

市場見通しと投資テーマ
2018年10月－12月期

デビッド・ライリー
クレジット戦略ヘッド

市場の見通し：慎重に進もう

注視すべきイベント

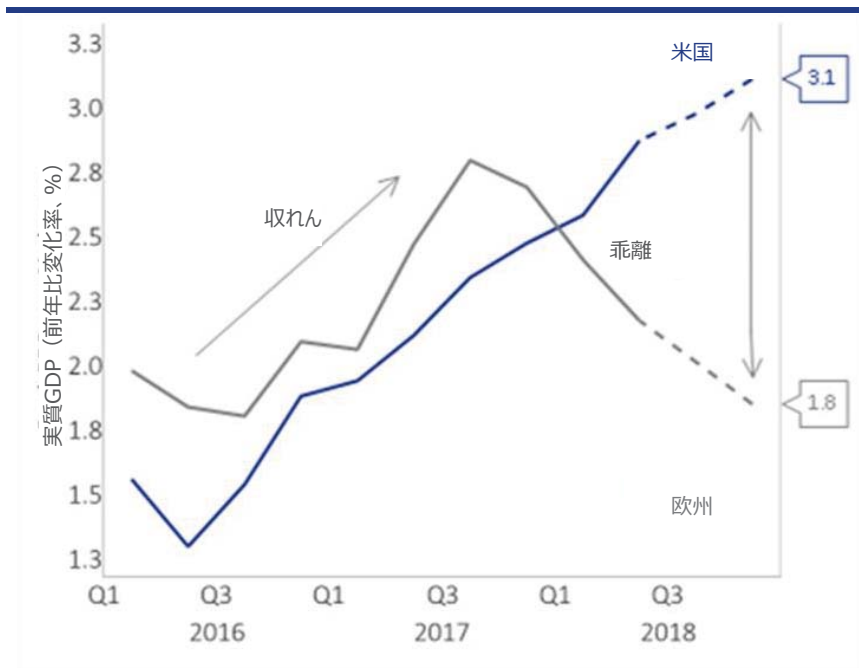
- 7-9月期の企業業績発表
- 米国インフレ率
- 中国の経済政策及び経済成長
- EU/英国サミット 10月17日
- ECB会合 10月25日
- S&Pのイタリア格付け見直し発表 10月26日
- 日銀会合 10月31日
- EUと英国の緊急サミット
- EU、イタリア予算案回答 10月末
- イングランド銀行会合 11月1日
- 米国中間選挙 11月6日
- G20サミット 11月30日
- EUサミット 12月13日
- ECB会合 12月13日
- OPEC会議 12月13日
- FOMC 12月19日
- 日銀会合 12月20日
- イングランド銀行会合 12月20日

- 投資を続けよ：**経済成長への感応度が高い資産への下支えとなるファンダメンタルズは良好です。グローバルにトレンドを上回る経済成長、堅調な企業業績、緩和的な環境、低デフォルト率が備わった状態です。投資家は、投資家が集中したポジションと元本毀損を防ぐことに気をつけながら、慎重ながらも投資を続けていくべきであると考えています。
- 厳選すべし：**金融市場の静かな時間は、投資家が集中したポジションから退出することで発生するボラティリティの短期的かつ急速な上昇で、中断されることが増えています。ボラティリティの上昇は、トレンド追随型のクオンツ運用と市場の流動性が制約されていることで、さらに助長されています。QE時代後の世界においては、テーマ投資に基づいてポジションが集中することによるリスクが高まっています。しかし、ボラティリティの上昇と資産間のパフォーマンス差が広がっていることは、ボトムアップによる銘柄選択や相対価値に基づく取引を行う投資家にとっては、多くの投資機会がもたらされています。
- 量的引き締め：**10-12月期は、QE時代からの転換点になるでしょう。2009年以来で初めて、主要中央銀行のバランスシートの合計額の増加は止まり、2019年には量的引き締め（QT）が始まります。市場は、未だ経験したことがないQT時代に突入しますが、その中で市場、クレジット、金利リスクを上手く利用するには、ベンチマークに制約されない戦略が最も適していると考えています。
- 経済成長モメンタムと金融政策の正常化：**米国は10-12月期を目覚しい経済成長モメンタムで迎え、そのペースはGDPの年率での成長率で3.5%~4%になる水準となっています。米連邦準備制度理事会（FRB）は、金融政策の正常化を進めており、インフレ率がターゲット水準にあり、失業率は長期平均を下回っています。FRBは四半期ごとの利上げを続ける公算が高く、インフレ・リスクが上方に傾いていることを考えると、来年の利上げ回数は市場が織り込む2回よりも4回となる可能性の方が高いとみています。投資家は、市場のボラティリティの上昇に対するヘッジ効果が低い伝統的な債券戦略に代わる戦略を探して行く必要があると考えています。
- 十分良い：**欧州経済は輸出の減少が主因となって減速しましたが、民間設備投資を含む国内需要は強く、失業率は低下を続けています。今年に入ってからの欧州リスク資産のアンダーパフォーマンスは、経済成長の鈍化、ECBによるQE終了、政治リスクの高まりを過度に織り込んだ結果であると捉えています。しかし、欧州の経済成長は、非常に低いデフォルト・リスクを維持し、ネガティブな投資家心理を埋め合わせるには十分な水準にあり、価格水準は特にヘッジコストを考慮するとグローバルの投資家にとって魅力的な水準にあると考えています。しかしながら、米国の経済成長が予想を上回る水準となる可能性の方が、欧州及びその他の国で予想以上の経済成長がみられる可能性よりも高いとみています。
- 交渉：**トランプ政権はカナダとメキシコとの間で北米自由貿易協定（NAFTA）の見直しについて、韓国とは新たな自由貿易協定について話し合いを行いました。トランプ政権は最終的には、同盟国との間でより公正な貿易協定を結ぶ結果に至っていることから、グローバル貿易戦争のリスクは消滅してきているとみています。しかし、米中の貿易戦争においては交渉ではなく「激化」が注視すべき言葉で、投資家はそれによる痛みを被らないように注意しなければなりません。英国ではEU離脱に関して、EUとの合意よりも、英国議会での可決交渉のほうに難題になりそうです。早期総選挙もしくは第二回目の国民投票の実施、「合意なし」のブレグジットというテイル・リスクは大きくなってきているとみられます。
- パンと見世物：**その他のポピュリストと同様に、イタリア政府は予算案について長期よりも短期的な結果に注力しています。すべてのエンターテインメントが終わったときには、最終的な予算案はEUを納得させる内容になるとみています。EUは議会選挙を前にイタリア政府と対立姿勢を示したいと考えてはおらず、ユーロ懐疑的な投資家のユーロからのイタリアの離脱（いわゆるイタレグジット）懸念は和らぐでしょう。米国の中間選挙においては、米国議会の票が割れる可能性が最も高いとみています。政策の行き詰まりと、より偏った政治になることが予想されますが、両党の共通の土台となるのは、必要性の高い大規模なインフラ支出になると思われます。

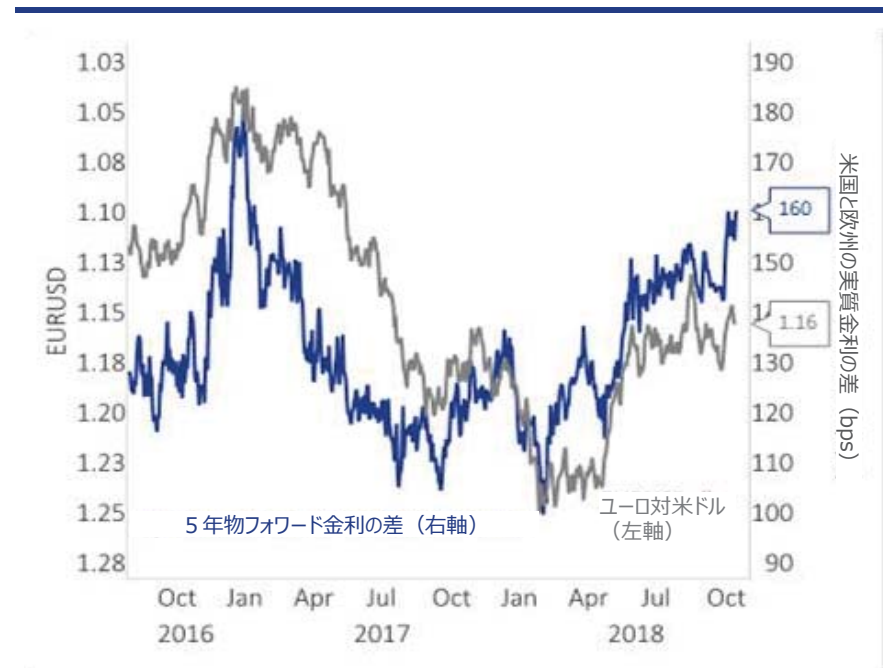
一体化と乖離

- 2018年は米国の堅調な成長モメンタム、金利見通しの差、米ドル高、米国リスク資産のアウトパフォーマンスが特徴となりました。
- 今年前半の中国の景気減速は欧州にとってはネガティブに働いた一方で、米国では財政刺激策が経済成長を押し上げました。
- 中国の緩和政策は、米国から関税が課されるなかでも短期的な経済成長のリスクを軽減しています。欧州の経済成長は安定している一方で、米国の経済成長はピークを迎えているかもしれません。
- 米国は予想を上回る経済成長となる可能性がある一方で、その他の国でそのサプライズが期待できる可能性は低そうで、米国の経済成長に追い付く余地はさほどないかもしれません。

一体化から乖離へ¹



実質金利の差とユーロ対米ドルの為替レート²



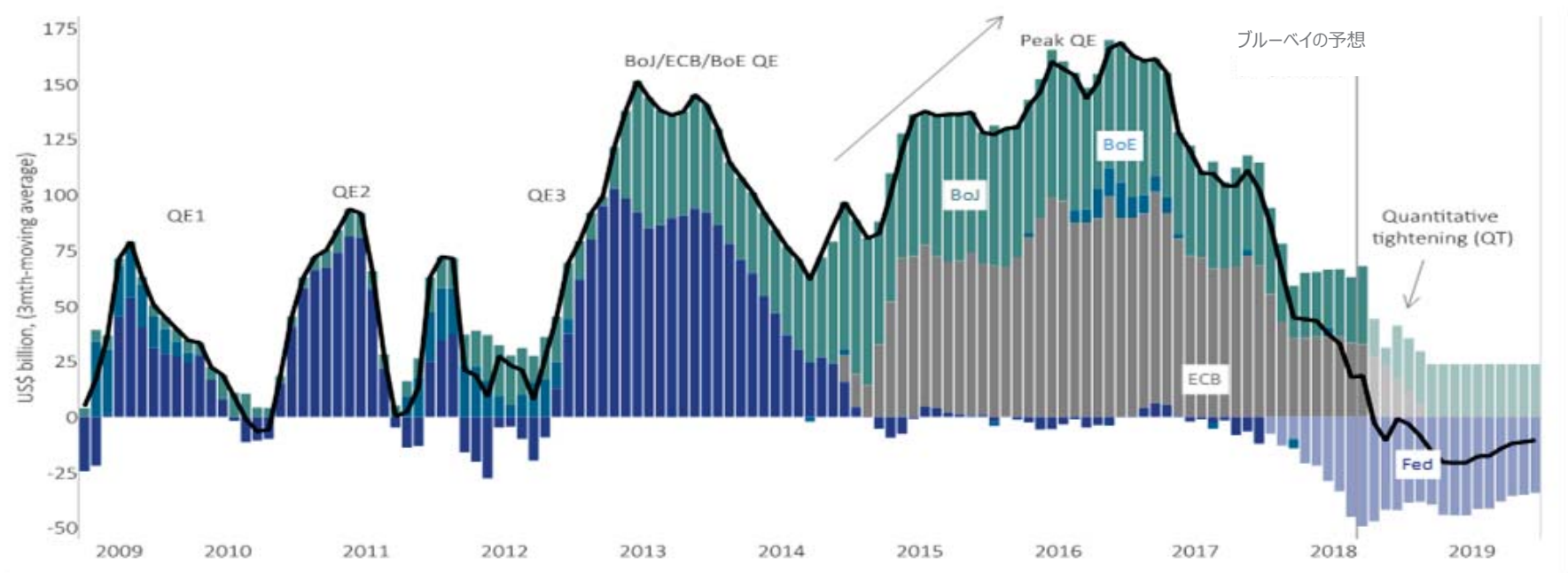
1 出所： Macrobond 2018年6月、2018年12月までのブルーベイの予想

2 注： 5年物フォワード金利の差は、米国と欧州の今後5年間の実質金利の差の予想値です。 出所： MacroBond、ブルーベイによる算出 2018年10月12日

量的緩和（QE）から量的引き締め（QT）への転換

- 10-12月期は、QEからQTへの転換点となるでしょう。主要先進国の中央銀行のバランスシートの合計額が増加する最後の四半期になるとみています。
- QEによって市場のボラティリティは低下し、資産間のパフォーマンスの差は縮小しました。そのためQTにおいては、差別化の拡大とボラティリティの上昇が予想されます。
- 中央銀行が後ろに下がると同時に、民間投資家は国債の供給増加を吸収していかなければなりません。
- 元本毀損を防ぐことに注力したベンチマーク・アンコンストレインド型の戦略が、国債利回り及び金利上昇による影響を軽減することができるでしょう。

