



BlueBay  
Asset Management

# 2020年 グローバル投資見通し

デビッド・ライリー  
投資戦略ヘッド

当レポートで紹介されている見通しは、投資助言やクレジット分析に使用されることを意図したものではありません。また、記載された情報は何らかの投資アドバイスを意図したものではありません。

## 要旨

グローバル経済の成長は上向く転換点に近づいており、リセッション懸念は後退するとみています。金融環境の緩和や米中「貿易戦争」による成長への足かせも緩み、与信拡大と経済政策に下支えされた中国経済の安定化が、2020年のグローバル成長の反発を促す要因になるとみています。そして、主要エマージング経済の一部はリセッションから抜け出し始めています。製造業及び自動車セクター主導の欧州経済の減速は底打ちしたとみられ、米国では雇用と家計所得の伸びが、潜在成長率並みの成長を維持する原動力となっています。

ただし、今後の成長予測は、2015年から2016年に掛けての景気減速からの回復時と比較して控えめなもので、目先には下方リスクも存在します。米中貿易交渉は依然として「第一段階」の合意に至っておらず、米国とEUとの貿易摩擦の激化の可能性も完全には排除できません。さらに政治リスクも高止まりしています。グローバル経済は、低成長と高水準の債務によって特徴付けられており、結果としてネガティブなショックには脆弱であるとみられます。

政治の不透明感や社会不安、環境問題のリスクは今後、リターン格差拡大や銘柄固有リスクの高まりにつながると予想しております。従って、ボトムアップの銘柄選択に加え、ポートフォリオにおいてESGによるリスク評価を取り入れ、継続的にモニタリングしていくことによって、こうした投資機会を捉えることが出来ると考えています。先進国及びエマージング経済において、市民の抗議活動が相次いでいることや、テクノロジーがもたらした社会の分断、グローバリズムに対するナショナリズムの高まり、さらに資産保有者が気候変動への取り組みに資する投資を求める動きなどが、2020年及びその先を見据えた上で重要なテーマになるとみています。

そこそこの成長と低位に留まるインフレ率は、主要中央銀行に金融政策の据え置きを促す一方で、デフォルト率を低位に留めることにもなるとみています。そのような投資環境下では通常、他資産と比較して社債のリスク調整後リターンが魅力的となる傾向にあります。主要国債の利回りが、（特に欧州で）超低水準にあることで、投資適格社債が新たな「準安全」資産となるかもしれません。ただし、リターン格差拡大及び個別リスクの高まりが予想されるなか、ハイイールド社債市場ではボトムアップによる銘柄選択の重要性がより一層増していくと考えています。

政治からの果敢な行動がないことで、投資家は「無限大のQE」と低～中程度の経済成長が続く環境で身動きがとれなくなっています。終わりなき中央銀行の流動性供給や超低水準の政策金利による歪みは、徐々に無視できなくなってきました。資金調達のしやすさ故に生き残っているゾンビ企業は増えており、経済資源がそこで消費されていることで、低成長の根底にある問題が悪化しています。

成長が上向くという転換点を迎えていることは、スプレッドの縮小を促すとともに、過去1年間でアンダーパフォームした資産クラスやセクターがパフォーマンスを一部取り返す好機となるかもしれません。中央銀行が金融政策を据え置くなか、利回り曲線はヘア・スティープ化するとみられ、成長に敏感なシクリカル資産や、低格付けのクレジット債がアウトパフォームする可能性があるかとみています。米国以外の地域での成長見通しの改善は、エマージング資産、特に通貨や現地金利のパフォーマンスの支援材料になるでしょう。



リターン格差拡大及び個別リスクの高まりが予想されるなか、ハイイールド社債市場ではボトムアップによる銘柄選択の重要性がより一層増していくと考えています。



## プラスへの転換点

ブルーベイでは、投資家はグローバル経済のリセッションを過度に懸念していると考えており、2020年には成長の小幅な改善を予想しています。金融政策及び金融環境の緩和や、米中貿易戦争による成長への足かせの緩和が、2020年の成長を後押しする要因になるとみています。

中国のクレジット・インパルス（GDPに対する新規与信の成長率）はプラスに転じており、製造業の在庫サイクルがグローバルの貿易と成長にとっての逆風から追い風へと変化するなか、クレジット・インパルスは更なる財政及び金融政策からの支援によって押し上げられるとみています。2015年から2016年に掛けての景気減速からの回復と比較すると、その反発は控えめなものになると予想していますが、グローバル成長のプラス方向への転換はリセッション懸念を和らげ、市場にも大きな意味をもたらすとみています。

ただし、企業のセンチメントと投資の改善、さらには脅しているように、EUとの貿易摩擦の悪化をトランプ政権が避けるかどうかは、かなりの程度が米中貿易合意次第と言えそうです。

米中貿易戦争の悪化や貿易政策の不透明感、グローバルの貿易及び投資に大きな下押し圧力となってきました。

ただしこれに関しては、自動車及び半導体セクターで循環的な減速が同時に見られたこと、さらに2018年に金融環境がグローバルにやや引き締められたことも大きく影響したと言えるでしょう。

市場が期待する米中貿易の「第一段階」の合意が実現しなかった場合、追加関税が予想されるほか、金融環境や企業の設備投資にも悪影響をもたらす、グローバルな成長回復の妨げとなるでしょう。

