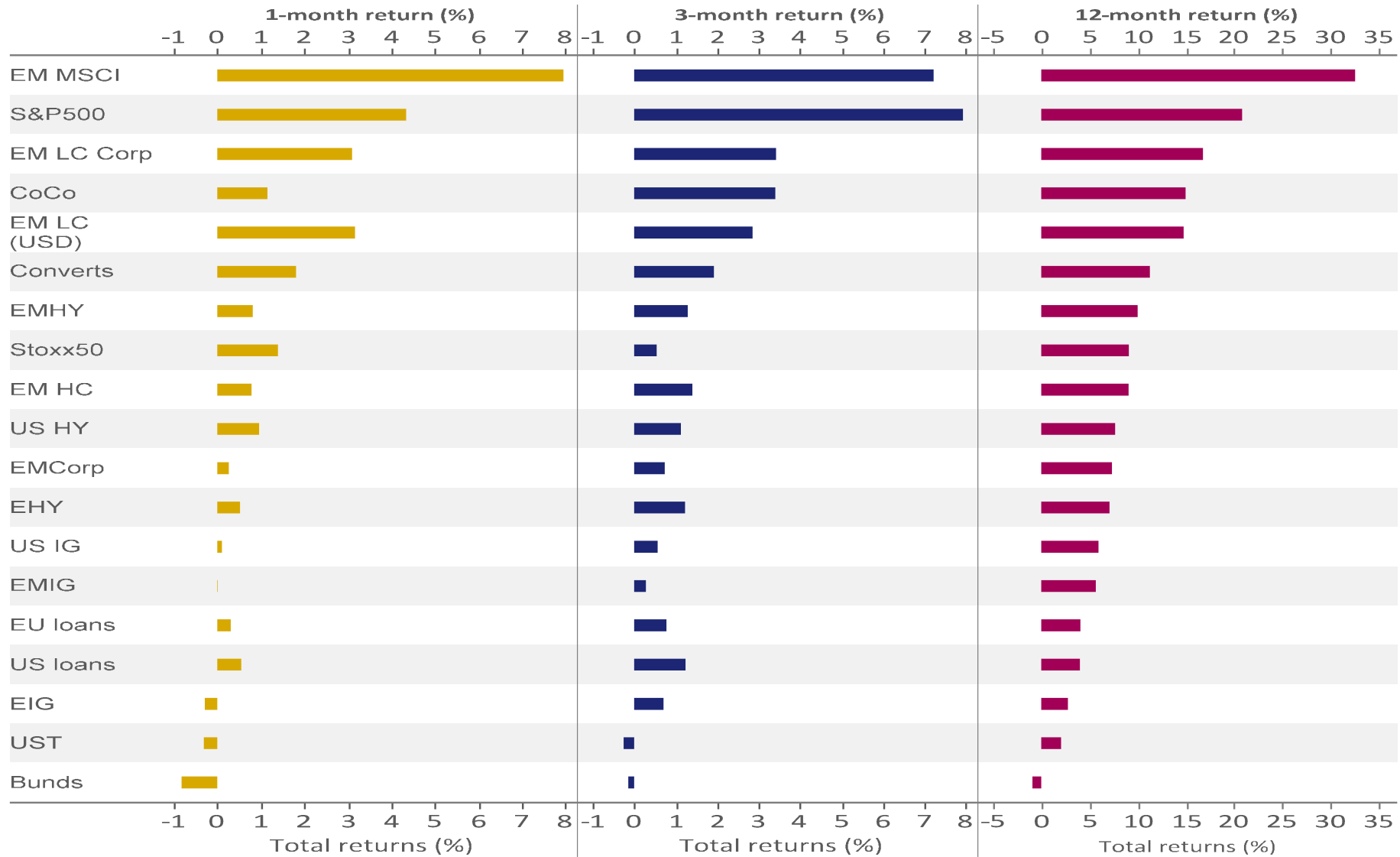
信用供与と経済成長の収斂



ネット資本フローと人民元の推移



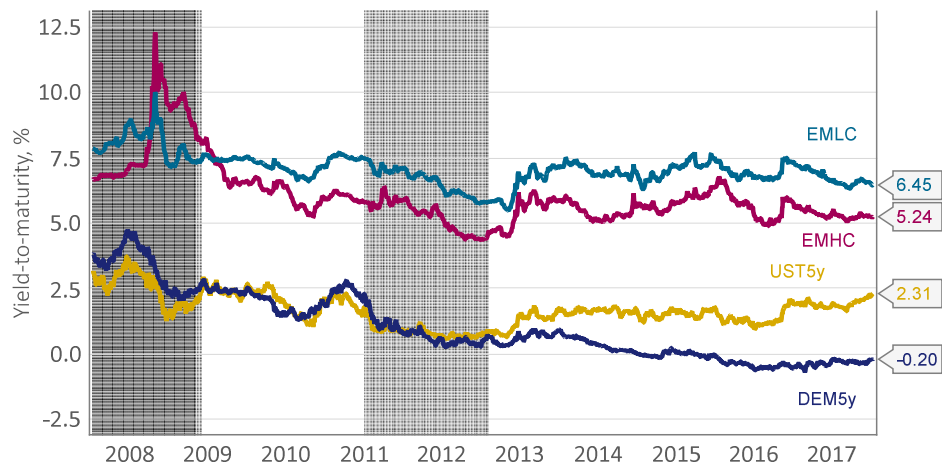
資産別のトータル・リターン(%)



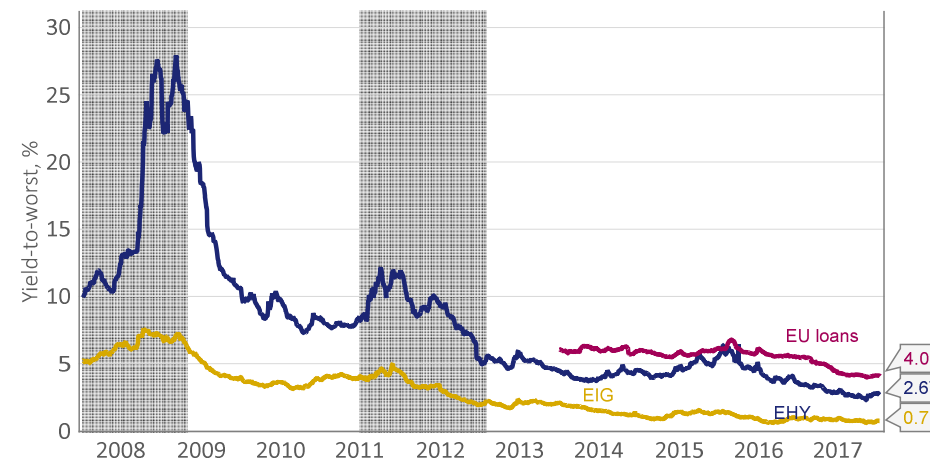
注: USHY (BoAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BoAML US Corporate Index, C0A0); UST (BoAML US Treasury & Agency index, G0A0); Bunds (BoAML German Government index, G0D0); EHY (BoAML European Currency High Yield index, HP00); EIG (BoAML Euro Corporate index, ER00); EMHY (JPM CEMBI Broad Non-investment 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); Converts (ThomsonReuters Global Focus Convertible index); CoCo (BAML Contingent Capital Index HR USD); EM LC Corp (BAML Diversified Local Emerging Markets Non-Sovereign Index); Stoxx50 (EURO STOXX 50 Index); EMCorp (JPM Corporate EMBI Diversified Index) 出所: BoAML; JP Morgan; ThomsonReuters; Macrobond; 2018年1月5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 (%)



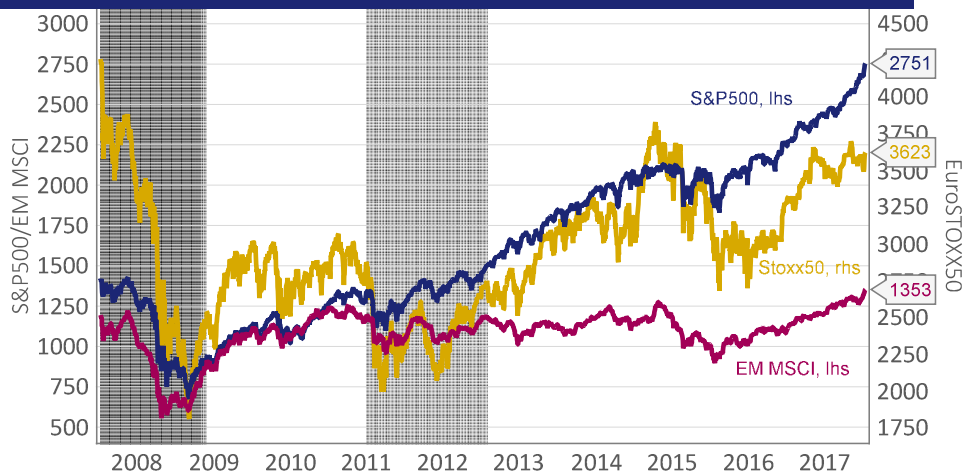
米国社債の利回り (%)