G4中央銀行による資産買入れ合計額の推移¹

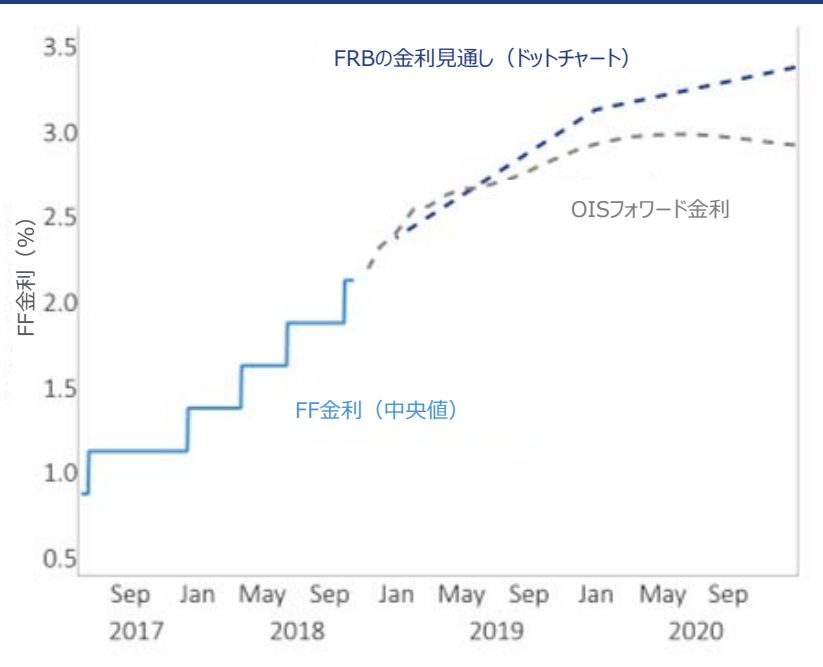


注：1 G4中央銀行が発表した資産買入れ・償還額の3か月移動平均
出所：Macrobond、ブルーベイによる算出と予想 2018年9月

米国の経済成長と金融政策の正常化によって米国債利回りは上昇

- 米国の経済成長 Momentum と米連邦準備制度理事会（FRB）が金利の正常化に向かっていて、米国債利回りは押し上げられています。
- インフレ予想は安定していますが、労働市場の引き締め、輸入品に対する関税、原油価格の上昇によって、リスクは上方に傾いているとみています。
- 米国10年国債利回りが3.5%を突破するまでには、より高いインフレ率もしくはよりタカ派なFRBの姿勢が必要となるでしょう。
- 今後一年半の市場とFRBの金利見通しの差から、ブルーベイの戦略においては米国金利はショート・バイアスを取る方針です。

FRBの金利見通しと先物の金利水準¹



米国10年国債利回りとインフレ予想



1 注：FRBの金利見通しは、FOMCメンバーによる予想値の中央値（ドット・チャート）です。2018年9月26日 OISフォワード金利：2018年10月12日

2 実質金利は米国10年国債利回りとインフレ予想（US Treasury Inflation Protected securities (TIPs)）の差 2018年10月12日

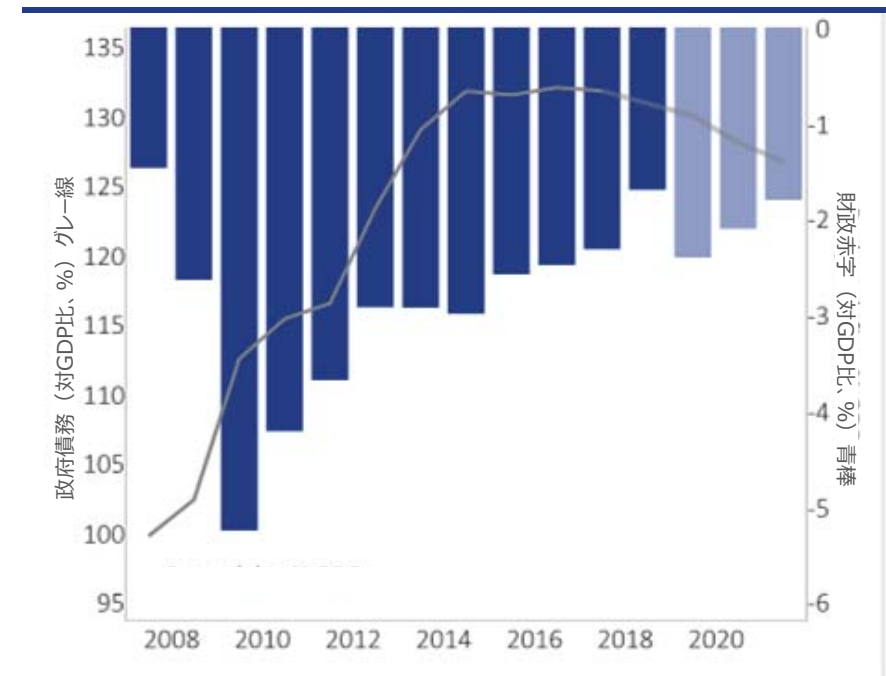
過度なイタレグジットへの懸念がスプレッドに織り込まれている

- イタリア国債のスプレッドはイタリアのユーロ離脱（イタレグジット）のリスクを織り込みすぎており、現在のスプレッドは魅力的な水準にあると考えています。
- 最終的には、ポピュリスト政党がEUに対して勝利を掲げながらも、市場を十分に満足させる譲歩を見せるとみています。
- 公的債務における問題はフローよりもストックです。予算目標は、経済成長に楽観的ですが、債務比率（対GDP比）は維持される見通しになっています。
- 根本的な問題は、次の欧州の景気後退に対して安心できるだけの成長をイタリアが欠いているということです。

イタリアのリスク・プレミアム－スプレッドと通貨切り下げのリスク¹



財政赤字と債務比率²

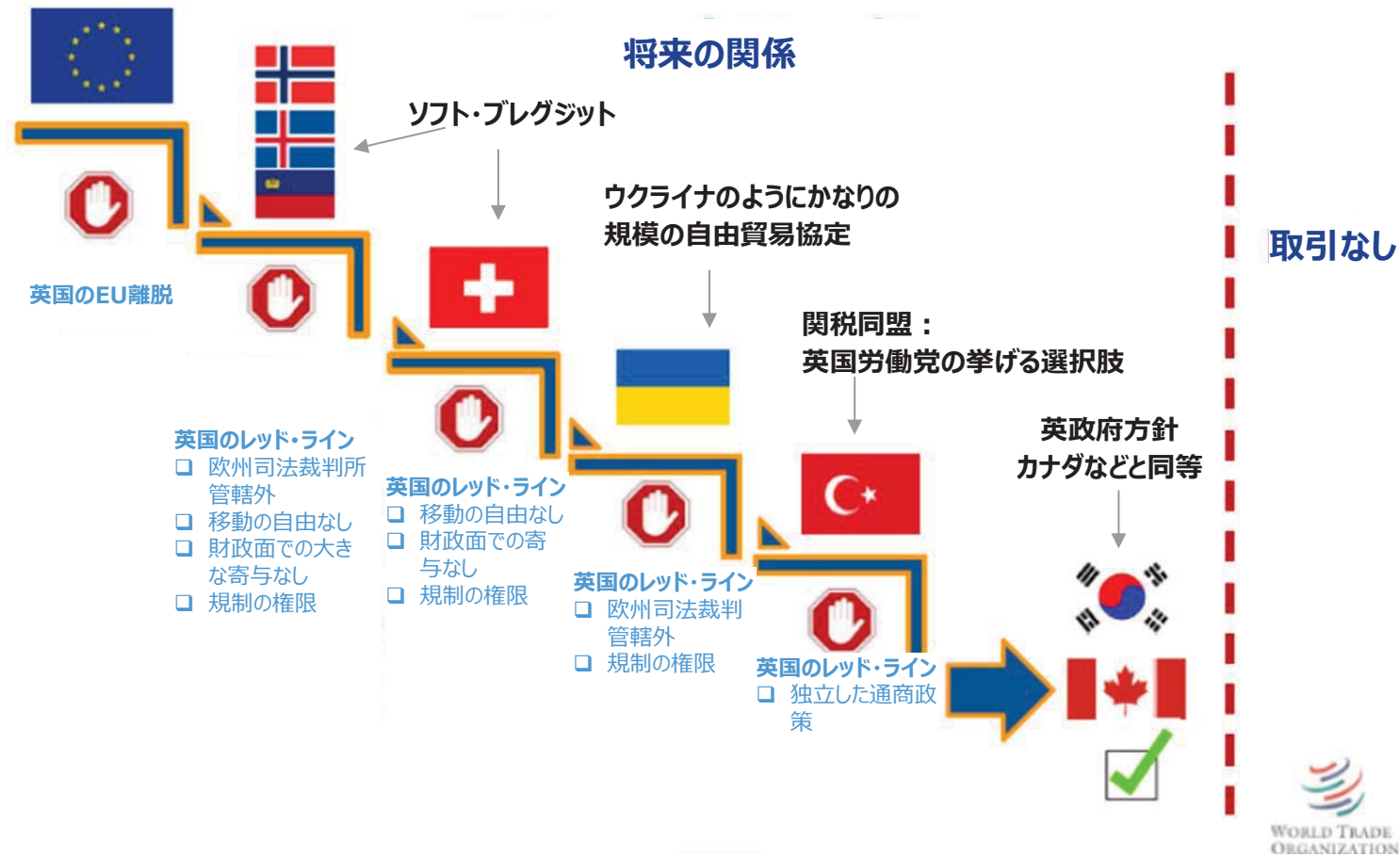


1 注：ユーロ離脱のリスクは、2014年ISDA定義と2003年ISDA定義によるイタリアのソブリンCDSのスプレッド差で示しています。2014年のISDAの定義ではユーロ離脱に対するプロテクションが含まれています。出所：Macrobond; Bloomberg; 2018年10月12日

2 出所：イタリア財務省予想 2018年10月

英国 ; 不透明な道のり

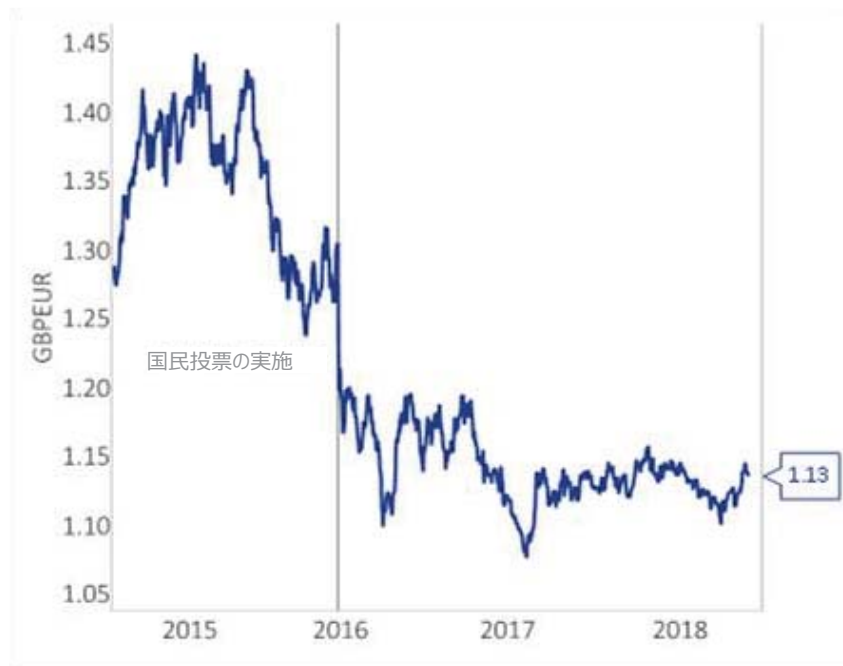
• ブレグジット交渉におけるEU側の首席交渉官であるミシェル・バルニエが示す英国の選択肢とレッド・ライン（譲れない一線）



決定の 때가 近づく 英国

- 英国の秩序だったEU離脱（2020年12月までの移行期間）の道は難しい選択を迫られています。特に北アイルランドとアイルランドの国境問題は深刻です。
- EUとの全く合意なしという可能性よりは何らかの合意に至る可能性のほうが高そうですが、あまり認識されていないリスクは、それが英国議会で可決されるかどうかです。
- 早期選挙もしくは二回目の国民投票、あるいは議会での行き詰まりとそれによる「合意なし」の可能性は高まっています。
- 英国資産は「合意なし」もしくは早期総選挙というテイル・リスクを十分に織り込んだリスク・プレミアムを提供していると考えていません。

国民投票以降の英ポンドの推移¹



英ポンド建て債とユーロ建て債のスプレッド差²



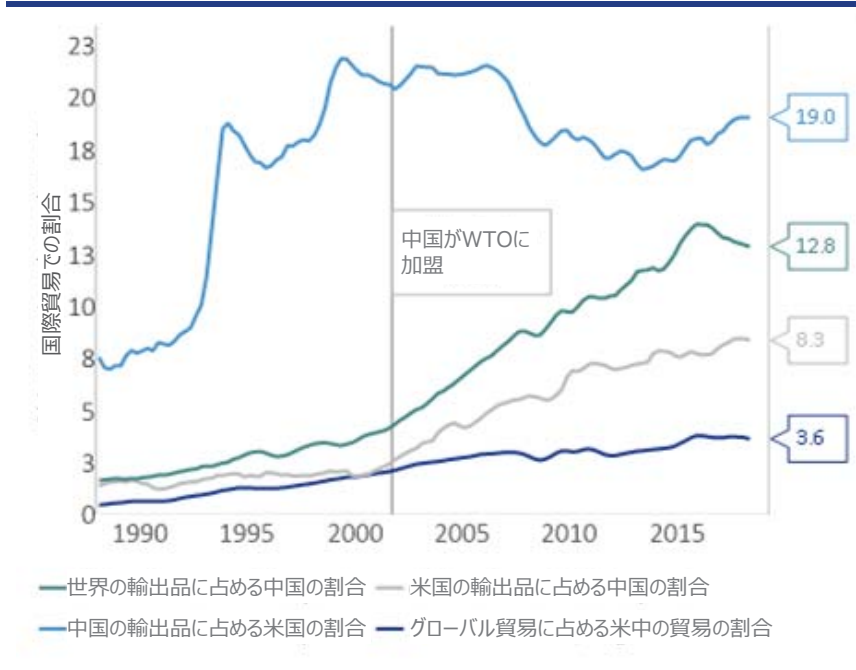
1 出所：Macrobond 2018年10月12日

2 注：英ポンド建てハイ・イールド債 - BoAML HL00 index ユーロ建てハイ・イールド債 - HP00の差、英ポンド建て投資適格債除く金融機関 - URNF とユーロ建て投資適格債除く金融機関 - EN00の差 出所：BoAML、ブルーベイによる算出 2018年10月12日