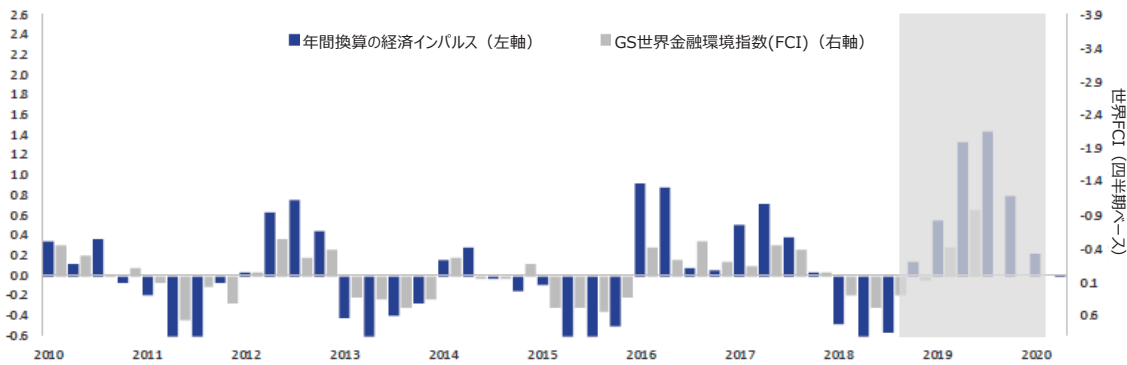
そして、不透明感は貿易のみではありません。米国では、大統領選のレースも本格化していきます。中国経済の成長安定の兆しはまだ確固なものではなく、北京（中国政府）の刺激策が不十分となるような政策ミスリスクも、完全に排除することはできません。

**前回、2015年から2016年に掛けてグローバル経済でリセッション懸念が高まった後のような、目覚ましい成長回復が再現されるとは予想していません。成長回復の「新芽」が十分に根ざしていることを確認するために、経済指標でより多くの証拠が見られない限り、投資家は慎重な姿勢を維持する可能性が高いとみています。**



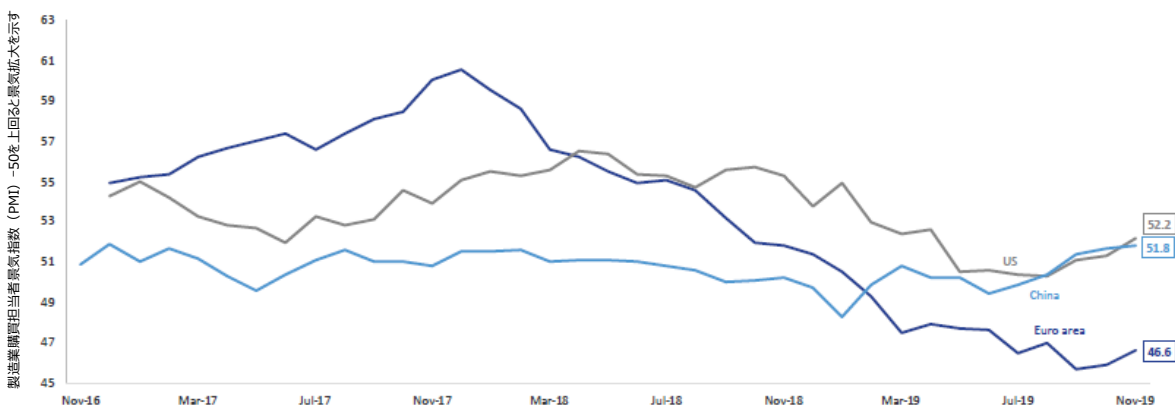
市場が期待する米中貿易の「第一段階」の合意が実現しなかった場合、追加関税が予想されるほか、金融環境や企業の設備投資にも悪影響をもたらす、グローバルな成長回復の妨げとなるでしょう。

図1：世界的な金融環境の緩和が、グローバル成長を押し上げる要因に



注記：2019年10月末時点。経済インパルスは、Goldman Sachs (GS) 世界金融環境指数の実質GDP成長率への貢献度を表しており、GDP成長率における金融環境の影響が年間一定であるとの仮定に基づき、GSが試算した指数を用いている。  
出所：Goldman Sachs, Bloomberg, RBC GAM

図2：製造業の底打ちは近い



出所：IHS Markit, China Federation of Logistics & Purchasing, 2019年11月

米連邦準備制度理事会（FRB）のハト派路線への転換は、実質的に金融環境の150bps程度の緩和をもたらしたとみています。米国債利回りに織り込まれている政策金利のピークは、3%近くから、わずか1.5%までに低下しました。

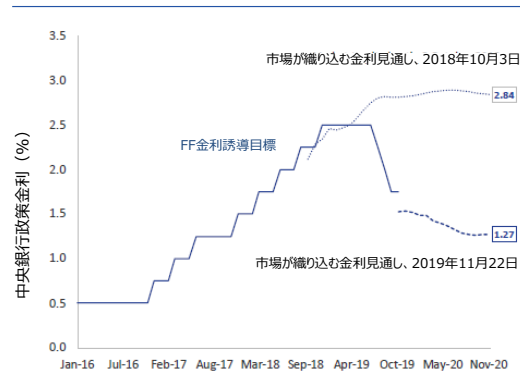
シェールオイル・セクターの苦戦は米企業の設備投資の落ち込みにつながりましたが、貿易関連の不透明感の低下とともに、2020年には、このネガティブな影響は緩和されるとみています。住宅ローンの低利率が家計所得の伸びにつながっており、住宅着工件数の上昇をもたらしています。実質賃金は上昇しており、雇用増加ペースも維持されていることから、失業率の低下基調は続くと考えられます。労働市場が底堅さを維持する限り、米消費者は米国経済の停滞を回避する要因になると考えています。