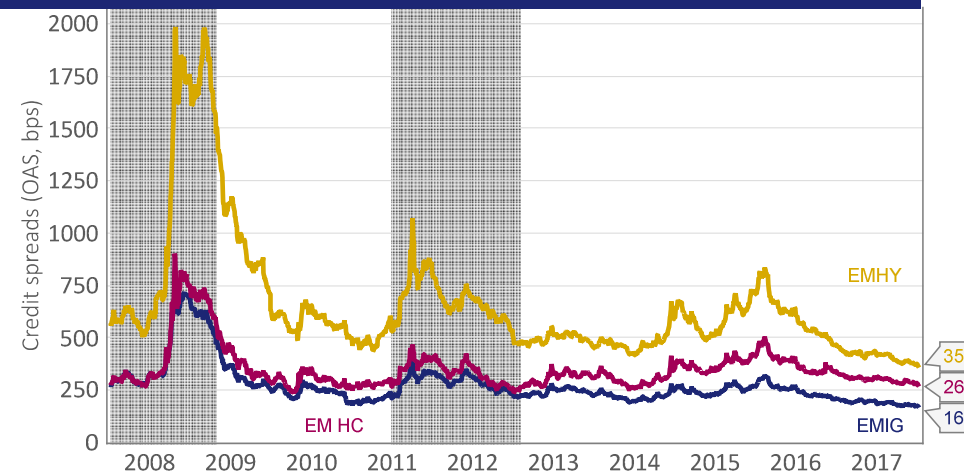
注: USHY (BoAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BoAML US Corporate Index, C0A0); EHY (BoAML European Currency High Yield index, HP00); EIG (BoAML Euro Corporate index, ER00); EMHY (JPM CEMBI Broad Non-investment grade index); EMIG (JPM CEMBI Broad Investment Grade index); DEM5yr (German government 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 EMBI-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; 2018年1月5日

市場のサマリー：株価とスプレッド

株式市場



エマージング国債のスプレッド



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); 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); US Loans (JPM BB/B leveraged loan index, spread to 3yr); EU loans (JPM European Loan index, spread to 3yr); SP500 (S&P500 price index); Stoxx50 (Eurostoxx50 price index); MSCI Emerging markets (local currency) price index. Shaded areas denote US and Eurozone recessions.

出所: BoAML; JP Morgan; Macrobond; 2018年1月5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（そしてさほど明確にはしていませんが日本銀行）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が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、ベンチマーク追従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。

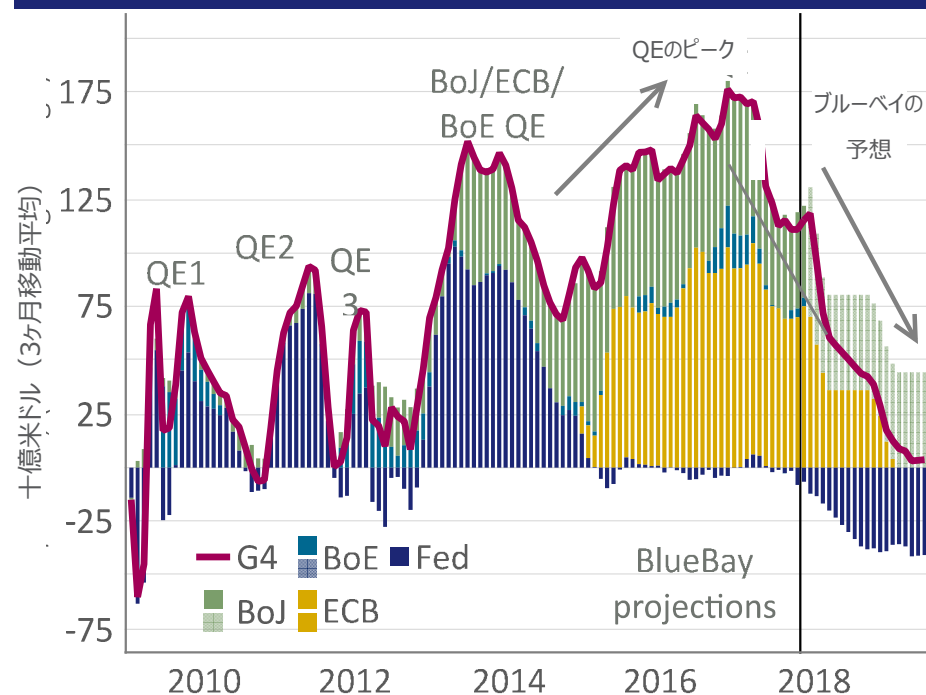
投資テーマ：ベータよりもアルファ

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">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。コア債券は、ノー・リターンのリスク資産となっています。	<ul style="list-style-type: none">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できる運用者が、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。デフ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。予想できるインカム、流動性、信用リスクに対して効率的なトレード・オフにある戦略を投資家は求めると思われます。グローバル、アンコンストレインド、絶対リターン型のオルタナ商品の人気が高まっています。	<ul style="list-style-type: none">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グローバル・インカム戦略 BB-格銘柄への投資を中心としてクーポン収入を最大化するポートフォリオを通じて、投資家に安定的なインカムを提供することを目的とした戦略グローバル・ハイ・インカム・ローン戦略 金利上昇に対するクッションを持つグローバルなシニア・ローンに投資する戦略

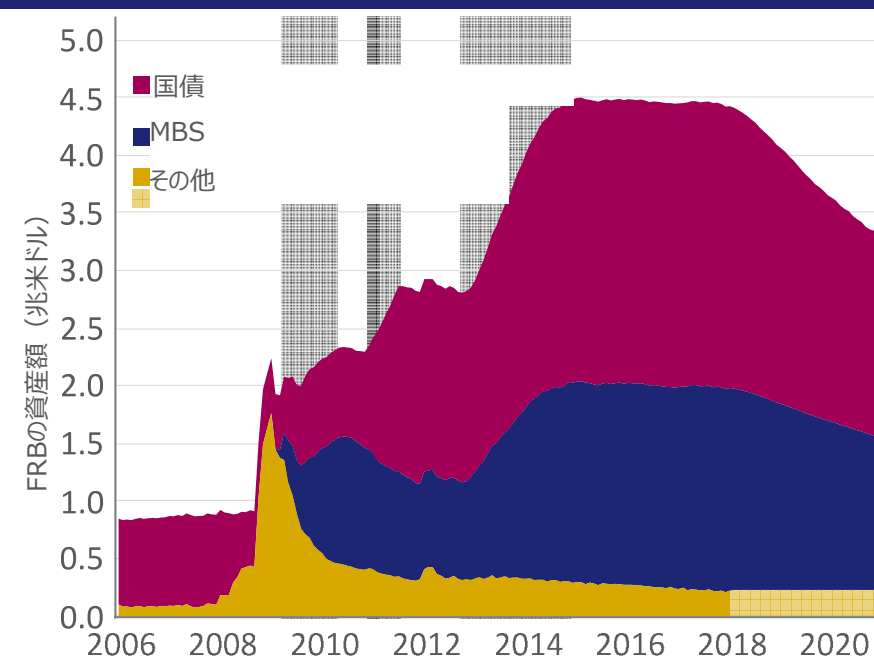
量的緩和 (QE) のピークと量的緩和の縮小 (QT)

- 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。
- 2018年は2017年と比較して買入額は1兆米ドル減少し、2019年にはマイナスになると予想されています。
- 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



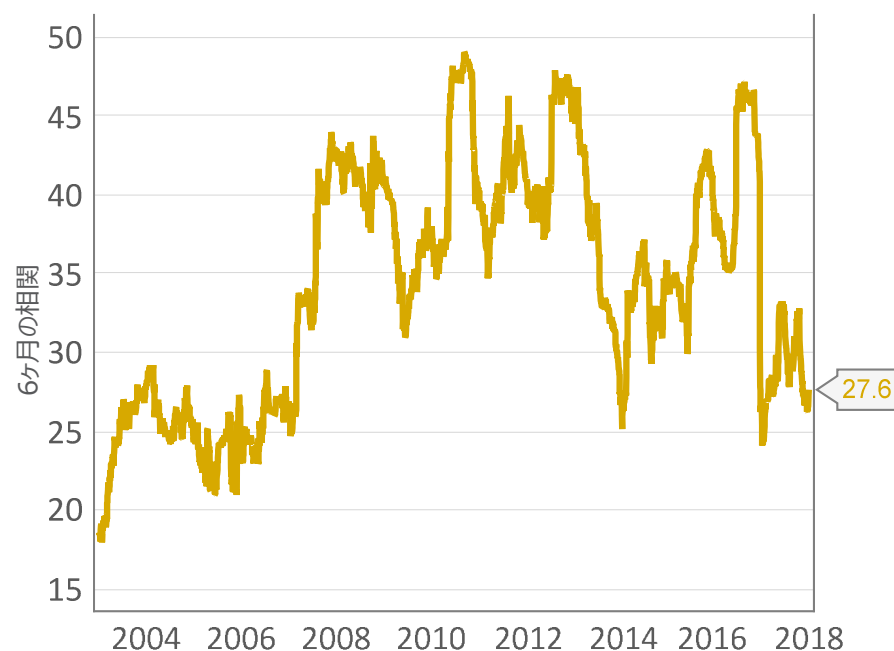
FRBの量的引き締め (QT)