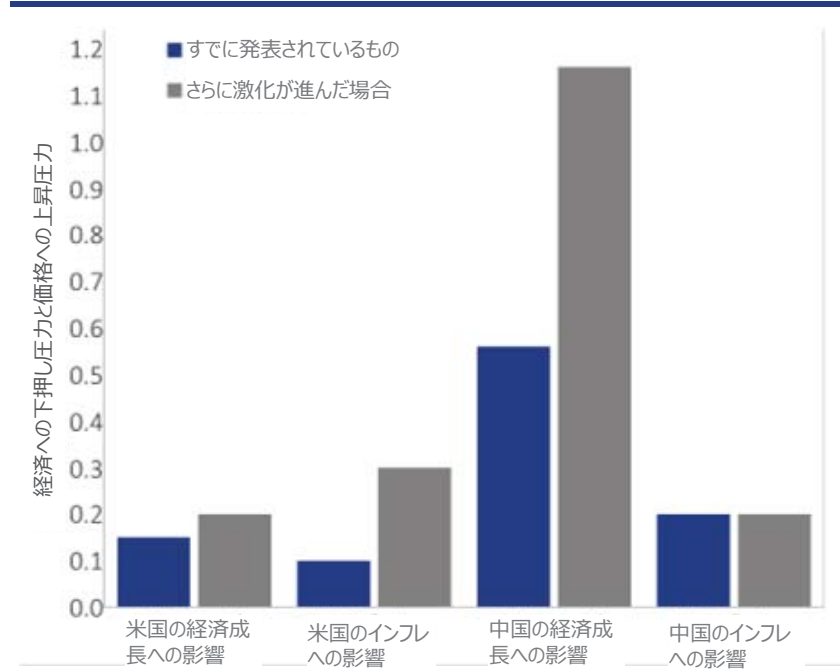
グローバルな貿易摩擦のリスクは低下する一方、米中の貿易戦争は過熱

- トランプ政権は「同盟国」と「公平な」貿易協定に向けた交渉を進めていますが、中国とは交渉ではなく激化が進んでいます。
- 北米自由貿易協定（NAFTA）は原則合意に至り、EUや日本とは個別交渉を進めており、そこでは中国は世界の貿易システムを悪用しているという米国の見方が共有されています。
- 二国間の貿易赤字をめぐる問題ではなく、地政学的なライバル意識が、米中の貿易戦争の根本にはあると考えられます。
- 貿易戦争が経済成長に与えるインパクトは中国の方が大きいですが、米国においてはインフレ・リスクを高める要因となります。

グローバルから見た米中の貿易状況¹



貿易戦争は中国の経済成長の痛みとなり、米国の価格上昇圧力となる²



1 出所：Macrobond、IMF Direction of Trade Statistics、ブルーベイによる算出 2018年6月

2 注：さらに激化が進んだ場合のシナリオは、米国への中国からの輸入品に対して25%の関税が課せられ、これに中国が対抗措置を講じる、というケースです。2019年には基本予想と比較して、輸出の減少が経済成長にマイナスに影響し、輸入品の価格上昇が消費及び投資に影響することが予想されます。インフレへの影響は単純に関税の50%のパススルーを想定しています。経済政策と人民元（対米ドル）の為替レートは変化しないという想定に基づきます。出所：IMFの予想、ブルーベイの予想2018年10月

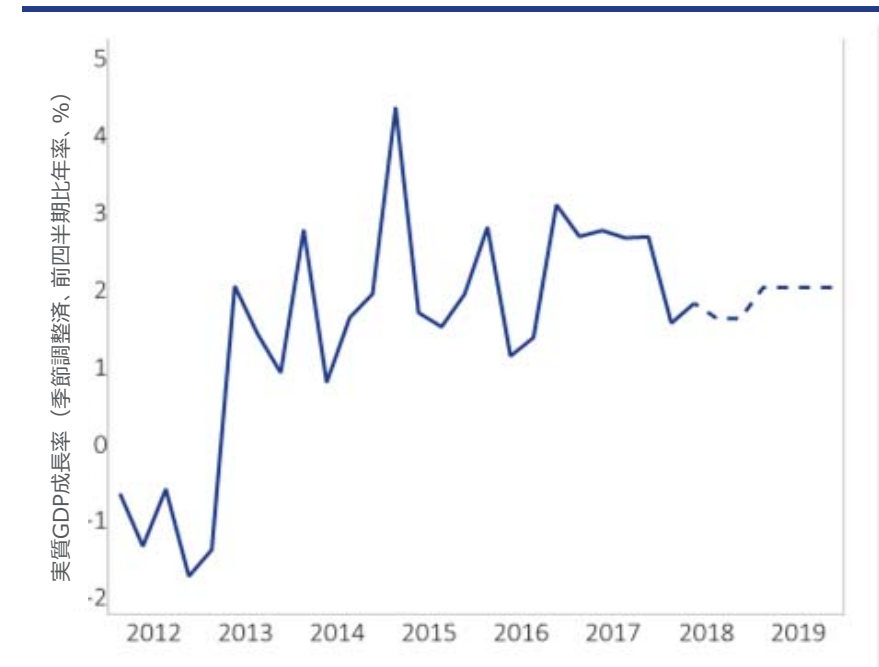
欧州の経済成長；十分に良い

- 輸出が2017年後半の欧州の経済成長を押し上げ、反対に2018年前半は押し下げる要因となりました。しかし、内需は強い状況が続いています。
- 家計消費及び投資を下支える雇用の増加がスピードを上げています。
- 年間成長率約2%という水準は、長期的なトレンドを上回っており、良好な企業業績と低デフォルト率が期待できます。
- 欧州の経済状況は目覚ましいものではありませんが、クレジットのファンダメンタルズを下支えるには十分な水準です。

項目別のユーロ圏GDP成長率¹



ユーロ圏のGDP成長率とECBの予想値²



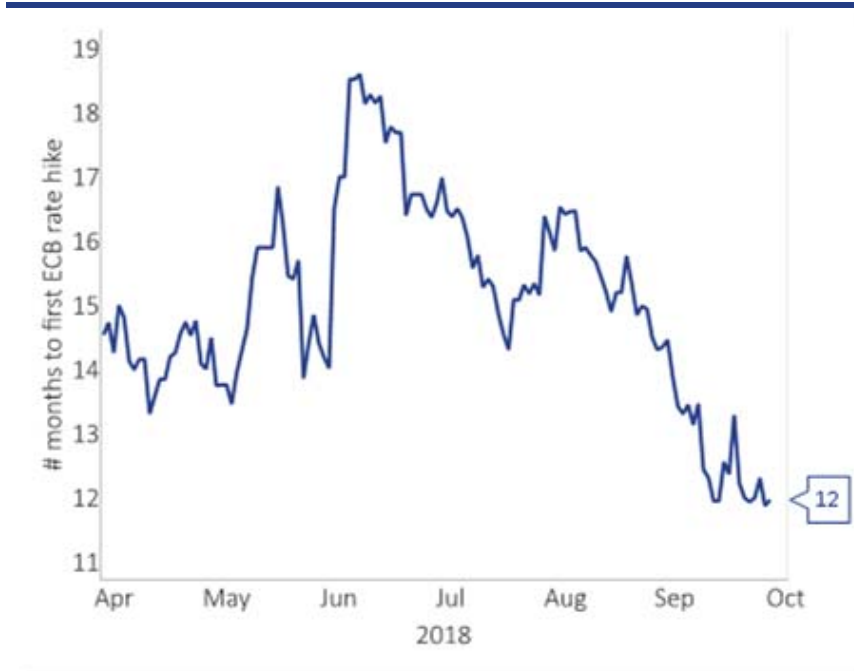
1 注：各項目の前四半期比実質GDPへの寄与度 出所：Macrobond; Eurostat 2018年6月

2 注：実質GDP（前四半期比年率）とECBの予想 2018年9月 出所：Macrobond、ECB 2018年9月（実際のデータは2018年6月までのもの）

ECBのフォワード・ガイダンスが欧州の債券の下支えとなる

- ECBはフォワード・ガイダンスで、2019年の夏の間は現行の金利水準を維持するとしており、そのことから早くとも利上げは2019年の9月となります。
- 2018年末までの資産のネット買入額と再投資額を合算すると、今後一年間の債券買入額は2,300億ユーロを超えることになります。
- フォワード・ガイダンスに裏打ちされたマイナスの預金金利と再投資によって、イールドカーブはスティープ化し、ボラティリティは低い状態が続くと予想されます。
- 低ボラティリティによってクレジット債のスプレッドが縮小すると予想される中で、スティープ化したイールドカーブは海外投資家からのユーロ債券への需要をもたらすでしょう。

市場が予想するECBの最初の利上げまでの月数¹



ECBの月額再投資額 (十億ユーロ) ²



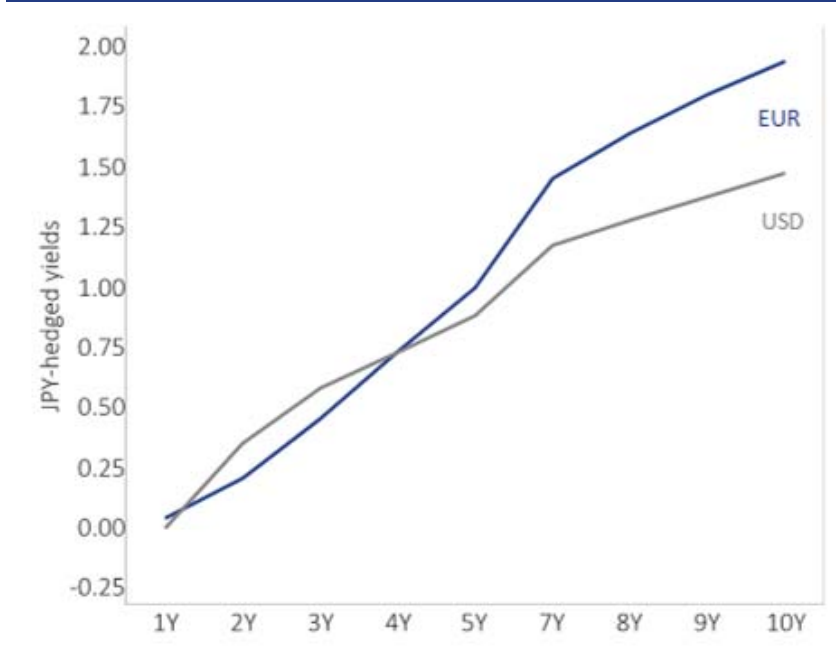
1 出所：Morgan Stanley、Bloomberg 2018年10月12日

2 出所：Macrobond; ECB; 2018年9月 注：2018年9月までの月額買入額は300億ユーロ、それ以降12月までの月額買入額は150億ユーロ

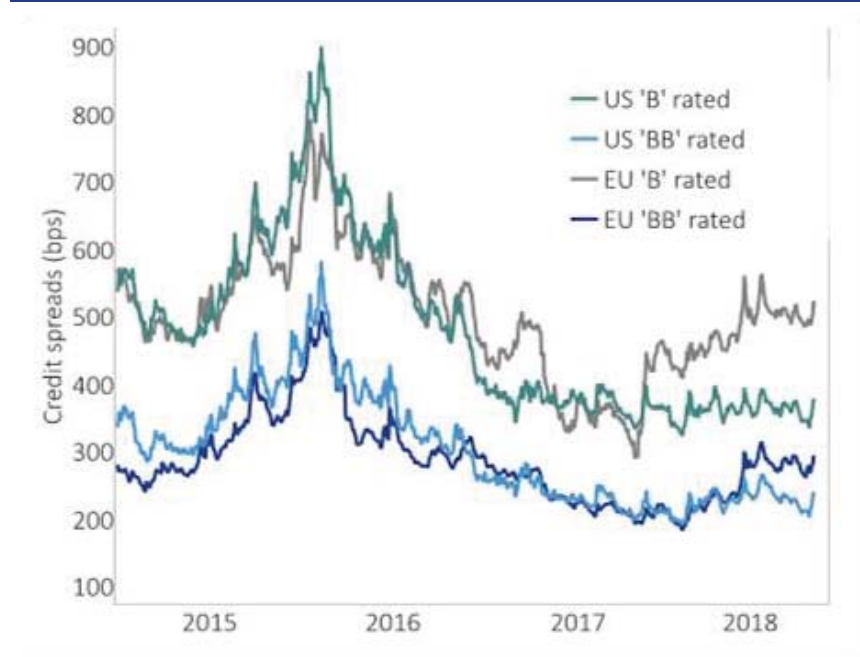
魅力的なユーロ建てのクレジット債

- ヘッジコストの上昇によって、米国資産は海外投資家にとって割高となっていますが、ヘッジコスト考慮後のユーロ建て債の魅力は高まっています。
- 欧州企業はバランス・シートの強化に取り組んでおり、当面デフォルト率は非常に低い水準を維持するでしょう。
- ECBのフォワード・ガイダンスによって、クレジット債の投資家にとって主なリスク要因となる金利のボラティリティは抑えられています。
- 欧州ハイ・イールド債の価格水準は、経済と政治のリスクを完全に織り込んでおり、同格付けの米国銘柄と比較してスプレッドはワイドです。