直近のユーロ圏経済指標は、製造業セクターの状況が改善していることを示しています。金融政策の限界が近いとみられるなか、2020年は財政政策の緩やかな拡大が予想されますが、ドイツの政治家が、支出を押し上げるために財政余地を活かすことに消極的であることは、引き続き下方リスクの要因であるとみています。

英国では「合意なき離脱」という霧がようやく晴れましたが、ブレグジット後のEUとの貿易関係を巡る不透明感が残っています。総選挙の結果にかかわらず、公的支出と債務は拡大する方向にあるとみています。また、日本の成長率は、欧州同様に1%以下に留まり、成長やインフレを押し上げるためのツールとしての金融政策は、ほぼ使い尽くされたとみています。

中国の成長は長期的な下方トレンドにあり、国産化が進むことで、グローバル需要における中国の寄与度が中長期的に小さくなるかと考えています。

図3: FRBのハト派への転換



注記：2018年10月3日及び2019年11月22日時点での米ドルOISフォワード・レート。出所：Bloomberg, 2019年11月22日

ただし短期的には、米国との関税戦争の休戦や、与信拡大及び金融環境の緩和、さらにインフラ投資の回復が2020年上半期の中国経済の回復につながり、東アジアの経済活動の下支えにもなると予想しています。

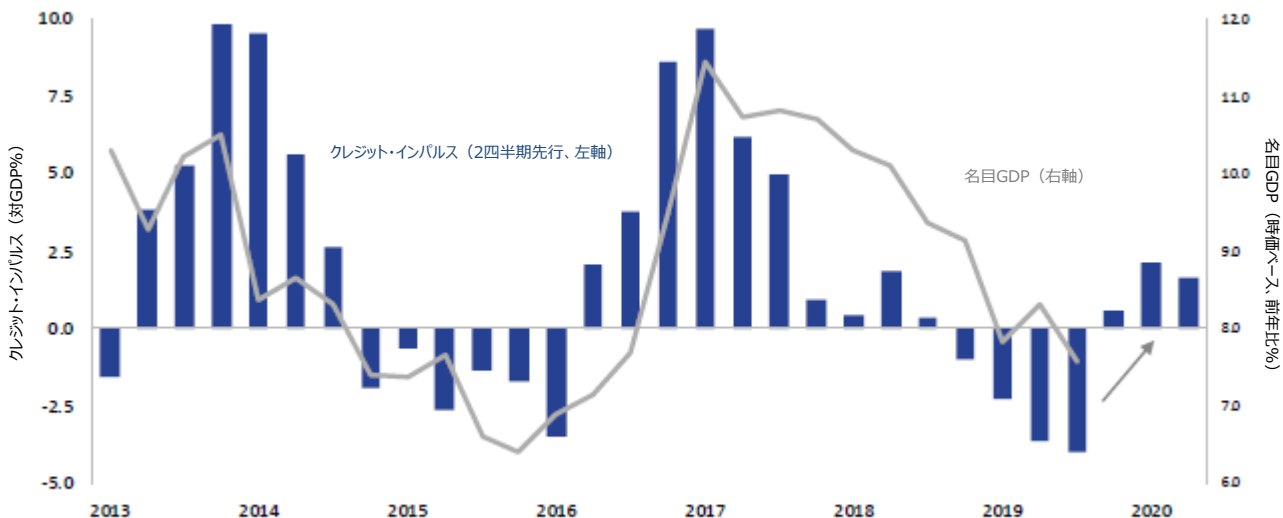
国際通貨基金（IMF）の最新レポートでは、主要エマージング経済の回復が予想されています。商品価格の安定やグローバルの製造業及び貿易の回復を背景に、特にインドやロシア、メキシコ、ブラジル、トルコなどの国では回復が見込まれるとしています<sup>1</sup>。

在庫の取り崩しが終了し、主要セクターの売上が回復することで、2020年の成長にポジティブな影響をもたらすとみています。年末のインフラ支出の拡大や（これまでの基準と比較すると控えめなもの）ポジティブなクレジット・インパルスが、2020年前半の中国の成長安定に寄与するとみています。また、FRBをはじめとする主要中央銀行のハト派転換による金融政策と金融環境の緩和も、グローバル経済の活動を下支えするとみています。



英国では「合意なき離脱」という霧がようやく晴れましたが、ブレグジット後のEUとの貿易関係を巡る不透明感が残っています。

図4: 中国の経済成長率はクレジット・インパルスのプラス転換に反応しやすい



出所：中国人民銀行、ブルーベイによる計算；直近の四半期データは2019年7-9月期

<sup>1</sup>IMF世界経済見通し、2019年10月

## 量的縮小は終わった、 量的緩和（QE）万歳！

何年にも及ぶ景気拡大の継続と雇用の増加にも関わらず、金融危機後の異次元の金融緩和を巻き戻す試みは短命に留まりました。

2019年初めの米連邦準備制度理事会（FRB）を皮切りに、グローバル成長の軟調さ、低インフレの継続、貿易政策の不透明感などを踏まえ、主要中央銀行は金融引き締めから金融緩和へと再び舵を切りました。FRBはバランスシート縮小を早々と終了し、短期金融市場に流動性を注入することで、再びバランスシートは拡大に転じました。欧州中央銀行（ECB）は大規模かつ期限を設けない欧州国債及び社債の買い入れプログラムを再開しました。