「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

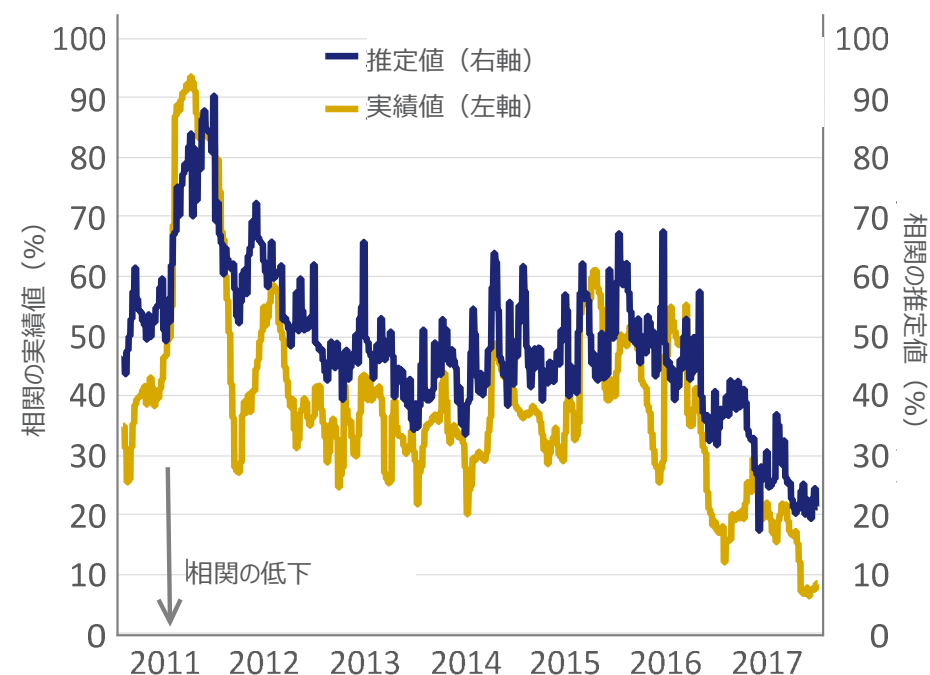
- ポピュリスト的な政治と経済、技術革新によって、これまで確立されたビジネス・モデルが崩れ、新たな勝者と敗者が生まれる可能性があります。
- 資産クラスの差異は広まり、パフォーマンスの相関は低下してきています。特にこれはQEの時代が終焉に近づいている米国で見られます。
- 個々の大きな価格の動きを覆い隠す市場の低ボラティリティによって、銘柄選択の重要性が軽視されていると考えています。
- 「枠組みの変化」によって、アルファを獲得する投資機会は増え、パッシブよりもアクティブな投資戦略にとって優位な投資環境になるとみています。

モルガン・スタンレーのグローバル相関インデックス



注: 地域及び資産クラス (株式、クレジット債、金利、為替) を跨いだ6ヶ月間における日次の平均相関
出所: Morgan Stanley; 2018年1月8日

S&P500構成銘柄の相関

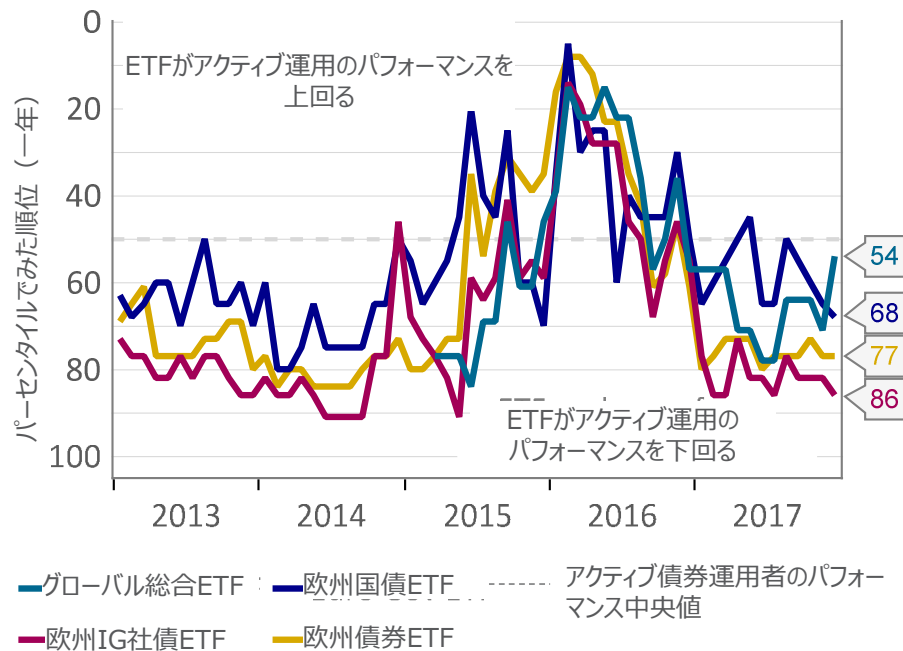


出所: Bloomberg; 2018年1月8日

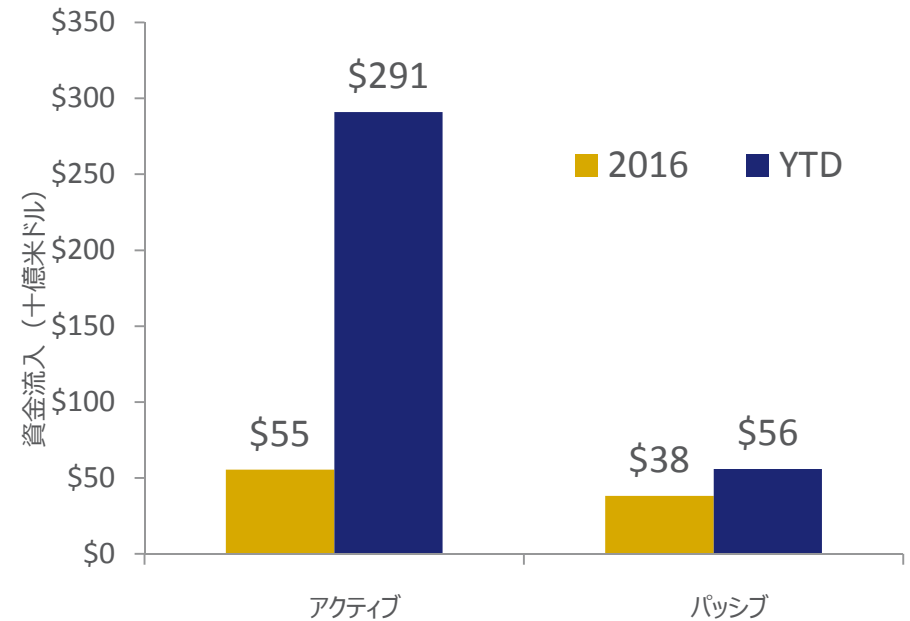
超過収益を求める投資家

- 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がアクティブの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がアクティブの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