円ヘッジ後の米ドル建て及びユーロ建てのBBB格銘柄のスプレッド・カーブ¹



格付けごとの米ドル建て及びユーロ建てハイ・イールド債のスプレッド²



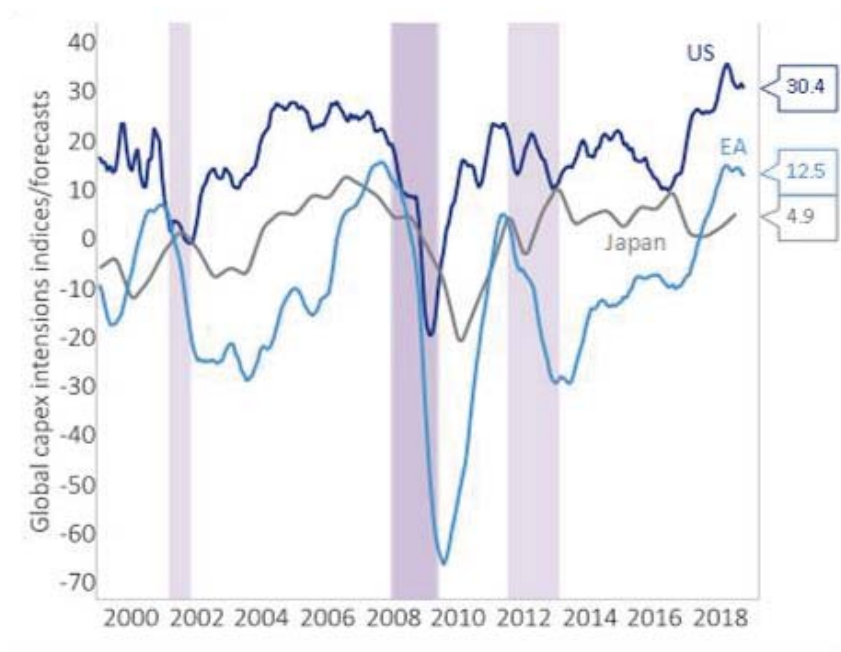
1 出所：Bloomberg 2018年10月12日

2 BoAML Euro high yield index及びUS High Yield Master II indexのBB格及びB格のOAS 2018年10月12日

グローバルな経済成長：喜んで良い理由

- 企業が堅調な受注に対応し、稼働率が高まるなかで、グローバルに設備投資は増加しています。
- 米国と中国は減速が予想されているものの、2019年の経済成長予想のコンセンサスは引き続きトレンドを上回る水準となっています。
- 強いモメンタムと財政刺激によって2019年の米国の経済成長率は2.75%超になると予想していますが、コンセンサスは2.5%です。
- 中国では緩和政策によって2019年の経済成長率は6%プラスになるでしょう。

設備投資の意向は高まる¹



グローバルな経済成長は堅調な状態が続くと予想される²



1 注：網掛け部分はリセッション時を示します。EA（欧州）は monthly survey of order books for investment goods, US は regional Federal Reserve bank monthly surveys of capex expectations, Japan（日本）は短観半期サーベイ設備投資の前年比変化率予想に基づく。出所：Macrobond、ブルーベイの算出 US & EA 2018年9月、日本 2018年6月

2 注：民間のグローバル経済成長予想の中央値 出所：Bloomberg 2018年10月12日

中国；その他の国にとっての変数

- 米国を除くグローバル経済の成長は、中国経済に左右されます。
- 中国の経済成長は2017年中頃にピークに達しました。当局がレバレッジの解消に乗り出したためです。しかし、再び経済政策は緩和的になってきています。
- 最近の人民元の下落は、景気減速と米国の関税に対する対応を反映したもので、管理された下落がさらにみられると予想しています。
- 中国の経済成長が安定もしくは上向くことはグローバルな経済成長を押し上げ、米国とも連携した成長を遂げられますが、貿易戦争は強い逆風要因です。

経済政策の緩和が経済成長の下支えとなる¹



人民元は米ドルに対してさらに下落すると予想²



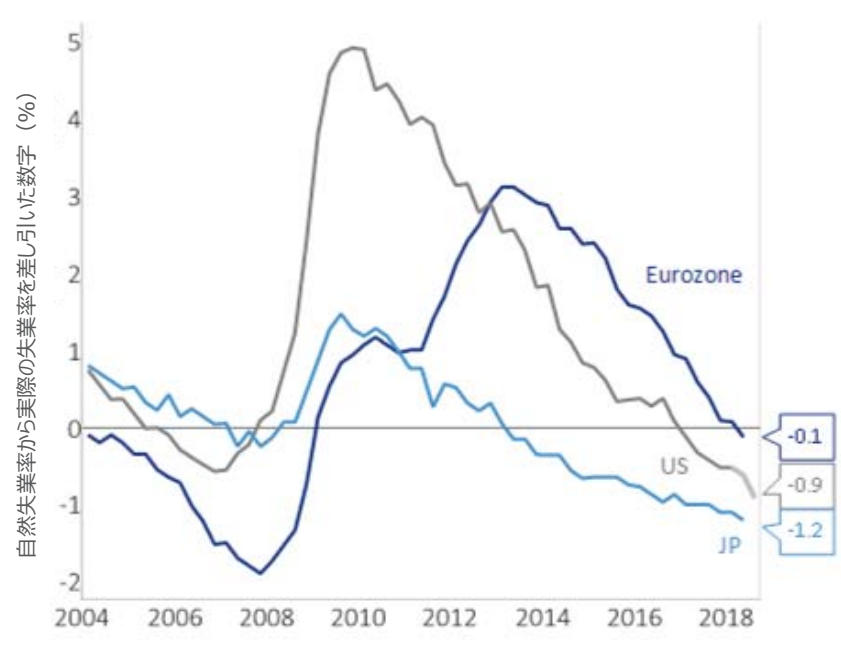
1 注：中国李克強指数は、銀行融資、鉄道運賃、電力消費の年間成長率平均を示した指数で、GDP成長率を示す指数の代替となります。出所：Bloomberg 2018年8月

2 出所：Macrobond; Bloomberg 2018年10月12日

完全雇用と賃金上昇

- 米国と欧州の失業率は、自然失業率（NAIRU）予想を下回り、欧州でもスラック（需給の緩み）は消滅しつつあります。
- 労働市場の引き締めは、G3における賃金の上昇トレンドの下支えとなります。
- 政治や世論からの圧力によって最低賃金は上昇しています。
- 生産性の成長を上回る賃金上昇は、企業収益を損ない、コア・インフレの上昇圧力につながるとされています。

失業率の低下¹



賃金は上昇傾向²



1 出所：Macrobond; OECD, CBO, Eurostat 2018年6月

2 出所：MacroBond、ブルーベイによる算出 2018年9月

インフレ・リスクは上方に傾く

- 家計インフレ予想は上昇しており、エマージング市場では通貨の下落によってこの傾向がより色濃くみられます。
- 完全雇用の米国経済は過熱気味となっており、コア・インフレはFRBのターゲット水準をわずかに上回る水準が続くと考えています。
- 国内からのインフレ圧力と原油価格の上昇がみられるなかで、市場はインフレ・リスクを過小評価していると考えています。
- ポピュリズムは富の再分配とインフレ上昇、貿易保護主義の増長、国際資本移動の低下、規制強化、賃金上昇を生むと考えています。

消費者物価指数予想は上昇傾向にある¹



米国のコア・インフレはターゲットを上回る²



1 出所：IMF 2018年8月

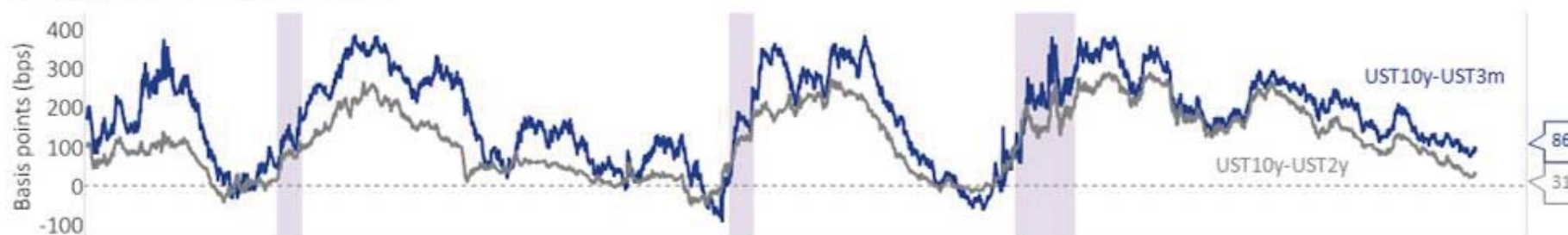
2 注：ブルーベイの予想 出所：MacroBond、ブルーベイによる予想 実績データは2018年9月まで

米国債のイールドカーブのフラット化；心配するには早すぎる

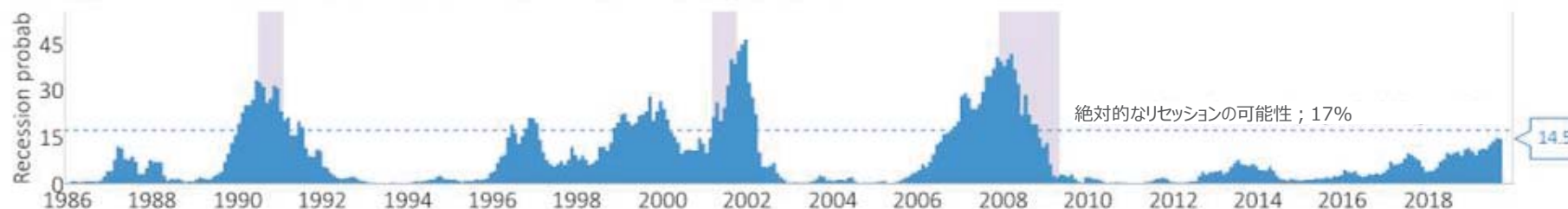
- FRBの利上げ時期においては、米国債のイールドカーブはフラット化する傾向がみられ、逆イールドが米国のリセッションに先行して見られます。
- 10年債利回りと3ヶ月金利の差のほうが、10年債と2年債の利回り差よりも先行指標としては優れており、逆イールドにはまだ遠い水準にあります。
- 10年債利回りと3ヶ月金利の差が示唆するリセッション・リスクは、絶対的なリセッションの可能性（つまり、6年に1回の実績）よりも低くなっています。
- 今後1年から1年半の間に米国がリセッションとなるリスクは低いとみています。経済成長への感応度が高いリスク資産に対してディフェンシブな姿勢を取るのには早すぎると考えています。

イールドカーブの傾斜とFF金利（網掛けは景気後退時）

10年債利回りと3ヶ月金利の差と10年債と2年債の利回り差



10年債利回りと3ヶ月金利の差がリセッションの可能性

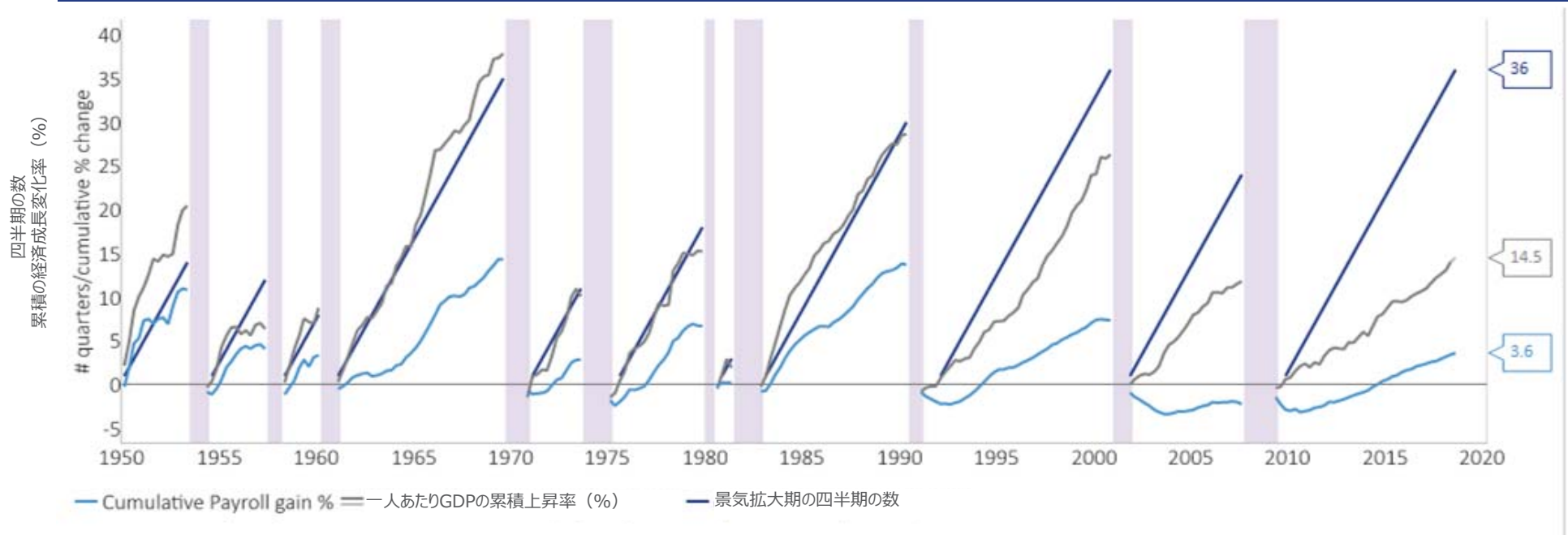


出所：Macrobond 2018年10月12日 注：網掛け部分はNBERが示す景気後退時

米国経済は拡大；それほど成熟期にはない

- 36四半期に亘って続く経済成長は、第二次世界大戦後、1992年から2000年にかけて続いた景気拡大に肩を並べる長さとなりました。
- 直近18ヶ月より以前は、現在の米国の景気拡大は一人当たりの生産量はわずか14%の上昇でした（2000年は26%）。
- 景気拡大は歳月を経るから終わるのではなく、長きに亘って景気過熱の状態が続き、金融面の超過状態が積み上がることで終わりを迎えます。
- 経済は過熱気味になっていますが、長期に亘ってその状態が続いているわけではないことから、リセッションリスクは当面の間は低いと考えています。