**世界中の大半の中央銀行が利下げを行うなか、グローバル経済は2010年から続く過去最も長期に及ぶ金融緩和プログラムの恩恵を受けていると言えるでしょう。**

FRBは足元で、2019年の「サイクル中期における」利下げを解除する際のハードルを高く設定しています。インフレが目標の2%を持続的に上回る状況でのみ、利上げに転じるとしています。反対に、雇用の大幅な減速や失業率の上昇が確認されない限りは、更なる利下げも行わない姿勢も示しています。

ECBは近く金融政策の戦略的見直しに着手するとし、金融政策による副作用を「継続的にモニタリングする」としています。このような姿勢は、クリスティヌ・ラガルド新総裁が就任後初の講演で、マイナス金利政策とQEの費用対効果が悪

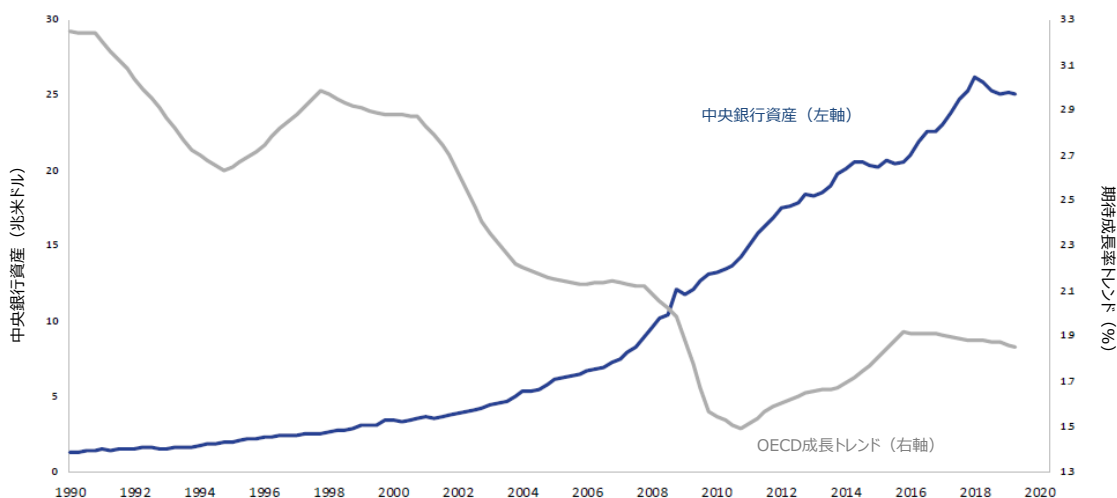


化しているとの認識を示したことにも表れていません<sup>2</sup>。FRB同様に、ECBにとっても政策を転換するためのハードルは高いと言えるでしょう。

主要中銀が2020年を通して政策金利を据え置くこととみられるなか、成長率の上昇によって利回り曲線が緩やかにベア・スティープ化を促される可能性があります。ただし予想を上回るペースでの成長が見られた場合、インフレ・リスクをより大幅に織り込み直す動きが加速とみられます。

2019年初めのFRBを皮切りに、グローバル成長の軟調さ、低インフレの継続、貿易政策の不透明感などを踏まえ、主要中央銀行は金融引き締めから金融緩和へと再び舵を切りました。

図5: 成長鈍化に量的緩和（QE）という麻酔薬



出所: OECD, Macrobond; 直近の四半期データは2019年4-6月期

<sup>2</sup>ユーロ圏経済の将来について、ECBラガルド総裁のスピーチから、2019年11月22日

QEが、経済成長やインフレ率にもたらすポジティブな効果は減少傾向にあります。つまり、金融政策は限界点に近づいていると言えるでしょう。QE及び超低金利政策は、グローバルな成長鈍化や過剰な債務にあっての麻酔薬となりました。しかし異次元の金融政策は、グローバル金融危機の前から起きている生産性や実質（つまりインフレ調整後の）金利の低下トレンドに加え、生産性や総需要を押し上げのための改革に政府が失敗したという現実を物語っていると言えるでしょう。

**しかしながら、実質成長率のみならず名目成長率も低迷し、高水準の債務が存在する世の中にあっては、わずかなプラスの実質金利でさえも持続が困難です。終わりなき流動性供給と超低金利による歪みは、影響を広範に及ぼし始めています。資金調達のしやすさ故に生き残っているゾンビ企業は増えており、経済資源がそこで消費されていることは、低成長の根底にある問題を悪化させています。**

**マイナス金利とQEは、世の中の大半の投資家が直面する、終わりの見えない、かつ拡がりいくものとなっています。**

マイナスの債券利回りや政策金利によって、伝統的な金融機関（銀行や保険会社、年金基金など）は、投資資本の効果的な配分に苦戦しています。

政策金利及び債券利回りが、長期に亘って低位に留まるとみられるなか、投資家はリターン目標を達成するために、リスクを積み増すことを余儀なくされています。結果として投資家は、利回り曲線における長期ゾーンに目を向け、ポートフォリオのデュレーションをかつてないほどに引き上げているため、ポートフォリオの債券資産は金利の小幅な上昇に対してでも脆弱になっています。