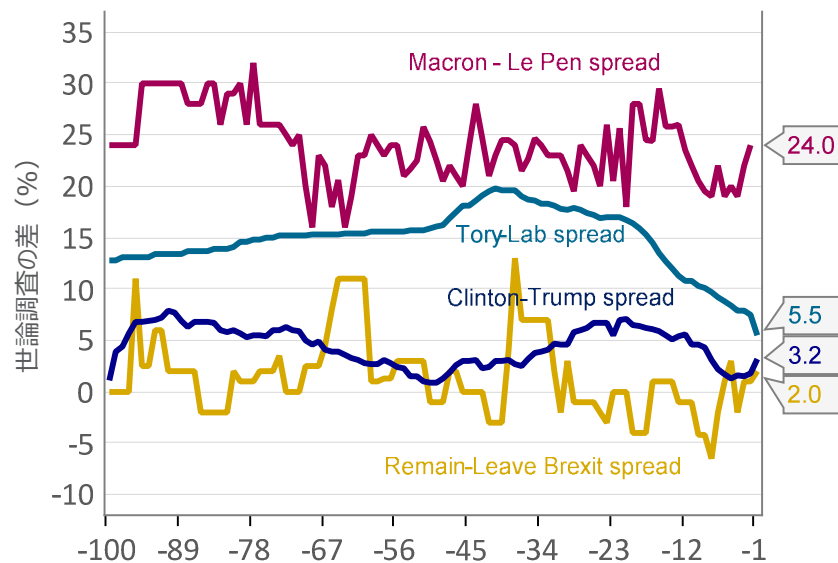
債券ファンド (UCITS) への資金流入 – アクティブとパッシブ



非効率を探求 – 世論調査の信憑性

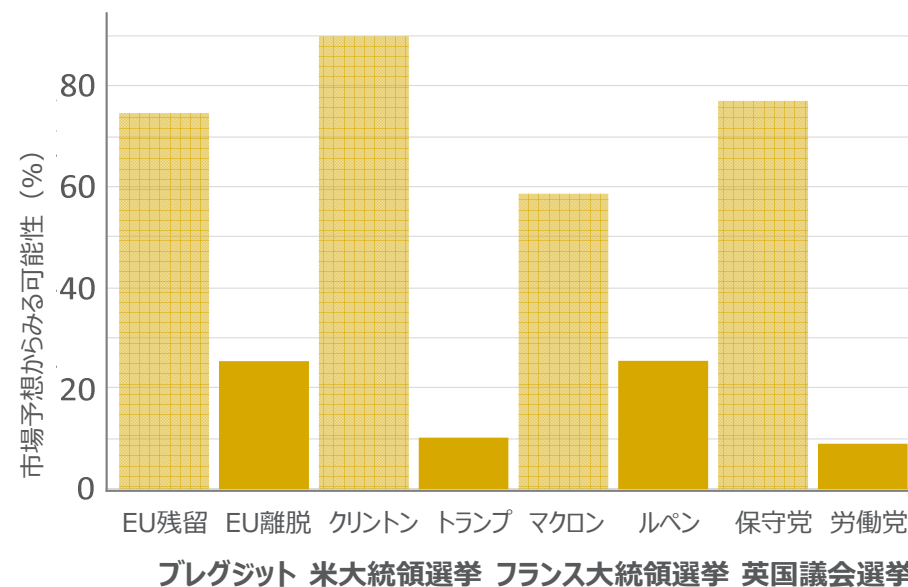
- ポピュリスト政治の台頭、有権者の支持政党の流動化から、伝統的なニュース及び世論調査の信憑性が低下しています。
- 投資家は、政治に関してソーシャル・メディアや政治家及び当局関係者との直接の対話を含む、もっと全体的な情報を得ることが必要になっています。
- 市場は英国のEU残留、米大統領選におけるヒラリー・クリントン氏の勝利、フランス大統領選におけるルペン氏勝利の可能性を過度に織り込んでいたと考えています。
- 政治リスクのプライシングにおける非効率さは、アクティブ運用者にとってアルファ創出機会をもたらすと考えています。

世論調査における差



(フランス) マクロン-ルペン (米国) 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: プ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: プレグジット-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のブルームバークのオッズに基づく

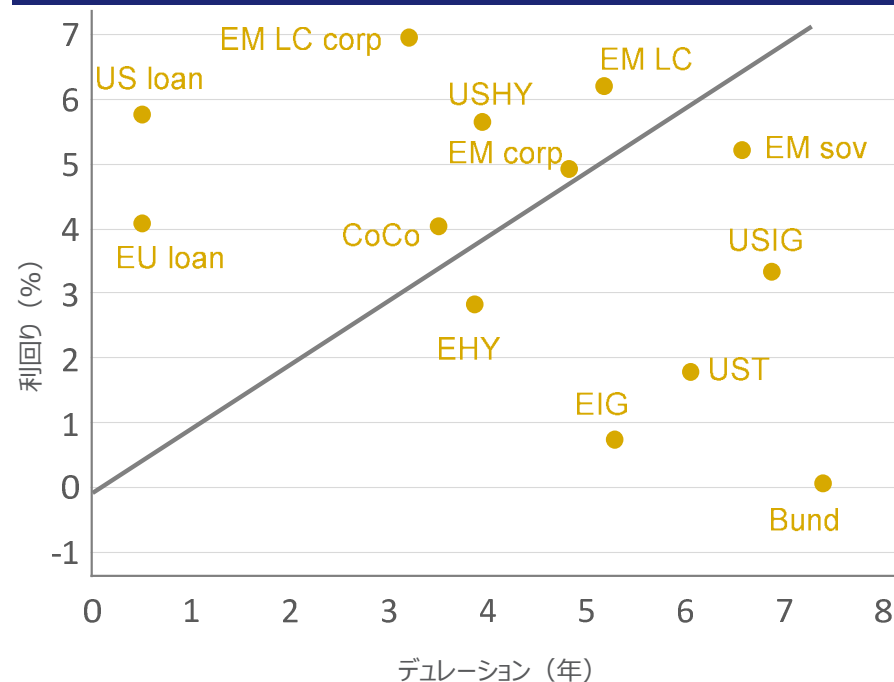
デュレーションより高い利回りの資産を追求

- 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



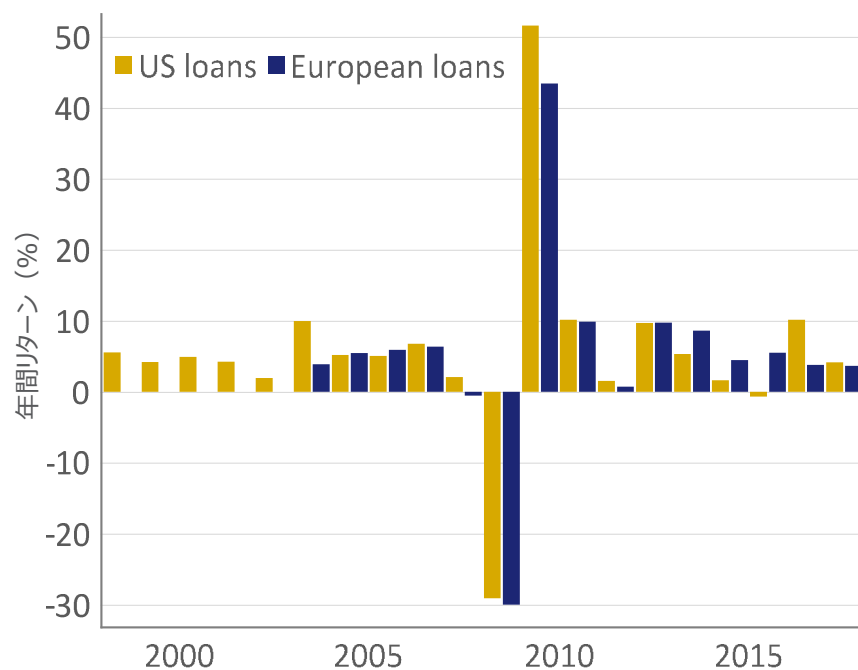
注: Barclays Global Agg index
出所: Bloomberg; 2018年1月8日

注:右図、2018年1月5日
EM LC: JPM GBI-EM Global Diversified Index; EM Corp: JPM Corporate Emerging Market Bond Diversified Index USD unhedged; EM Sov: 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; US Loans: 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)

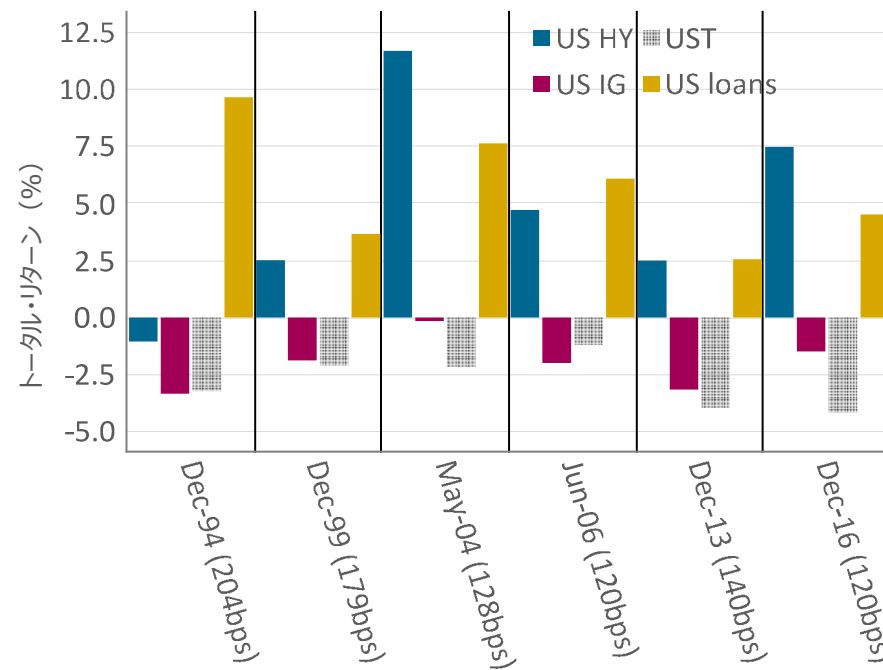
ローンのキャリア

- ローンはグローバル・レバレッジド・ファイナンス市場のおよそ6割を占め、毎年プラス・リターンをもたらしています。
- 調達資金の用途から、クレジット・サイクルの中期くらいと考えられ、過度な発行となっている訳ではなく、収益及び企業価値は高まっています。
- コベナンツ・ライトの発行により債権者の権利は弱まっていますが、相対的に高い弁済順位から回収率は高くなっています。
- デュレーションが短いことから、経済成長が堅調で金利が上昇する環境下において、安定したキャリアを提供してくれます。