第二次世界大戦後の米国の景気拡大¹

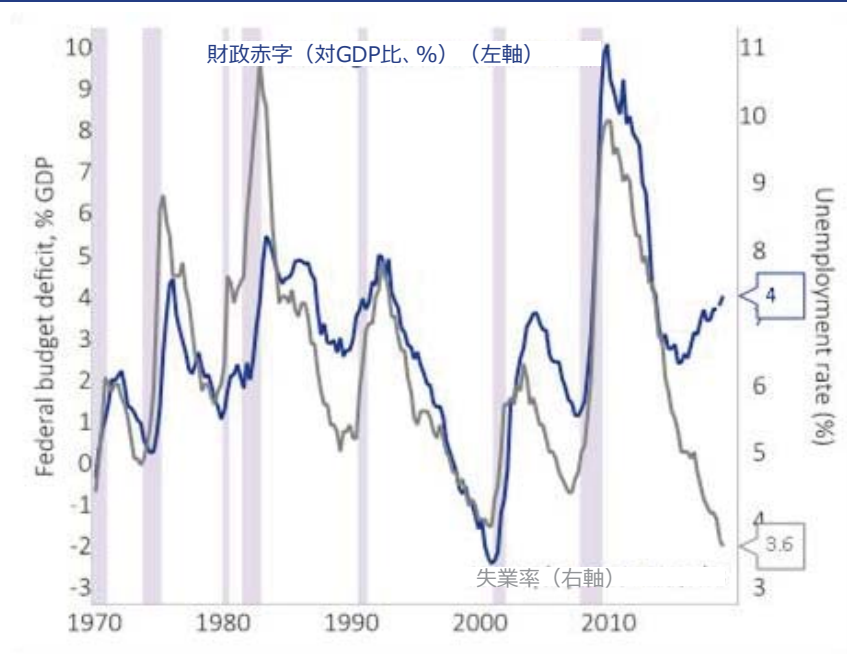


出所： Macrobond、ブルーベイによる算出 2018年9月

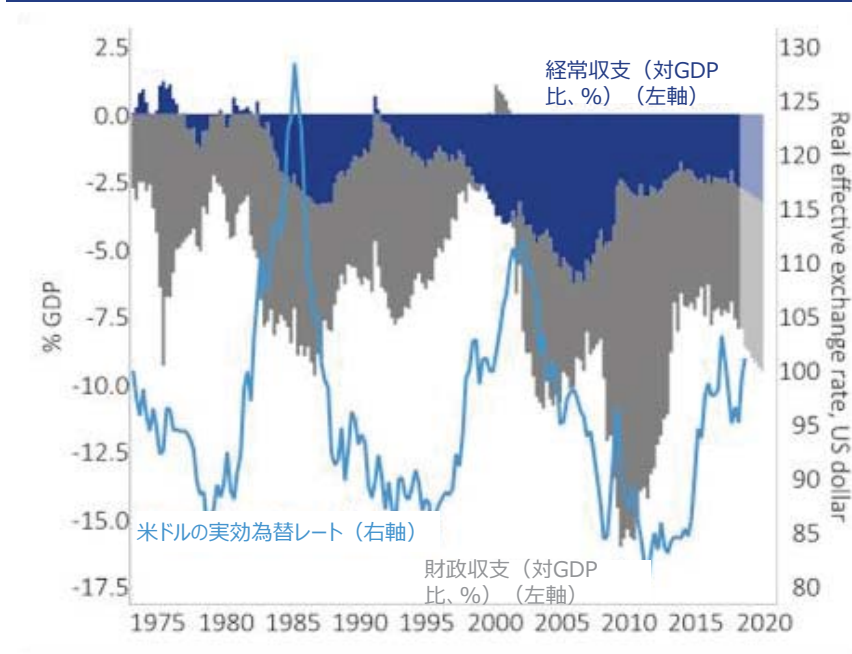
米ドルの不安定な土台

- 減税と財政支出拡大によって、経済成長と金利見通しが押し上げられたことが最近の米ドルの上昇につながりました。
- 完全雇用に近い状態で、2019年も安定した経済モメンタムがみられることが予想されるなかで、かなりの財政刺激策が講じられています。
- 持続不可能な財政政策は2019年以降にテーマとなり、投資家の懸念も高まってくるでしょう。
- 双子の赤字（財政と経常収支）の拡大は通常、中期的には米ドルの下落につながります。

財政赤字の拡大と失業率の低下¹



双子の赤字は通常米ドル安を招く²



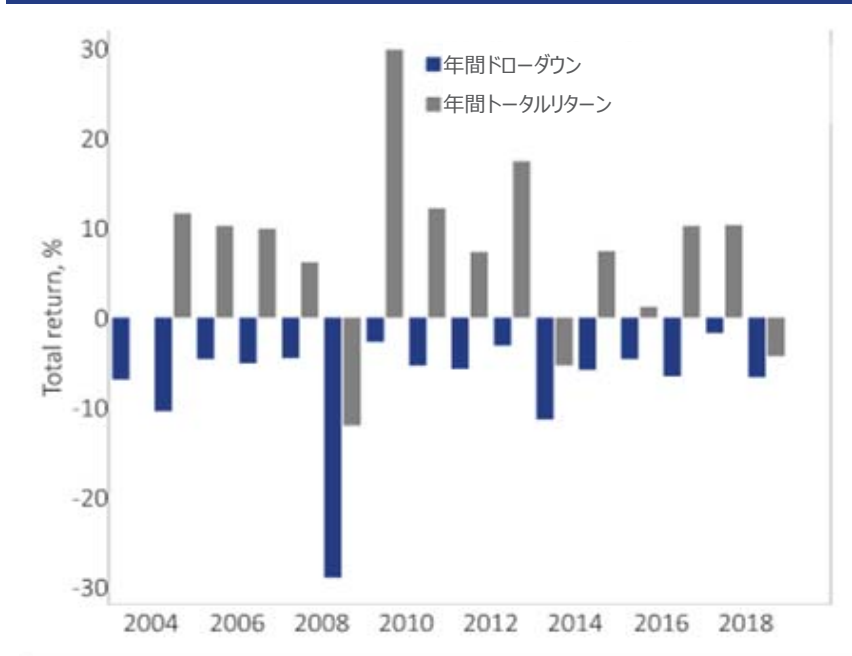
1 注：財政赤字（対GDP比、%）は米国財務省及びブルーベイの予想 出所：Macrobond、ブルーベイ 実際のデータは2018年6月まで

2 注：経常及び財政収支はOECDの試算と予想 出所：MacroBond 実際のデータは2018年6月まで

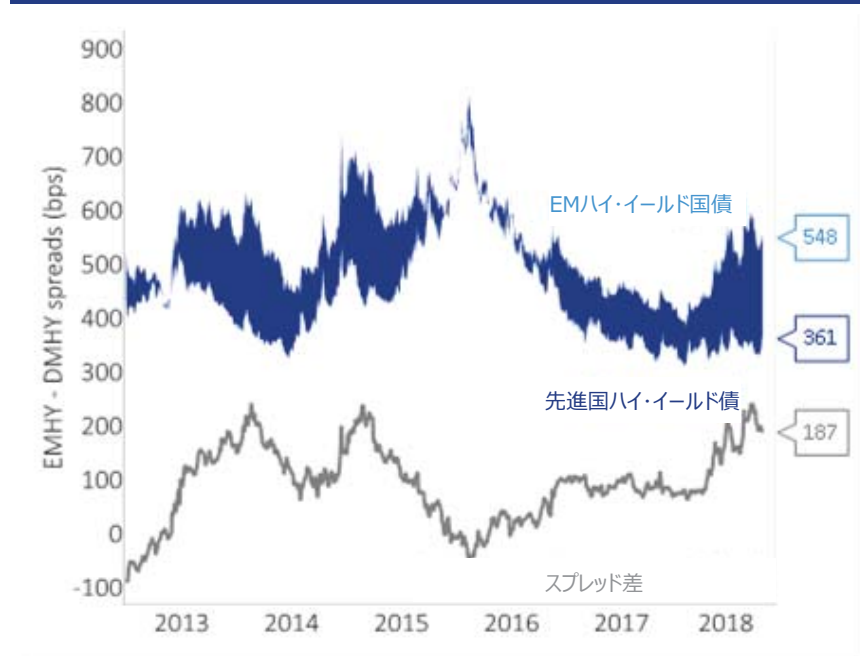
エマージング市場；痛みと報酬

- 良好なリターンとなった年においても、エマージング市場ではかなりのドロウダウンがみられます。
- 外貨建て債よりも、通貨と現地通貨建て債の方が対外的な金融環境の引き締めに対する調整の矛先になると予想されます。
- エマージング国債と先進国社債のスプレッド差は広まっており、特にハイ・イールド債でその傾向が強くみられます。
- 高利回りで原油への感応度が高いエマージング・ソブリン債や社債は魅力的なスプレッド水準にあると考えています。

エマージング外貨建て債インデックスの年間リターンとドロウダウン¹



先進国のハイ・イールド債とエマージング・ハイ・イールド国債のスプレッド差²



1 注：2018年は2018年10月8日までの年間リターンで、最大ドロウダウンの期間は2018年1月8日から6月19日となっています。出所：JP Morgan EMBI Global Diversified index; Bloomberg; ブルーベイ 20による算出; 2018年10月12日

2 出所：Macrobond; JP Morgan EMBI Global Diversified noninvestment grade (EMHY) stripped spread; BoAML Developed Markets High Yield Constrained Index spread (DMHY); 2018年10月12日

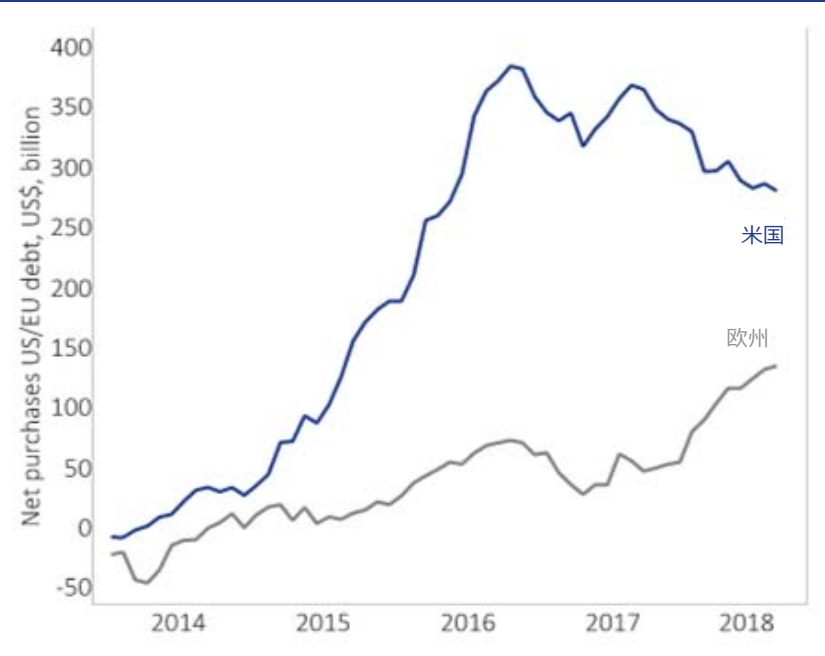
日本にとってはポジティブ、グローバル債券及びクレジット債にとってはネガティブ

- 日本国債の超低利回りによって、日本の投資家は利回りを追い求めたことから、グローバルでクレジット債などの債券の重要な買い手となっています。
- 相対的なヘッジコストによって、アジアの資金は米国から欧州へと流れています。
- 日銀は超緩和的な金融政策を続けるとしていますが、イールドカーブ・コントロールの微修正は日本国債のわずかな利回り上昇を認めるものでした。
- 日銀の政策及び日本国債の動きが大きく変化することは、グローバル債券やクレジット債によってはマイナス材料となるでしょう。