投資家の利回り追求姿勢は、プライベート・デットやインフラなどのオルタナ資産、社債、さらに（やや規模は少ないものの）エマージング債券への資金流入の増加につながっています。

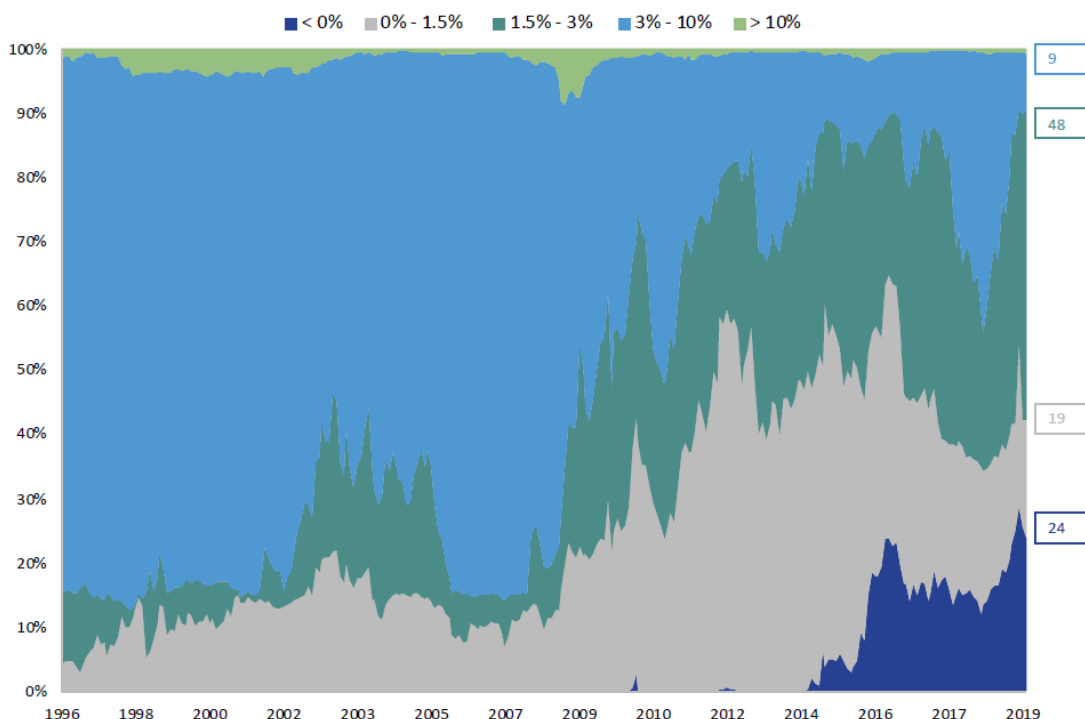
さらに投資家は、市場ベータに低コストでアクセスするためのバッシュ手法と、トータル・リターン型の投資手法とを組み合わせた「バーベル」アプローチを採用しています。トータル・リターン型の投資手法は、ベンチマークに捉われず、デュレーション及びクレジット・リスクをアクティブに運用する手法であり、相対価値や個別の投資機会を、超過リターンや分散により効果的につなげる可能性をもっています。

**利回りを追求する中で、投資家はより多くのリスクを取ることを余儀なくされています。金利やクレジット、流動性、運用会社（もしくは超過収益）に対するリスクを十分に理解して、責任を持って管理する必要性が増していると言えるでしょう。**



政策金利及び債券利回りが、長期に亘って低位に留まるとみられるなか、投資家はリターン目標を達成するために、よりリスクを積み増すことを余儀なくされています。

図6：利回り水準で分類したグローバル債券市場



出所: ICE BofAML Global Fixed Income Markets Index (GFIM); 2019年10月

## 「平凡」がちょうどいい

中央銀行に利上げを促すほど力強くもない一方で、デフォルト事例も少ない、「平凡な」成長が維持されている環境下においては、クレジット債はリスク及びボラティリティ調整後で他資産をアウトパフォーマンスする傾向にあります。

過去12か月間において、リセッション・リスクの影によって、投資家は低格付け及びシクリカルなクレジットに対して、高格付けの資産を愛好する傾向がみられました。しかし、ブルーベイが予想するようなグローバル経済の平凡な成長回復であっても、低格付け及びシクリカル銘柄はアウトパフォーマンスの余地を残しているとみています。