レバレッジド・ローンの年間リターン



米国債のショック時においても米国ローンは堅調なリターン



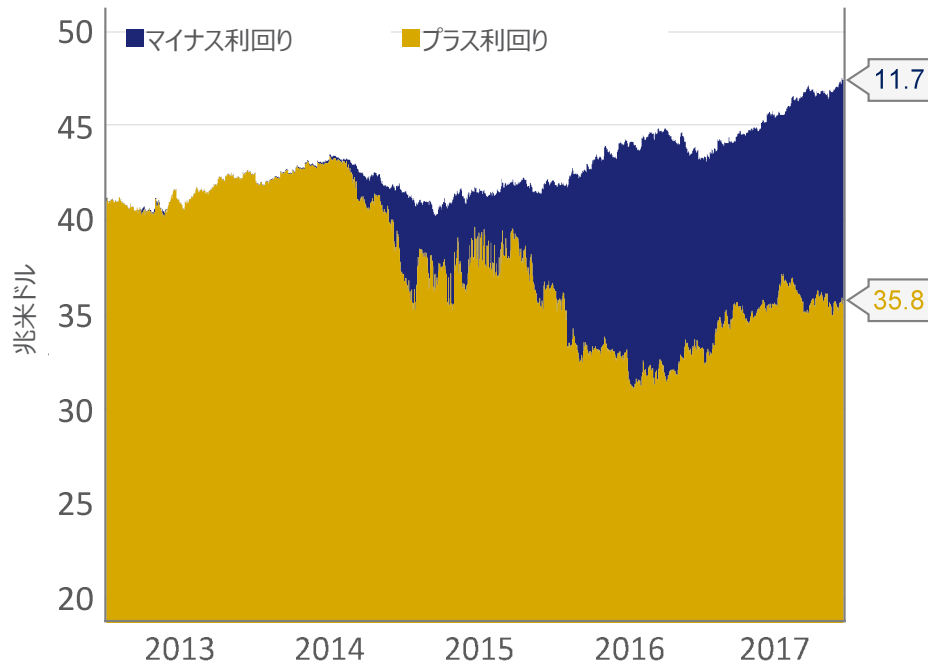
注：欧州ローン (European loans) -S&P European Leveraged Loan Index (ELLI)、米国ローン (US loans)-S&P/LSTA (US) Leveraged Loan Index
出所: Bloomberg, S&P LCD 2017年12月

注：米国ローン (US loans)- S&P/LSTA (US) Leveraged loan index, 米国ハイ・イールド (US HY) -BoAML US High Yield index (H0A0)、米国投資適格債 (USIG) -BoAML US Corporate Index (C0A0)、米国債 (UST) - BoAML US Treasury index (G0A0)
出所： S&P/LSTA、BoAML、BlueBay calculations 2016年12月

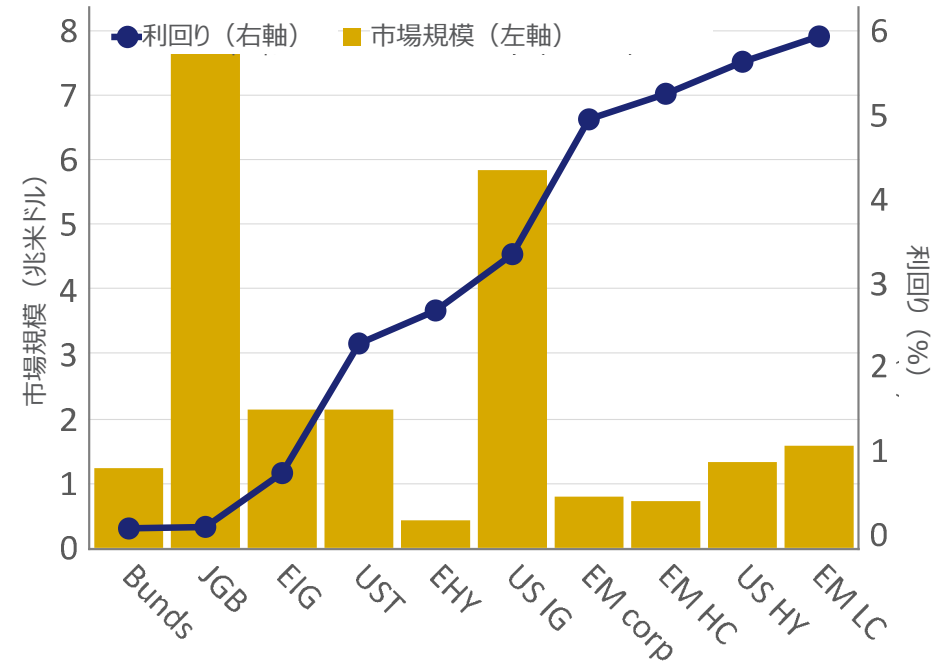
利回りの追求

- 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。
- グローバルに投資家は、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ると思われます。
- 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



投資テーマ：欧州銀行システムの修復

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せん。
- 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。
- 欧州銀行のシステミック・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。