日銀の政策金利と日本国債の利回り (%) ¹



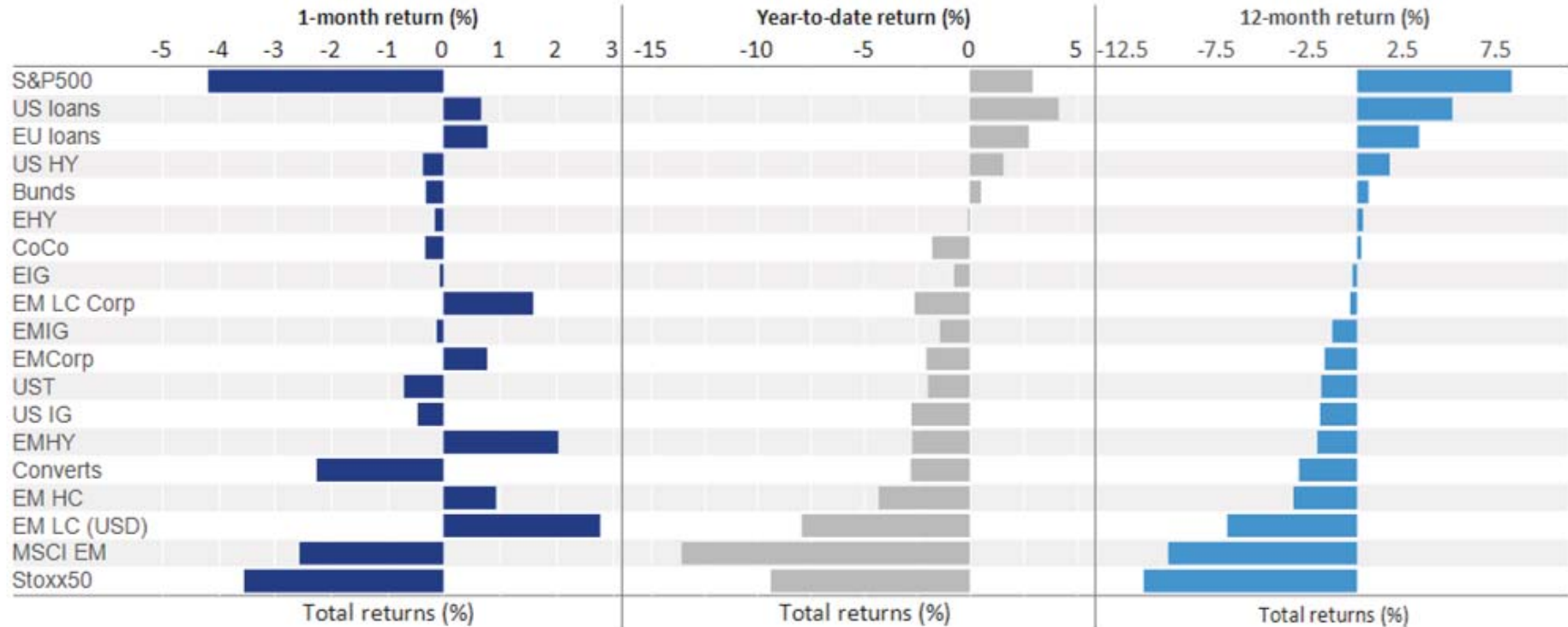
2014年以降の日本の投資家による累積債券購入額 (十億米ドル) ²



1 出所：Macrobond 2018年10月12日

2 出所：Macrobond、日銀 2018年8月

資産別のトータル・リターン(%)

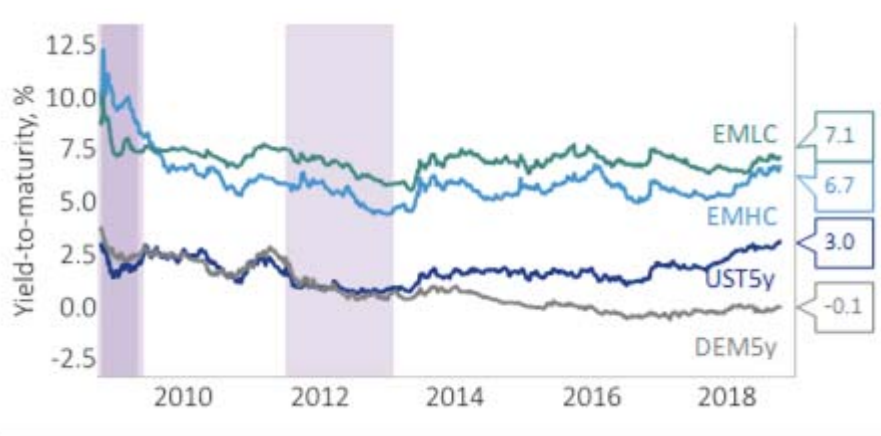


出所 : BAML; JP Morgan; ThomsonReuters; Macrobond; 2018年10月12日

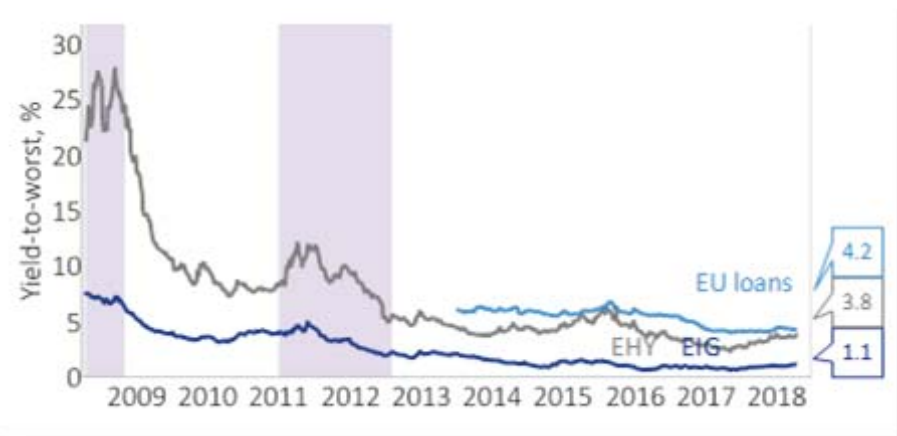
注: USHY (BoAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BoAML US Corporate Index, C0A0); UST (BoAML US Treasury & Agency index, G0A0); Bunds (BoAML German Government index, G0D0); EHY (BoAML European Currency High Yield index, HP00); EIG (BoAML Euro Corporate index, ER00); EMHY (JPM CEMBI Broad Non-investment 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)

市場のサマリー：債券の利回り

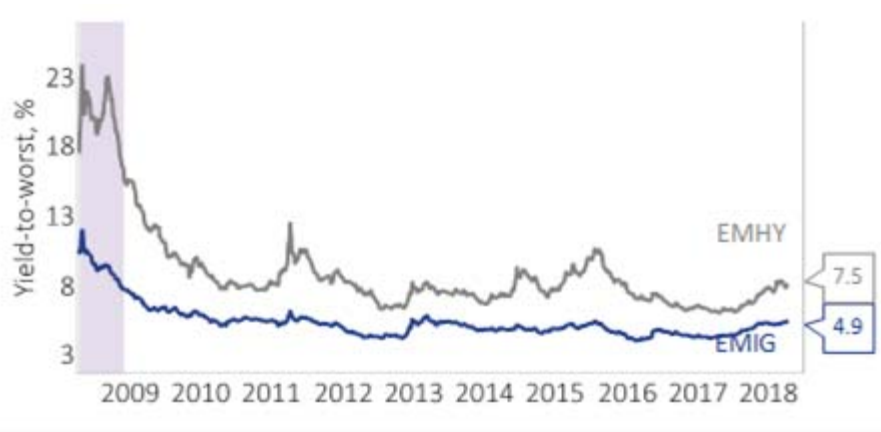
国債の利回り (%)



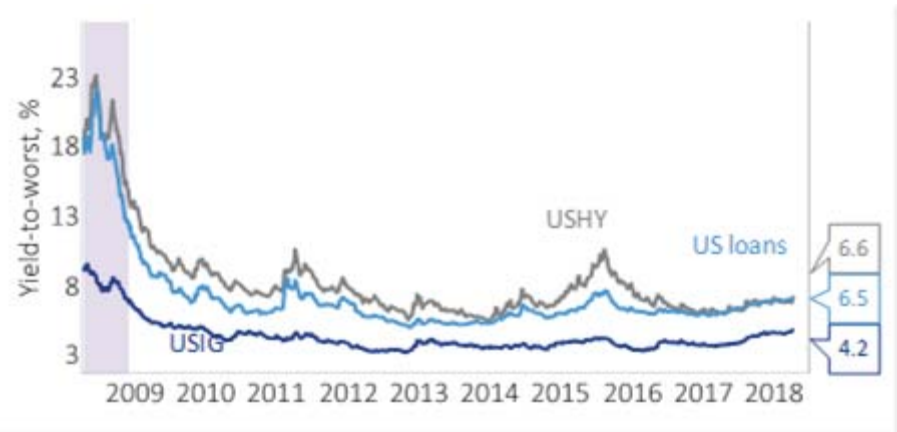
欧州社債の利回り (%)



エマージング社債の利回り (%)



米国社債の利回り (%)



出所: BoAML; JP Morgan; Macrobond; 2018年10月12日

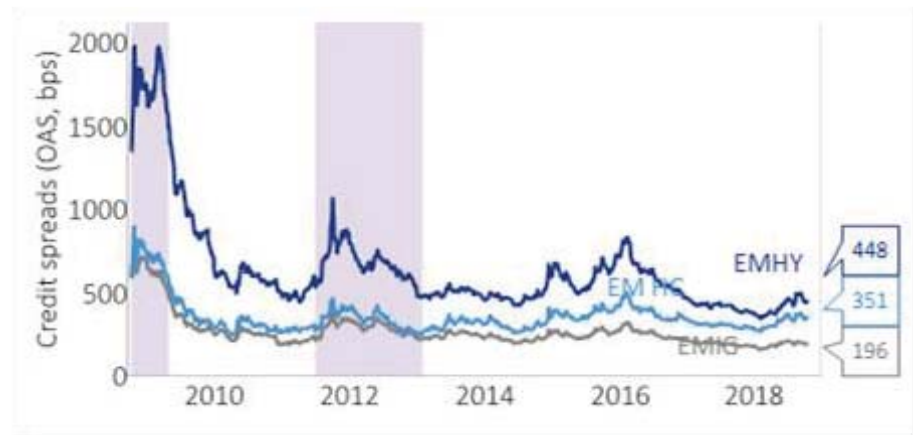
注: USHY (BoAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BoAML US Corporate Index, C0A0); EHY (BoAML European Currency High Yield index, HP00); EIG (BoAML Euro Corporate index, ER00); EMHY (JPM CEMBI Broad Non-investment grade index); EMIG (JPM CEMBI Broad Investment Grade index); DEM5yr (German government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

市場のサマリー：株価とスプレッド

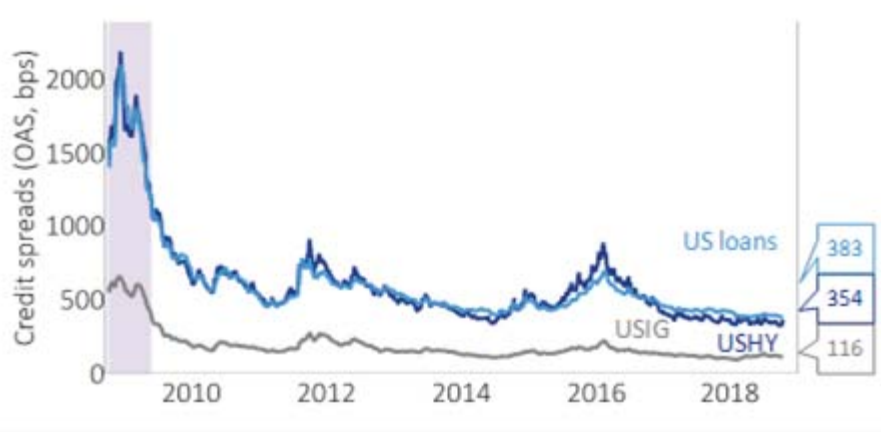
株式市場



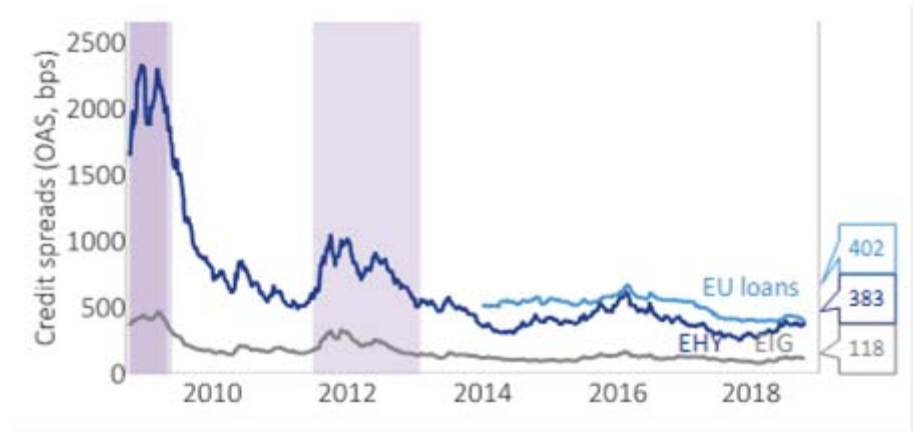
エマージング国債のスプレッド



米国社債のスプレッド



欧州社債のスプレッド



出所: BoAML; JP Morgan; Macrobond; 2018年10月12日

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.