**中央銀行に利上げを促すほどの景気の過熱感がなく、デフォルト率の上昇を招くほどの冷え込みも見られない、平凡な成長環境下において、クレジット債のボラティリティは低く、プラスのリターンをもたらしてくれる可能性があります。**

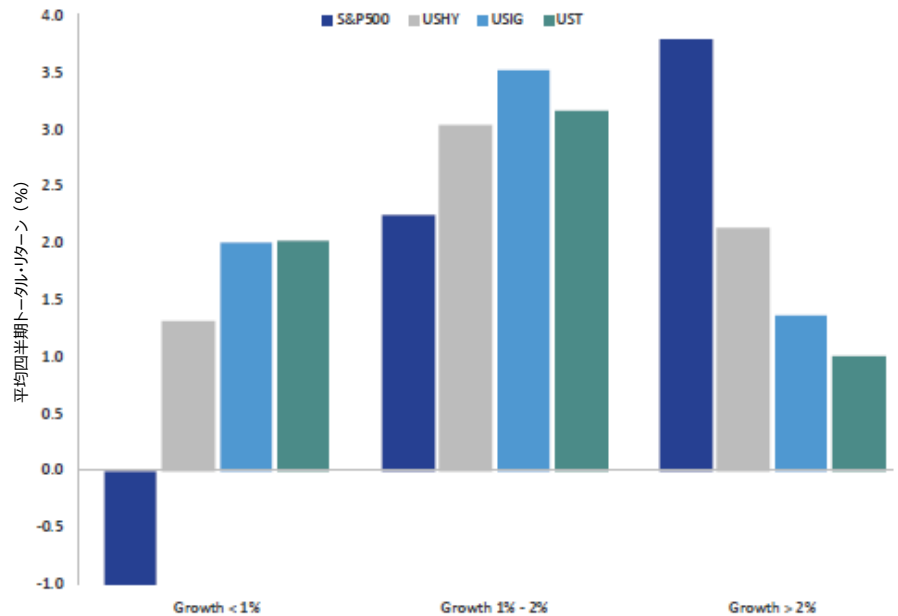
欧州では、マイナス利回りの高格付け欧州国債を保有したくない投資家の多くにとつて、投資適格社債が準安全資産となってきました。ECBは、インフレ率が持続的に目標の2%に近づくまで、月額200億ユーロの債券を購入するとしており、このうち40-60億ユーロが投資適格社債の購入に向けられます。

ブルーベイでは、仮にユーロ圏の経済指標が熱を失った状態が続いたとしても、投資家とECBによる投資適格債への需要により、高格付け債と低格付け債のスプレッド差はさらに縮小する可能性があるかとみています。

足元では約12兆米ドルの債券がマイナス利回りとなっており（主に欧州及び日本国債）、グローバル債券市場の実に4分の1程度を占めています。主要な債券市場において、3%以上の利回りとなっている債券はわずか10%程度に過ぎず、そのほとんどが先進国の投資適格未満の社債や、エマージング債券です<sup>3</sup>。

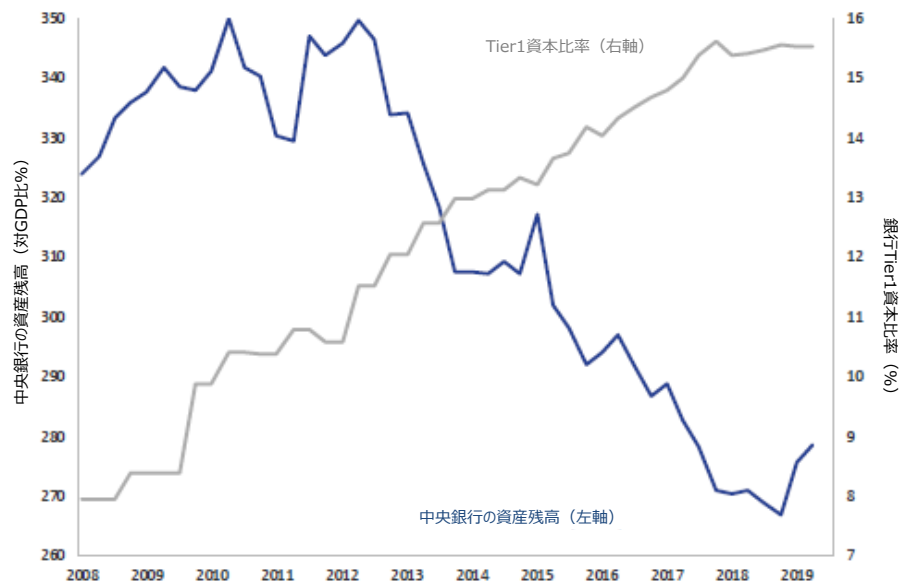
このような環境下において、投資適格の企業や銀行が発行する劣後債は、魅力的なリスク調整後利回りにあると考えています。欧州の銀行債、とりわけ偶発的転換社債（CoCo債）は、5%前後の利回りであり、同等の格付けの非金融の社債に対しても大幅な上乘せスプレッドとなっています。

図7：平凡な成長がクレジットには良好な環境



注記：平均四半期トータル・リターンに使用した指数； USHY (ICE BofAML US High Yield Master II, HOA0)； US IG (ICE BofAML US Corporate Index, COA0)； UST (ICE BofAML US Treasury & Agency Index)； S&P500価格。以上の指数を米GDP成長率（季節調整値年率換算）1%以下、1-2%、2%以上の水準ごとに割り振っている。直近の四半期データは2019年7-9月