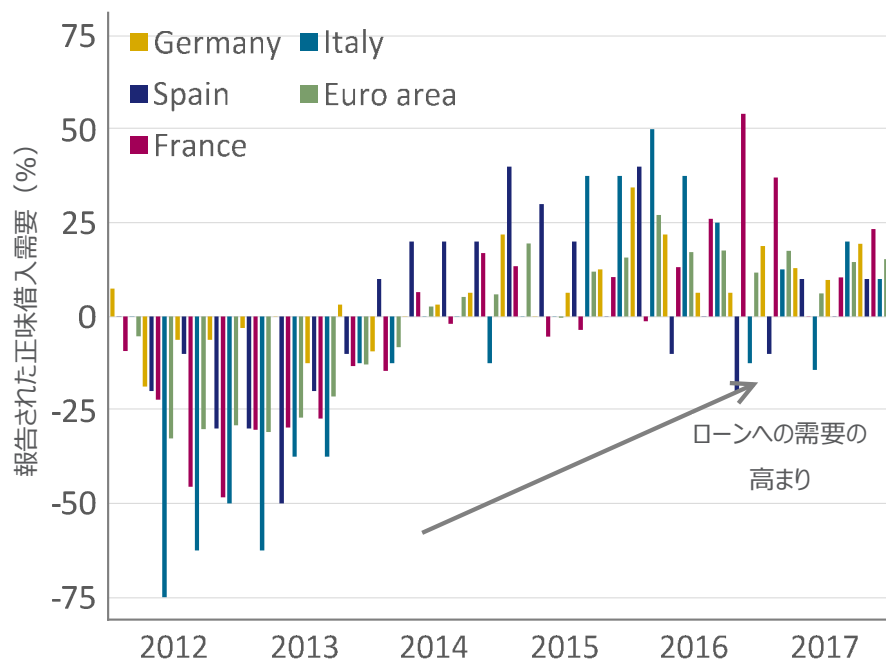
適したブルーベイの投資戦略

- **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

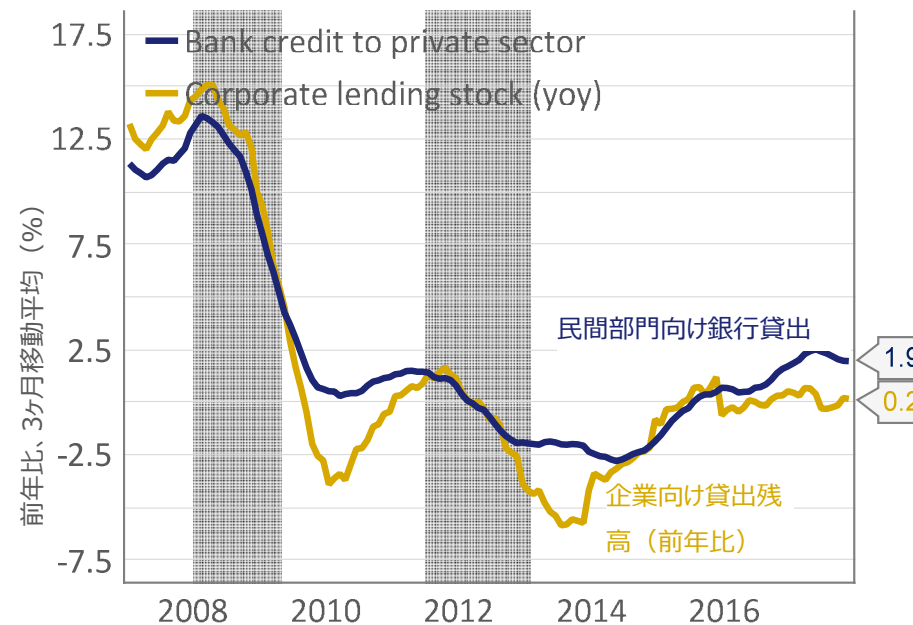
欧州銀行の金融仲介機能低下

- 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



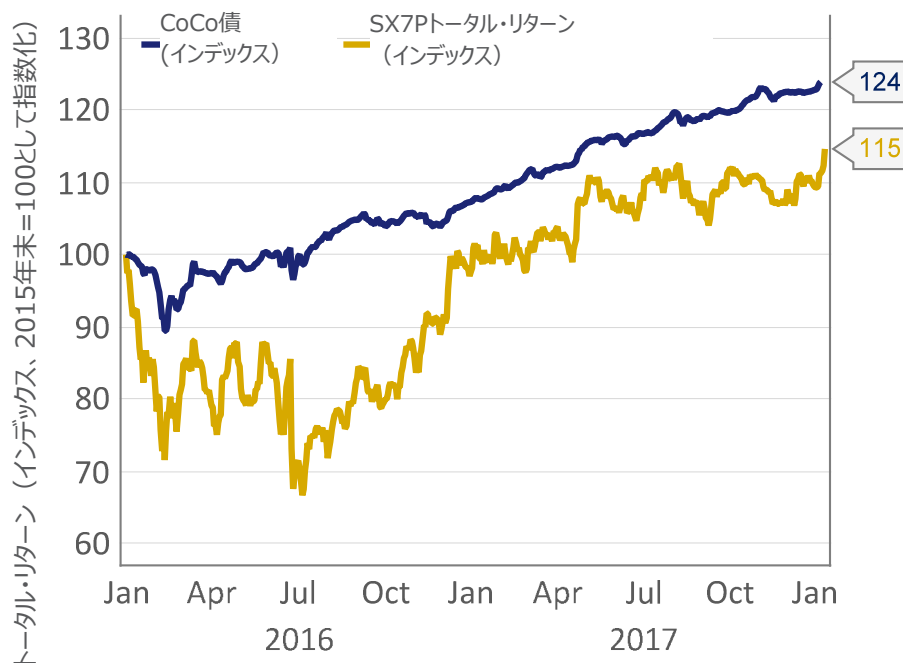
企業向けの銀行貸出



銀行コンテイングेंट・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); 2018年1月5日

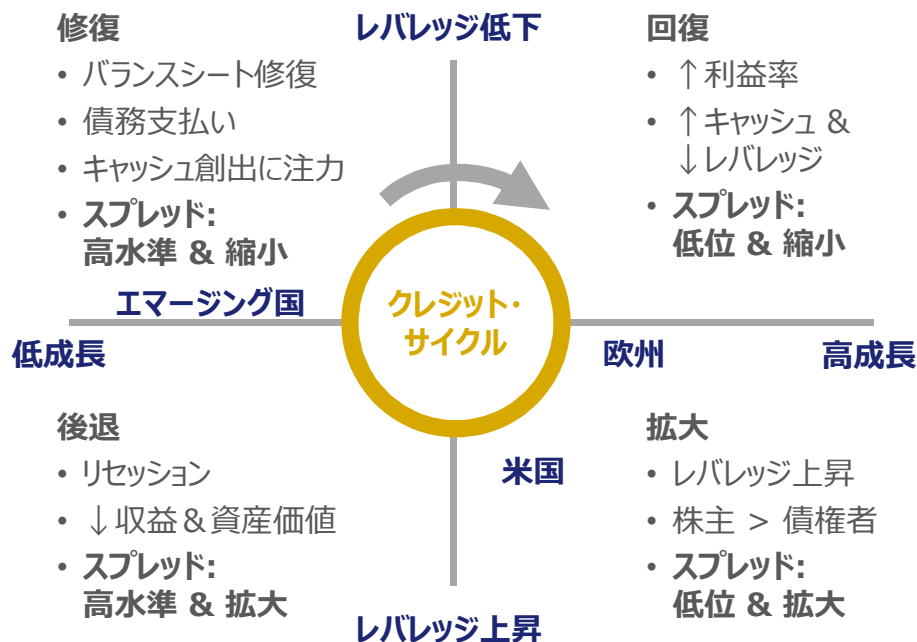
投資テーマ：延長されたクレジット・サイクル

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、キャリア・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かとみています。	<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。• M&Aの増加は、アクティブ運用者にはショート及びロング・サイドの両方からの投資機会を提供します。• 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。• 通常レバレッジド・ローンや転換社債といったデュレーションの短い資産クラスは、金利及び経済成長が上昇するリフレ環境において良好なリターンをもたらします。	<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• グローバル・ハイ・インカム・ローン戦略 金利上昇に対するクッションを持つグローバルなシニア・ローンに投資する戦略• 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