BlueBay
Asset Management

投資テーマ



Global Asset
Management

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、資産価格の差が小さくなってきたことで、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、今年前半に大幅な調整に見舞われました。米ドル高によって、対外的な脆弱性が懸念されるトルコやアルゼンチンといった国が大きく売られ、それがその他のエマージング市場にも波及しました。この下落は、リスク要因及びボラティリティ、リターンを熟知していないエマージングの専門家でない投資家（クロスオーバーやリテール）のポジションによって助長されました。しかし全体として、より柔軟なマクロ政策、対外資金調達必要性の低下、外貨準備の積み上げによって、エマージング諸国の経済は、米ドルの流動性引き締めに耐えることが出来るでしょう。過去を振り返ると、エマージング市場の下落は、資産クラスをアンダーウェイトしている投資家が戦略的なアロケーションを行うに際して、魅力的なエントリー・ポイントを提供してきています。ベンチマークに制約されない絶対リターン志向のアプローチがエマージング資産の投資においては最も有効で、米国の金融政策が正常化に向かうなかでの調整による投資機会を活用出来ると考えています。
- **欧州銀行の金融仲介機能の低下**：欧州銀行セクターのレバレッジ解消や修復によって、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**：リフレや企業業績の改善、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択すべきで、デュレーション・リスクを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。

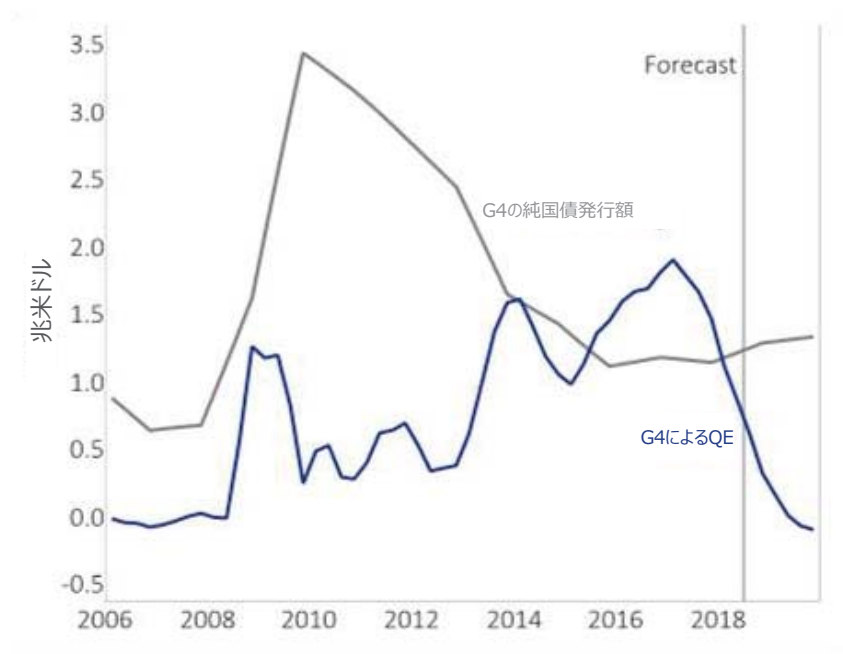
投資テーマ：ベータよりもアルファ

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、差別化の広がりや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かとみています。 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かと考えています。 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・プレミアムが債券と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・オフ関係にある戦略を投資家は求めると考えられます。 QE後の時代には、債券と株式の関係はより不安定になり、マイナス相関の度合いは低下すると予想されます。 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 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債、ディストレスト債、スペシャル・シチュエーションの投資機会をグローバル・ローン及びハイ・イールド債市場のなかで探っていく戦略 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 ダイバーシファイド・オルタナティブ・クレジット戦略 先進国及びエマージング市場の両方を投資対象として、非流動性及び流動性のある資産を様々な組み合わせたオルタナティブ戦略

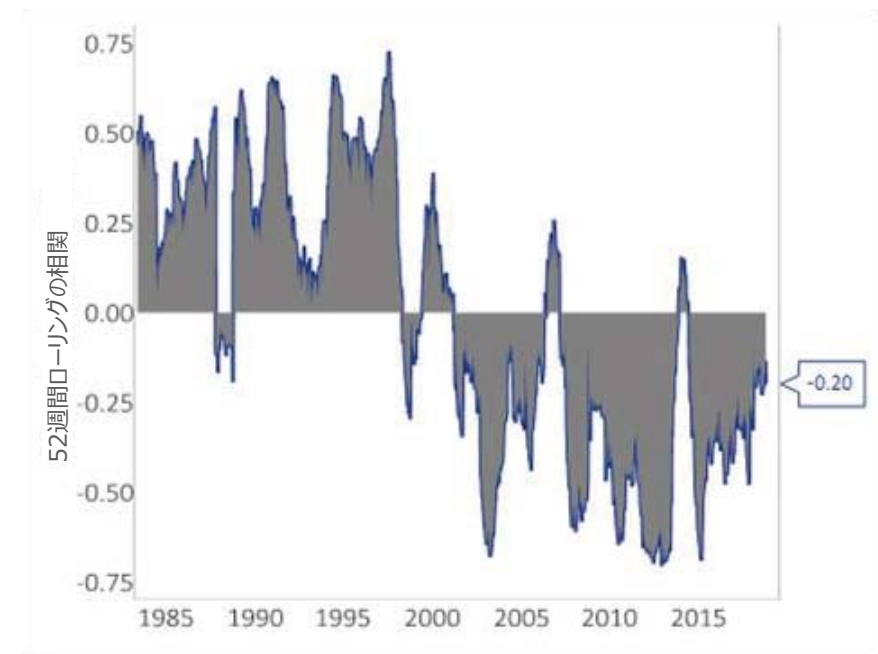
量的引き締め (QT)の投資環境における代替手段

- FRBがバランス・シートを縮小し、ECB及び日銀が資産の買入額を減額するなかで、量的緩和 (QE)時代は終わりを迎えようとしています。
- 中央銀行による国債及びその他の資産の買入れ額は減少していますが、国債の供給は増えています。
- 株式とコア債券の相関関係は不安定となっており、マイナス相関の度合いも薄れています。
- オルタナティブ型の債券戦略のほうが、伝統的な債券よりも元本毀損を防ぎ、プラスの絶対リターンを獲得する可能性を有しているでしょう。

G4の国債純発行額と中央銀行による資産買入れ額 (兆米ドル) ¹



S&P500指数と米国債インデックスのリターンの相関²



¹ 出所 : Macrobond, IMF Fiscal Monitor (2018年10月)、ブルーベイによる算出 2018年6月 注 : G4 (米国、EU、日本、英国) の年間純借入額及び、資産買入れ額

² 注 S&P500と10-year US Treasury futures total return index (BoAML)の週次リターンを利用した52週間移動平均の相関 出所 : BoAML, Macrobond 2018年10月12日

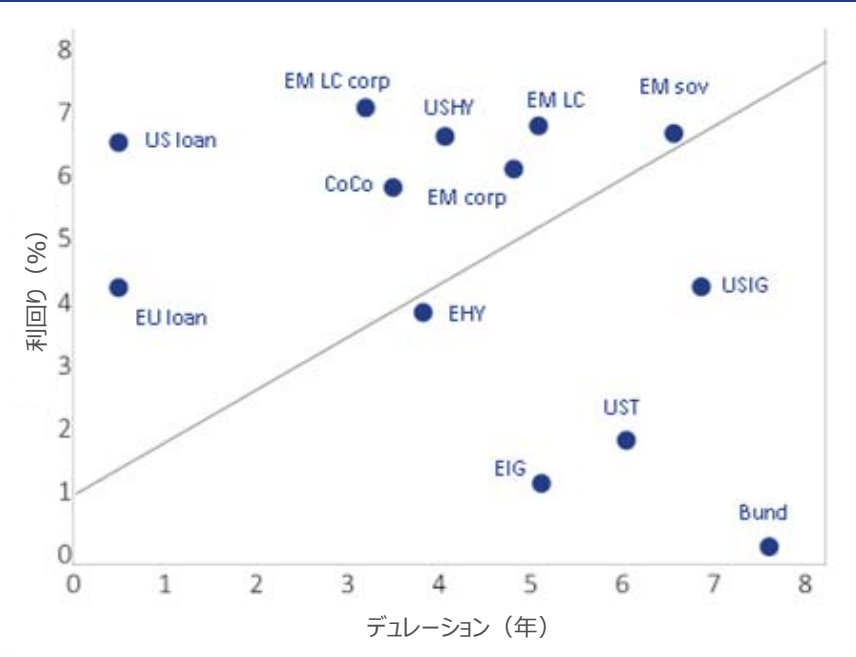
アルファが獲得でき、デュレーションより高い利回りの資産を追求

- 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。

ベンチマークに追随するパッシブ債券運用は高リスク¹



利回り及びデュレーション²



1 出所：Bloomberg; 2018年10月12日 注：Barclays Global Agg index

2 2018年10月12日 注：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)

投資テーマ：欧州銀行システムの修復

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"> グローバル及び欧州の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、銀行セクターを整理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。 融資の資本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。 	<ul style="list-style-type: none"> 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。 	<ul style="list-style-type: none"> 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 ダイバーシファイド・オルタナティブ・クレジット戦略 先進国及びエマージング市場の両方を投資対象として、非流動性及び流動性のある資産を様々な組み合わせたオルタナティブ戦略

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¹



企業向けの銀行貸出²



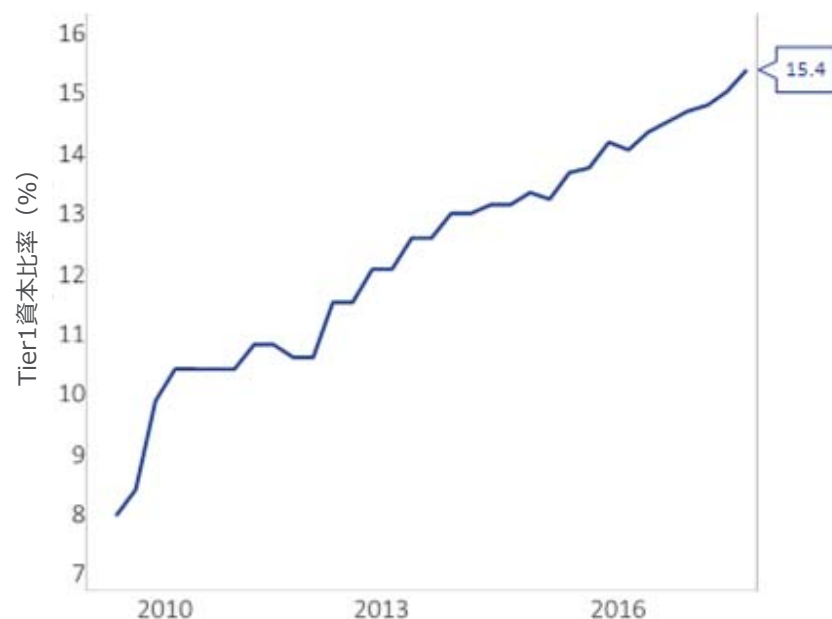
1 出所：ECB Quarterly Bank Lending Survey, Macrobond 2018年6月

2 出所：Macrobond、ECB、ブルーベイによる算出 2018年8月 注：グレーの部分は経済政策研究センター（CEPR）がユーロ圏は景気後退下にあると示した期間

銀行コンティンジェント・キャピタルー短期的なリスク、中期的な投資機会

- 偶発転換社債（CoCo債）/AT1は成熟してきている資産クラス（BAML Global CoCo indexの市場規模は約1,800億米ドル）で、投資家層も拡大しています。
- 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。
- 銘柄選択と資本構造の差（AT1、下位Tier2、シニア債）がアルファ創出機会を提供しているとみています。
- 短期的なリスクとしては、イタリアの政情不安や欧州の経済成長の鈍化が挙げられます。

欧州銀行のファンダメンタルズの改善¹



AT1債とBB格の欧州ハイ・イールド債の利回り差²



1 出所：ECB; 2018年3月 注：ユーロ圏の国内銀行及び単体銀行のTier1資本比率

2 出所：JP Morgan、BoAML 2018年10月12日 注：AT1 – JP Morgan Euro Coco AT1 yield to worst、欧州BB格ハイ・イールド債 – BoAML Euro High Yield ‘BB’-rated yield to worst Index

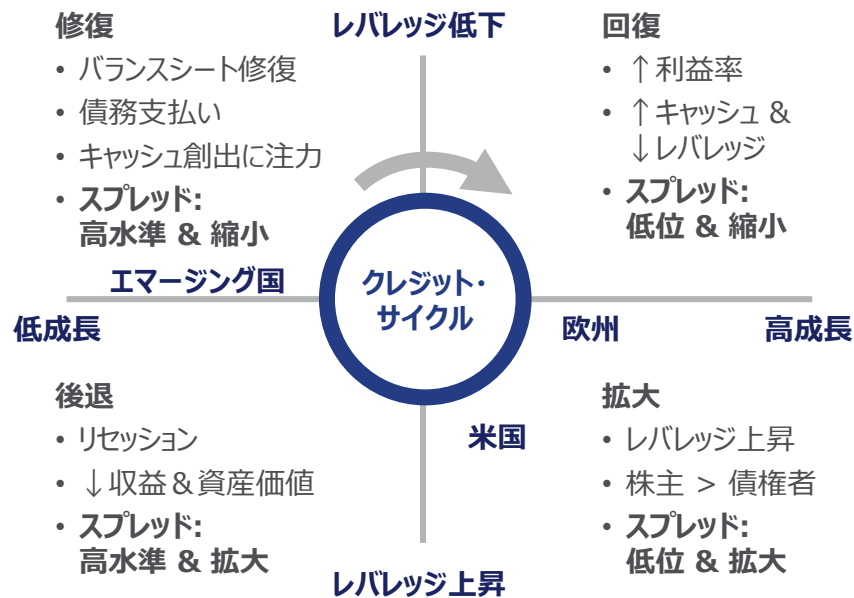
投資テーマ：延長されたクレジット・サイクル

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。 最近のM&Aの増加とレバレッジを高める動き（株式の買戻しなど）はクレジット・サイクルの成熟期の典型的なサインです。 	<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 ダイバーシファイド・オルタナティブ・クレジット戦略 先進国及びエマージング市場の両方を投資対象として、非流動性及び流動性のある資産を様々に組み合わせたオルタナティブ戦略

クレジット・サイクルの延長

- 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、レバレッジはまだ低下が続いています。
- 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¹



欧州企業のレバレッジは低下²



1 出所：ブルーベイ、2018年6月

2 注：欧州企業（除く金融機関）のGDPに対する負債比率 出所：Bank of France、Macrobond 2018年6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%以下にまで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¹