図8：欧州銀行のクレジット・ファンダメンタルズは改善傾向にある

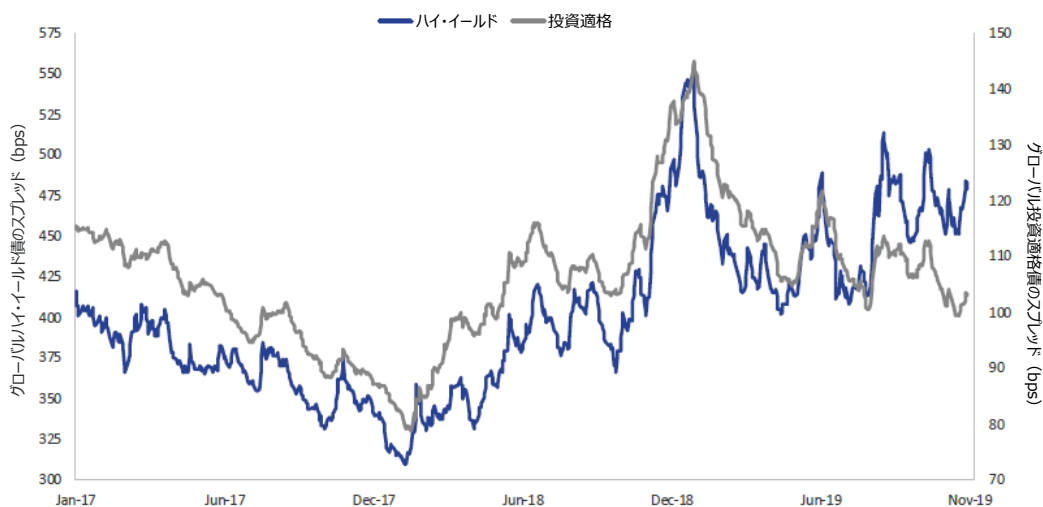


出所：ECB（欧州中央銀行）、Eurostat、2019年7-9月期

格付けや規制変化も、2020年に同資産クラスを下支えする要因になるとみており、CoCo債は、ブルーベイのマルチ戦略や広範なクレジット債戦略において、引き続き主要な保有銘柄となっています。

**銀行のクレジット・ファンダメンタルズは金融危機以降、劇的に改善しており、昨今の低金利環境下において、銀行資本債は最も魅力的なリスク調整後リターンを提供する資産クラスの一つであると考えています。**

図9： グローバル投資適格債及びハイ・イールド債のスプレッド推移



出所：Bloomberg, 直近のデータは2019年11月22日

低金利という環境下においては、米国とエマージングの発行体による「外貨建て債」も、利回りを追求するグローバルな投資家からの資金を集めています。北米の投資家がユーロ建て債に投資をして通貨リスクをヘッジすれば、米ドルベースで2%以上の利回りが上乘せされることになり、投資妙味が増します（このことが、米企業によるユーロ建て債（「リバース・ Yankee債」）が重要な新発債の供給源となっている理由です）。アジア及び欧州の投資家にとっては、米ドルの調達コスト高と、米国債利回り曲線がほぼフラットであるために、米ドル建て債券に投資をすることで得られる追加的な利回りはほとんど失われていますが、為替ヘッジなしでエクスポージャーを取る投資家も増え始めています。

米投資適格債市場においては、巨額の新規発行が継続的にパフォーマンスの下押し圧力となってきましたが、2020年は約4,000億米ドルの発行が予想されています。これは、2019年の発行額を20%以上下回るとともに、記録的な額となった2017年の発行額の約半分です<sup>4</sup>。さらに、低金利や企業収益の回復、投資家（及び格付け機関）からBBB格企業へのレバレッジ削減を促す圧力などが、過去数年間に亘って緩やかな悪化基調にあったクレジット・ファンダメンタルズ改善の支援材料になるとみられています。安定的なクレジット・ファンダメンタルズと、需給面での改善により、スプレッドの動きは安定するとみられ、2020年はクーポン収入を上回るリターン（3-4%程度）が見込める資産クラスであると考えています。

ハイイールド市場に目を向けると、リターン格差の拡大や銘柄固有リスクの上昇、さらに米ハイイールド債市場のエネルギー・セクターへの圧力が、2019年の市場を特徴付ける動きであったと言えるでしょう。ボトムアップのファンダメンタルズを重視した銘柄選択の重要性が、これまで以上に求められる環境であると考えています。

グローバル・ハイ・イールド債市場では、最も格付けの低い銘柄群が、比較的格付けの高いBB格やシクリカル性の薄い銘柄を下回るパフォーマンスとなりました。ただし、非エネルギー・セクターでは、デフォルト率は低位に留まるとみられており、今年のスプレッド縮小を踏まえても、足元のスプレッド水準は「平凡な」プラス成長環境下における現状と将来のデフォルト・リスクに十分に見合うものと考えています。また、転換社債は、株式市場の上昇の一部を享受できるとともに、今後のボラティリティ上昇局面に備えるという役割が期待できるとみられています。

特にハイイールド市場においては、2019年に高格付け債と比較して出遅れた低格付け銘柄がパフォーマンスを取り戻す余地があるとみられます。しかしながら、銘柄間のばらつきや銘柄固有リスクの高まりは、ボトムアップの銘柄選択の重要性をより一層際立たせることになるでしょう。



中央銀行に利上げを促すほどの景気の過熱感がなく、デフォルト率の上昇を招くほどの冷え込みも見られない、平凡な成長環境下において、クレジット債のボラティリティは低く、プラスのリターンをもたらしてくれる可能性があります。

<sup>4</sup>ICE BofAML, 2020 US IG Outlook, 2019年11月19日





2019年のレバレッジド・ローンのパフォーマンスは、ハイ・イールド債を大幅に下回る結果となりました。金利が上昇から低下に転じたことにより、変動金利というローンの魅力が薄れ、米国のリテール投資家からの断続的な資金流出につながりました。さらに債権者にとって、コベナンツによるプロテクション効果が剥落したことや、成長が鈍化するなかで、レバレッジド・パイアウトや配当への資金需要が高まり、新規発行ローンのレバレッジが上昇したことなどが、ディストレスト水準（80セント未満）で取引されるローンの増加につながりました。