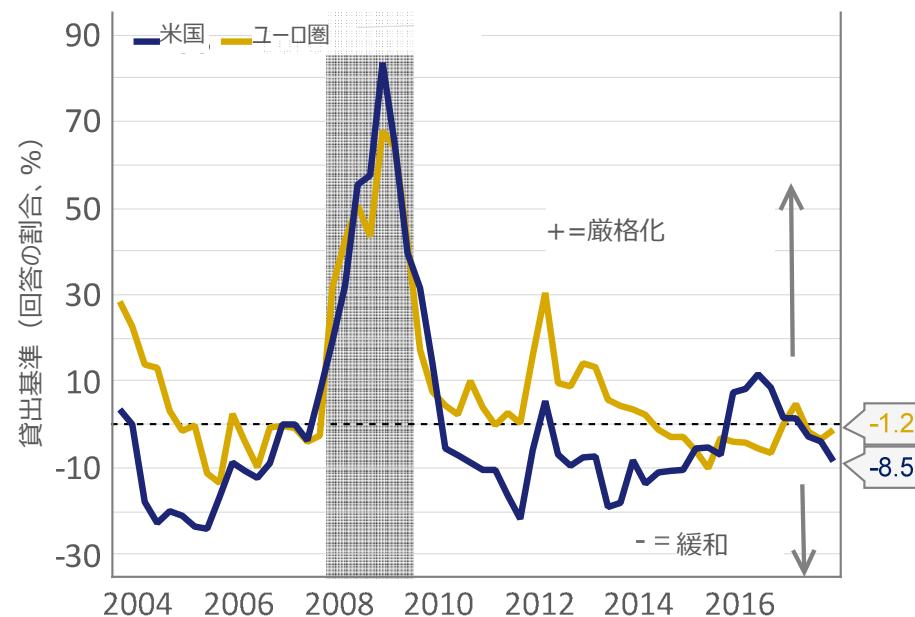
異なるクレジット・サイクル

- 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



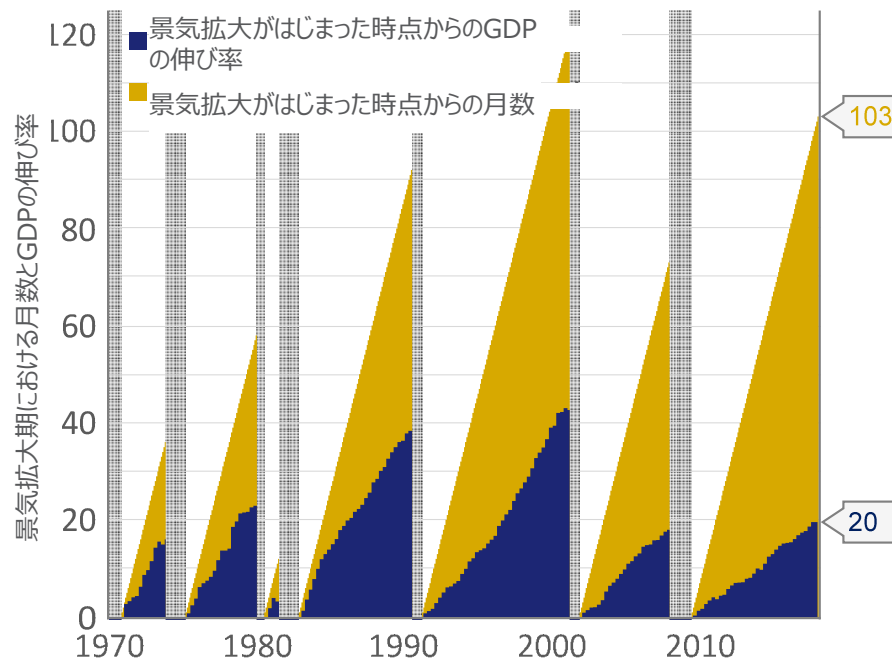
銀行の企業向け貸出基準



米国はそれほどサイクルの後期にはない

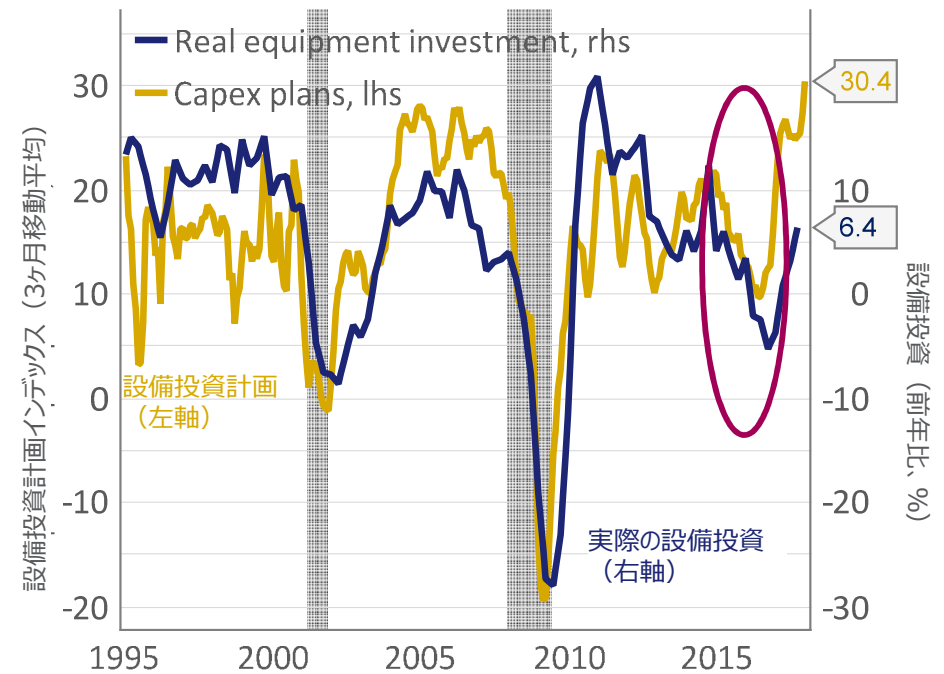
- 企業業績とセンチメントの回復と原油価格の安定が、設備投資の増加につながっているとみています。
- 長期に亘るものの、それほど強くない経済成長と、金融面での不均衡がみられていないことを考えると、クレジット・サイクルは後期よりも中期にあることを示していると思われます。
- 米国の景気後退リスクは低く、現在の景気拡大とクレジット・サイクルは少なくともあと数年続くと考えられます。
- ゆっくりとしたリフレーションは、経済成長への感応度が高い株式やクレジット債といったリスク資産にとってはポジティブに働き、投資適格債にとってはネガティブに働きます。

景気拡大期間の月数とGDPの伸び率



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12月

設備投資計画の変化

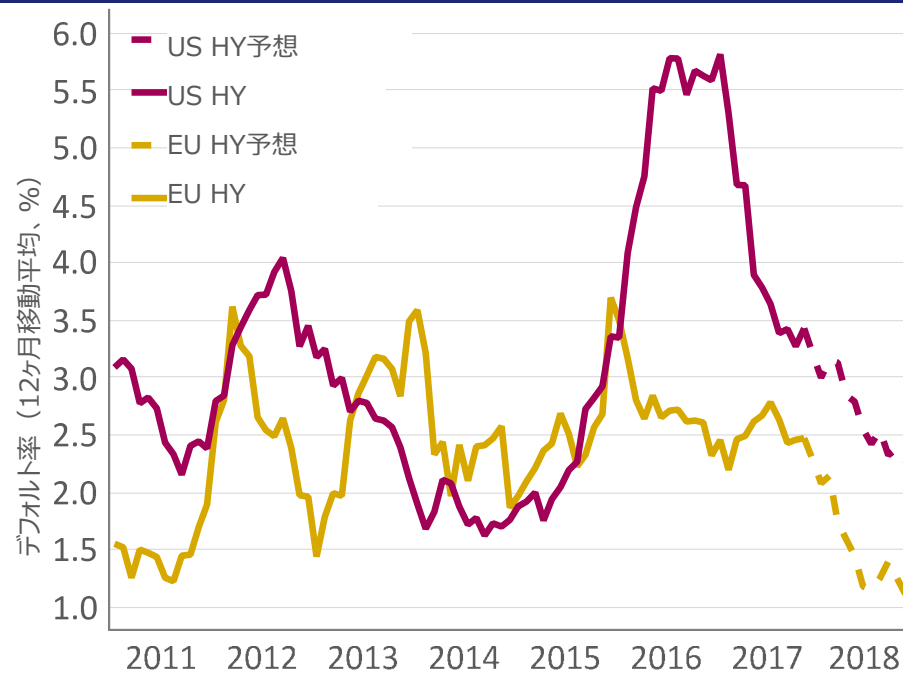


注: 設備投資計画は、フィラデルフィア、リッチモンド、ニューヨーク、カンザス、テキサス連銀が発表する企業サーベイと今後6ヶ月間の設備投資の増加予想を単純平均したもの。実際の設備投資は、実質（インフレ調整済み）非居住用固定設備投資。網掛け部分はNBERによる米国の景気後退期。
出所: Macrobond; BlueBay calculations; 2017年12月

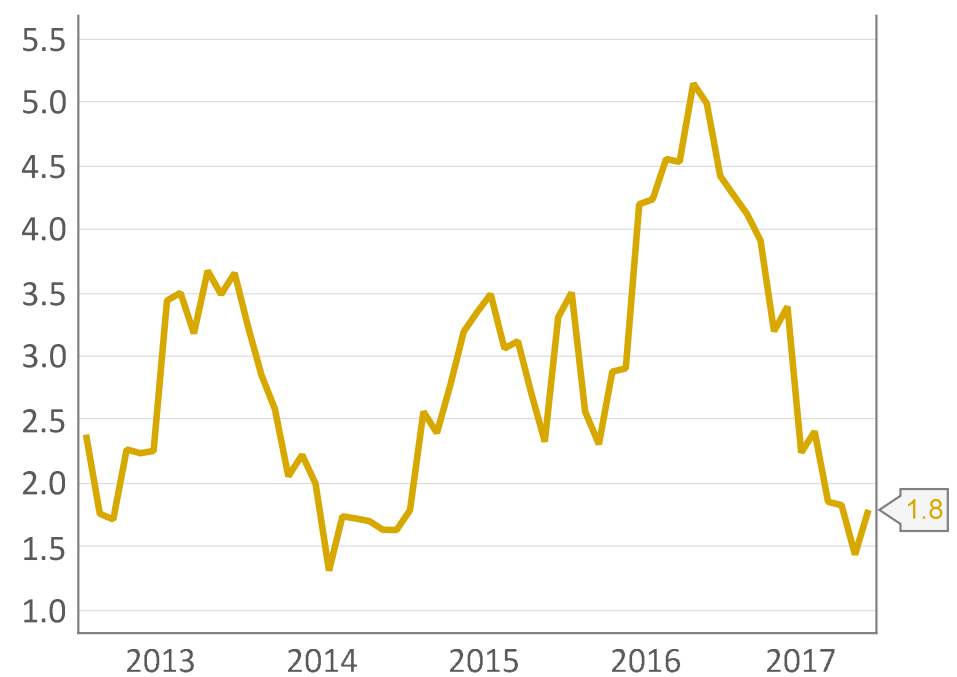
企業のデフォルト率は低下

- 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、2015年には6%程度でしたが、2018年には3%以下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2018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11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11月