エマージング市場社債のデフォルト率 (%) ²



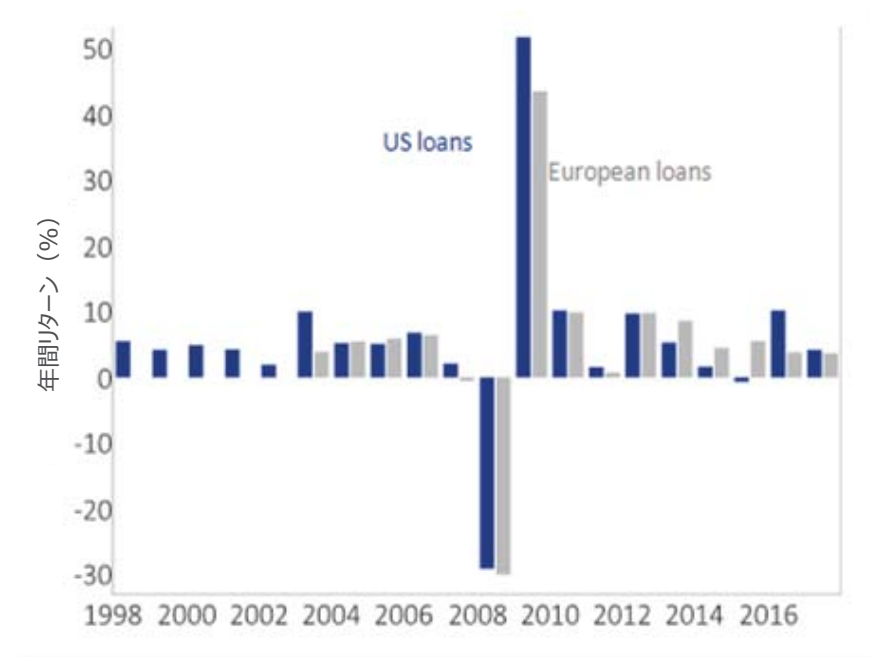
1 出所： Moody's 2018年9月 注： ムーディーズによる12ヶ月移動平均デフォルト率とベース・ケースのデフォルト率予想

2 出所： BoAML 2018年9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

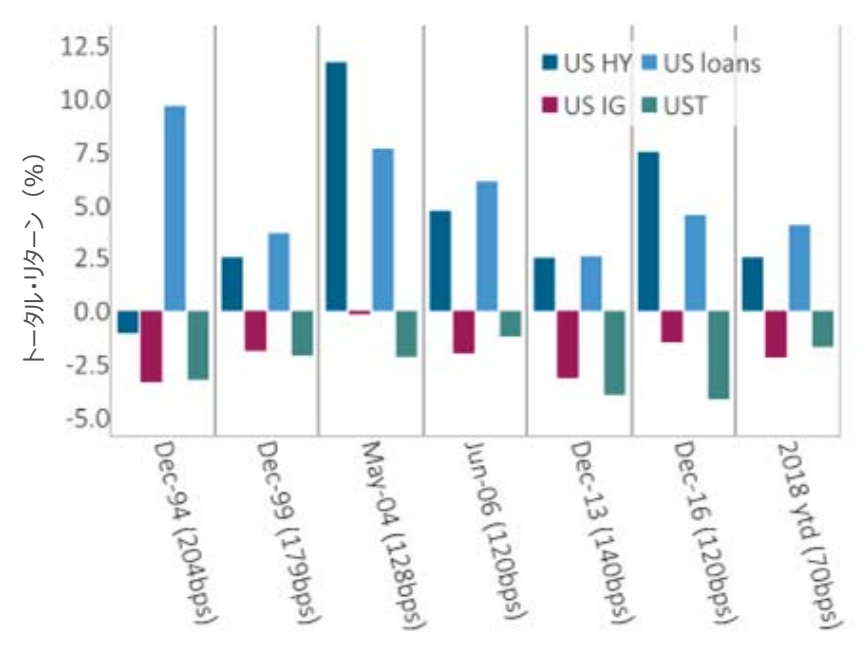
ローンのキャリアー

- 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。
- LBOと配当支払い目的の資金調達割合が高まっており、新たなローンの発行の用途からクレジット・サイクルの後期のサインが出始めています。
- CLOと短期デューレーションを求める投資家による強い需要が供給を生んでいます。
- デュー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、安定したキャリアー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¹



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²



1 出所: Bloomberg, S&P LCD 2017年12月 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
 2 出所: S&P/LSTA, BoAML, BlueBay calculations 2016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 Coporate Index (C0A0)、米国債 (UST) - BoAML US Treasury index (G0A0)

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、トレンドを上回る経済成長による恩恵を受けています。グローバル経済や市場でのシェアは長期的に上昇基調にあります。 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は改善しています。 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、多くのアルファ創出機会をもたらしてくれます。 	<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

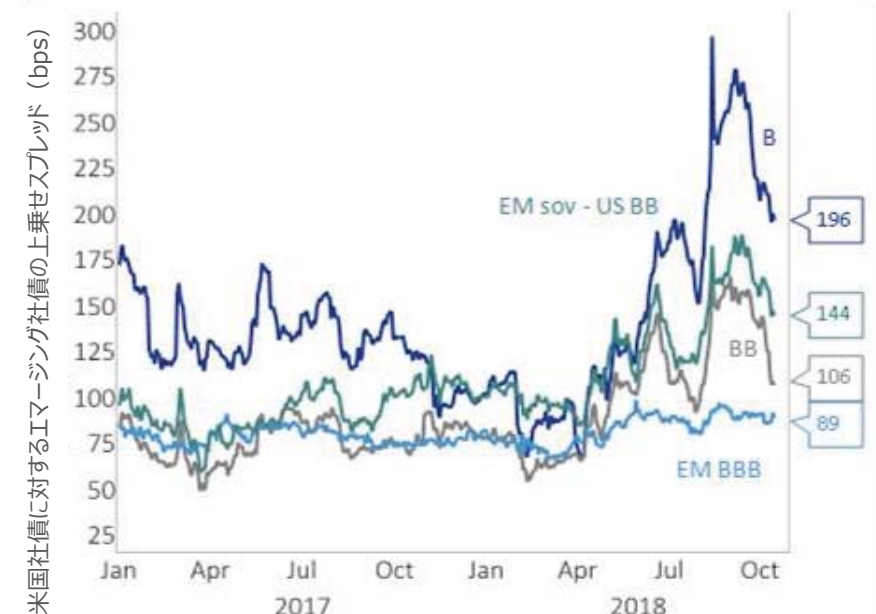
エマージング市場のファンダメンタルズとクレジットのバリュー

- エマージング市場の経済と信用面のファンダメンタルズは概ね落ち着いており、強者と弱者の差が広がっています。
- 「エマージング危機」に晒されているのは、貿易赤字の大きい国（アルゼンチンやトルコ）と政治リスクが高い国（ブラジルやメキシコ）です。
- 経済成長率は4～5%（除く中国）と安定しており、企業のレバレッジは低下しています。
- 経済及び信用ファンダメンタルズは全体として改善している一方、各国のパフォーマンスの差には広まりがみられます。

エマージング諸国¹の貿易収支と外貨準備高



エマージング社債のファンダメンタルズは改善傾向にある²



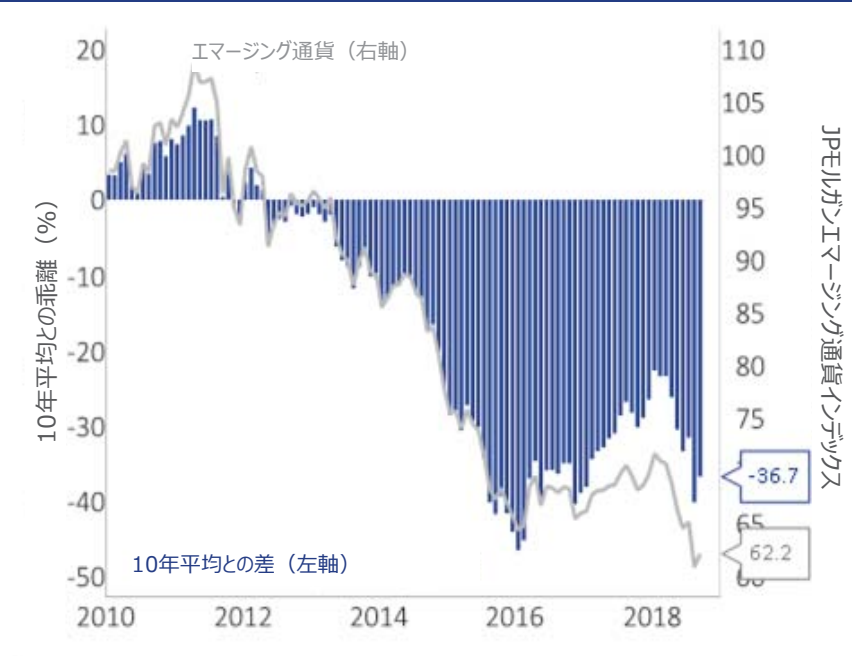
1 出所: Macrobond、ブルーベイによる算出 2018年7月 注: アルゼンチン、ブラジル、チリ、チェコ、エジプト、ハンガリー、インド、インドネシア、マレーシア、メキシコ、ペルー、フィリピン、ポーランド、ルーマニア、ロシア、コロンビア、スロバキア、南アフリカ、台湾、トルコ

2 出所: JP Morgan CEMBI index & Bloomberg Barclays US High Yield Index 2018年10月12日

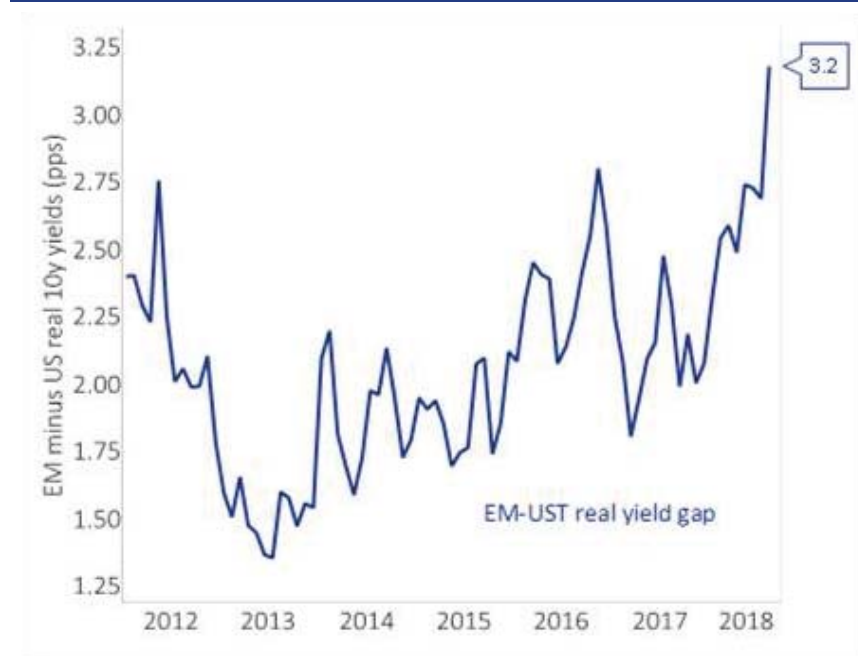
エマージング現地通貨建て債市場；さらに割安な水準に

- 最近の調整のなかで最も下落が目立ったのはエマージング通貨で、2018年2月時点から米ドルに対して14%程度下落しました。
- 対外的な金融環境の引き締め、つまり米国金利の上昇と米ドル高が、エマージング通貨の下落とエマージング現地金利の上昇につながっています。
- エマージング長期金利は大幅に上昇しましたが、通貨安を食い止めるには短期金利のさらなる上昇が必要となるでしょう。
- 米ドルの動きの反転と、エマージング市場での調整によって、魅力的なエントリー・ポイントが投資家にもたらされると考えています。

10年平均と比較したエマージング通貨の価格水準



米国とエマージング現地通貨建て債の10年債の利回り差



1 出所: JPモルガン、ブルーベイによる算出 2018年8月 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。

2 出所: Macrobond、ブルーベイによる算出 2018年9月 注: エマージング現地通貨建て債の利回り差は、インドネシア、メキシコ、ポーランド、ブラジル、トルコ、タイ、コロンビア、ロシア、マレーシア、インド、南アフリカの実質10年金利を使用し、米国10年金利との差を示しています。

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 domestic market).

参照インデックスの詳細

BAML Contigent 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 (GOA0)

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.

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

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。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。ドイツにおいては、オルタナティブ投資ファンド運用会社規制（AIFMD：Directive 2011/61/EU）に準じて運用を行っています。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であるとして、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。香港においては、当戦略を個人投資家向けに提供することが証券先物委員会により承認されておらず、当資料は（証券先物令（Cap 571）で定義された）プロ投資家にもみ提供することができます。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（以下、「リターン」）は、手数料や費用等の支払いにより減額されます。手数料や費用等については、当戦略の目論見書を参照してください。

リターンの提示目的は、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。リターンの目標は、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反映していますが、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。リターンの目標について、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実績についても、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、募集資料に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。アジアにおいては、香港の証券先物委員会に登録されているRBCインベスト・マネジメント（アジア）リミテッド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.

ディスクレーム

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料料の上限は以下のようになります。 エマーゼンシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーゼンシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーゼンシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーゼンシング債アンコンストレイント戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20% 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。 その他、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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。
投資リスク	： ダイレクト・レンディングを除く戦略 ：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。 ダイレクト・レンディング戦略 ：投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、外国籍リミテッド・パートナーシップへのリミテッド・パートナーシップ契約の締結を通じて、実質的に投資先企業への貸付債権および社債、転換社債等の債務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。これら債券証券等の資産には、主に以下のリスクがあり、市場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券等の発行会社または貸付債権の借入人の財務状況の悪化等による有価証券等もしくは貸付債権の価格の下落または貸付債権の回収不能等により、投資先外国籍リミテッド・パートナーシップの価値が下落し、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、信用取引や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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

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