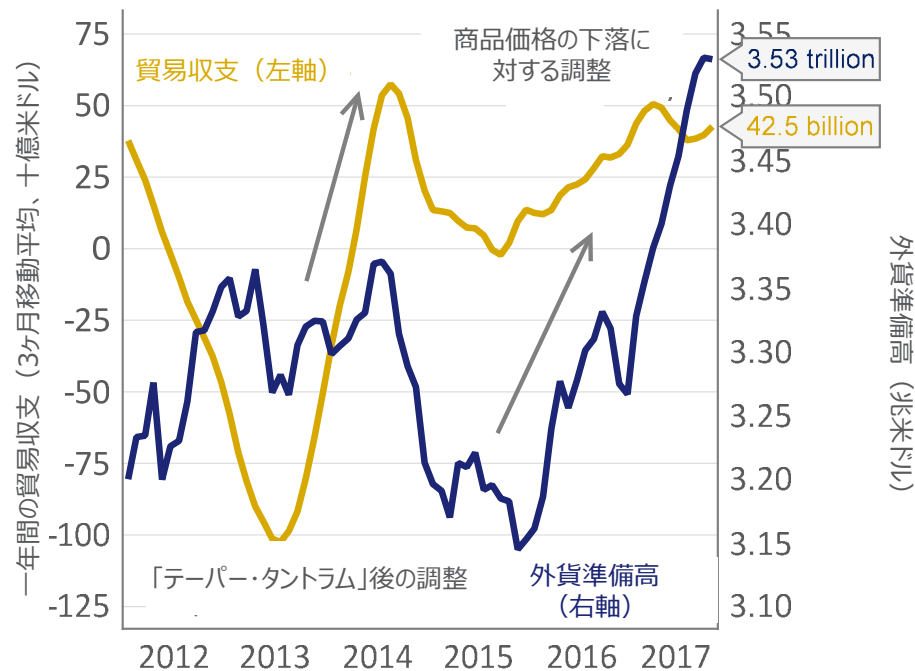
投資テーマ：エマージング市場の投資価値

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

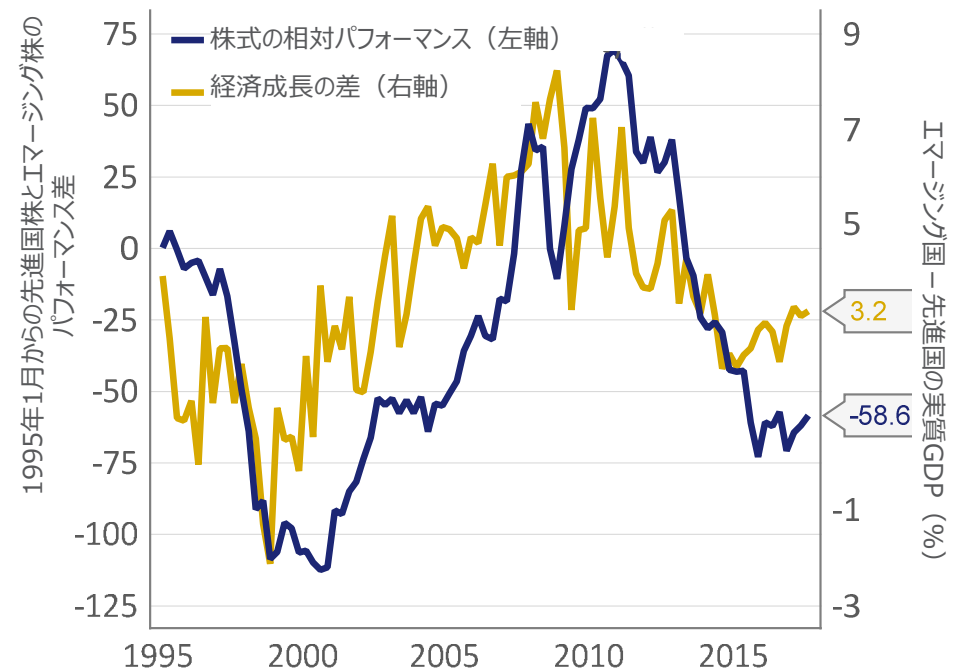
エマージング市場の回復

- 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おりません。
- 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られています。
- 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



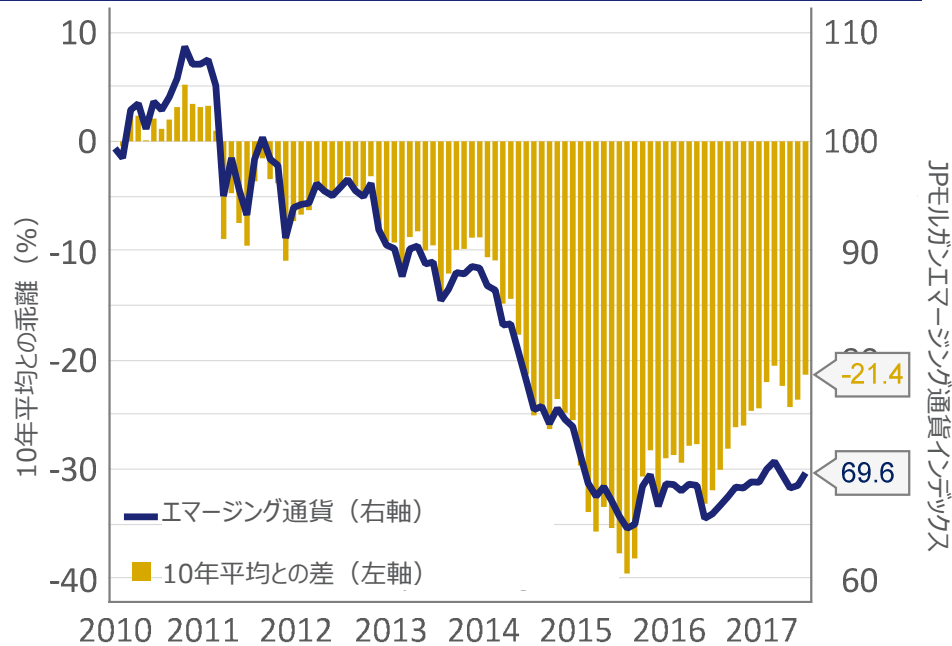
注: * アルゼンチン、ブラジル、チリ、チェコ、エジプト、ハンガリー、インド、インドネシア、マレーシア、メキシコ、ペルー、フィリピン、ポーランド、ルーマニア、ロシア、コロンビア、スロバキア、南アフリカ、台湾、トルコ出所: Macrobond; BlueBay calculations; 2017年10月

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9月

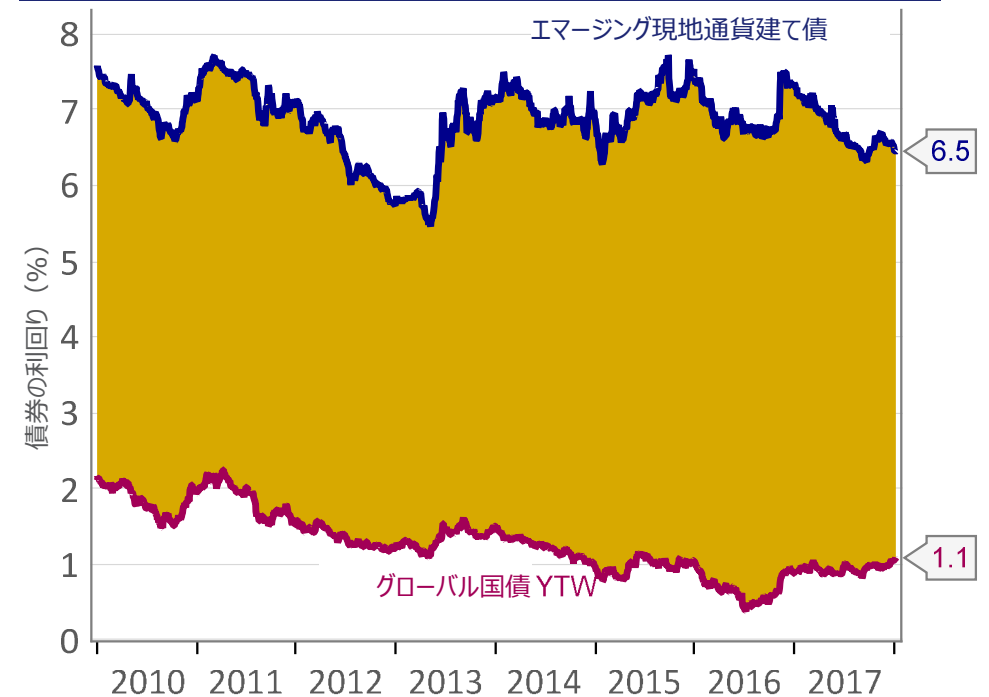
アンダーウェイトの投資家は利益を得る機会を失っている

- 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います。
- 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



注: 黄棒は10年移動平均からのJP Morgan Emerging Market Currency Indexの乖離を示しています。
出所: JP Morgan; BlueBay calculations; 2017年12月

出所: Macrobond; Bloomberg; 2018年1月8日
注: グローバル国債 - Barclays Global Aggregate Treasuries yield to worst
エマージング現地通貨建て債 - JP Morgan GBI-EM yield to maturity

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
5月	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
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
7月	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
9月	0925 コバナンツ・ライト－騒ぎ立てるべきものなのか 0928 政治を理解する：市場の切り札	レバレッジド・ファイナンス 投資適格債
10月	1013 2017Q4資産配分ナビゲーター	資産配分委員会
11月	1101 緩和策「再調整」は欧州リスク資産の追い風に 1109 予想を上回る米国政策金利はリスク資産を混乱させることはない	資産配分委員会 資産配分委員会
12月	1205 ハイ・イールド債市場；掘り下げてしてみる 1214 2018年の見通し 1219 眠れるゴルディロック 1220 ESGを債券投資に取り入れる	レバレッジド・ファイナンス エマージング債 資産配分委員会 ESG

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.

ディスクレーマー



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

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

市場のイベントまたは予測に関するいかなる声明も、執筆者のみの主観的な見解です。当該声明は、ポートフォリオ特性の変化、当該声明を行った時点で知られていない市場状況の変動など様々な要因のために、通知することなく変更される可能性があるため、それらに依存するべきではありません。したがって、いかなるフォワード・ルッキングな声明についても、現時点で正確であること、または将来正確と判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。

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

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

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

ブルーベイの事前の書面による同意なく、いかなる方法であれ、当資料を一切複製することはできません。米国においては、SECに登録された投資顧問会社であるRBCグローバル・アセット・マネジメント（U.S.）インクが当資料を提供することができます。RBCグローバル・アセット・マネジメント（RBC GAM）は、ロイヤル・バンク・オブ・カナダ（RBC）の資産運用部門です。また、RBCグループには、ブルーベイ、RBC GAM-US、RBCオルタナティブ・アセット・マネジメント・インク並びにRBCグローバル・アセット・マネジメント・インクなどの独立した関連会社が含まれます。著作権はブルーベイに帰属します。ブルーベイはRBCの100%子会社であり、RBCおよびRBCのその他の関連会社の関係会社または関連会社とみなすことができます。® はRBCの登録商標であることを示します。RBC GAMはRBCの登録商標です。ブルーベイ・アセット・マネジメント・エルエルピーは、77 Grosvenor Street, London W1K 3JRを登記事業所とし、イングランドおよびウェールズに登録番号OC370085で登録されたパートナーシップです。無断で転載、複製等を禁じます。Copyright 2017 © BlueBay. All rights reserved.

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のようになります。 エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：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は詳しくは、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あり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。