グローバル経済が回復し、主要国で政策金利が据え置かれるというブルーベイの予測が実現すれば、短期デレージョンのクレジット債への需要が増える可能性が高いとみています。

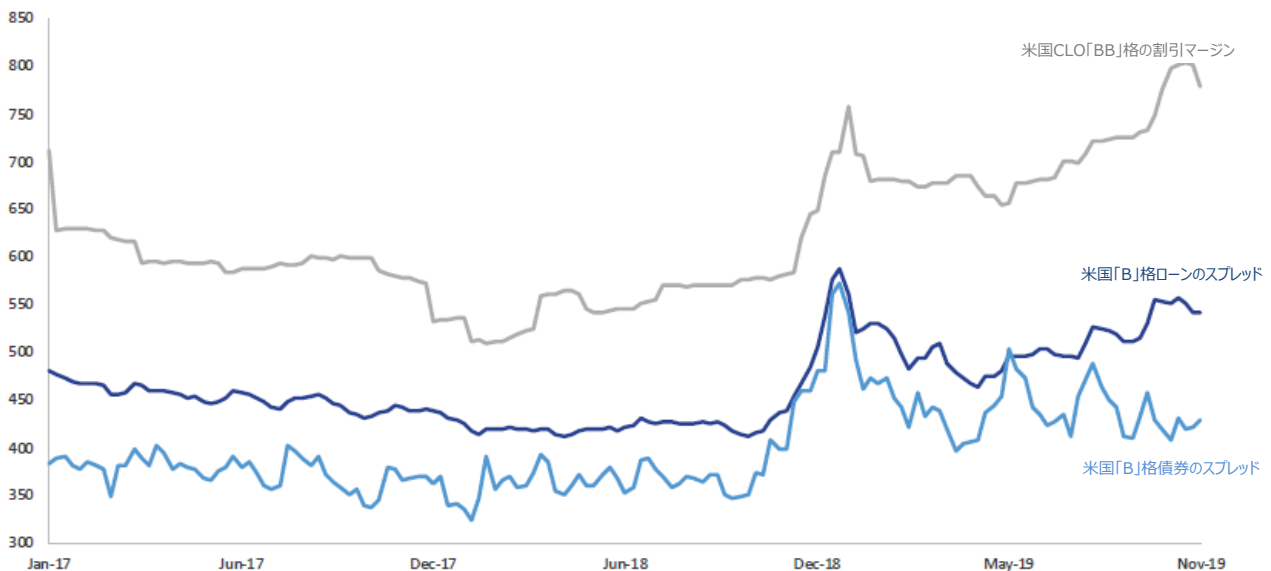
CLOのスプレッドは、同等の信用格付けのバンクローンと比較して見ても拡大しました。

CLOのアンダーパフォーマンスの理由の一つが、需給面でのネガティブな影響によるものですが、発行額の減少と担保となっているローンの格下げ懸念の後退が予想されることから、2020年にはパフォーマンスの改善が見込まれます。BB格及び低投資適格（メザン）CLOトランシェの上乗せスプレッドは、足元で2016年半ば以来の高水準となっています。クレジット債市場のリターンをばらつきを投資機会として活かせる投資家にとって、CLOは魅力的な投資対象であると考えています。ただしCLOマネージャーや裏付けとなる担保資産、ドキュメンテーションを慎重に分析することは必須です。

**様々なクレジット債に地域横断的に投資可能なトータル・リターン型のクレジット債戦略が増えていることは、市場、資産クラス、ベンチマークに制約されず、クレジット債に戦略的なアロケーションを行う利点について、投資家が認識し始めたためだと考えています。**

グローバル経済が回復し、主要政策金利が据え置かれるというブルーベイの予測が実現すれば、短期デレージョンのクレジット債への需要が高まる可能性が高いとみています。

図10： 米国ローン及びCLO市場のスプレッドは拡大している



## エマージング市場でバリューを探る

2019年は、グローバル経済の成長減速や米ドル高基調が見られたものの、エマージング（EM）の外貨建て社債及びソブリン債が堅調なリターンを記録しました。年初時点でのバリュエーションが魅力的であったほか、FRBが利下げをし、米国債利回りが低下したことが、米ドル建てエマージング債券の力強い追い風となりました。一方で、スプレッドは縮小しましたが、同等の格付けにある先進国の債券と比較すると、依然としてワイドな水準にあります。ただし、米政策金利や米国債利回りの低下という追い風が、今後再び繰り返される可能性は低いでしょう。

米中通商合意や在庫主導の緩やかなグローバル経済の成長回復が見られれば、エマージング市場経済や資産にとって明らかにポジティブな影響があるでしょう。特に、足元でグローバルの投資家がアンダーウェイトしているエマージング株式やエマージング通貨は、これらの恩恵を受けやすいとみています。

他地域での米国との相対的な成長加速は、一般的に米ドル安を伴いますが、エマージング通貨は過去の水準と比較して、総じて割安であると言えます。少なくとも数々のエマージング国でインフレ率が低く、相対的に高い実質金利であることを考えれば、現地通貨建て債にも魅力的な投資機会が存在すると考えています。

**2019年のエマージング市場の特徴は、個別国の政治リスクとクレジット・リスクの高まりであったと言えるでしょう。**

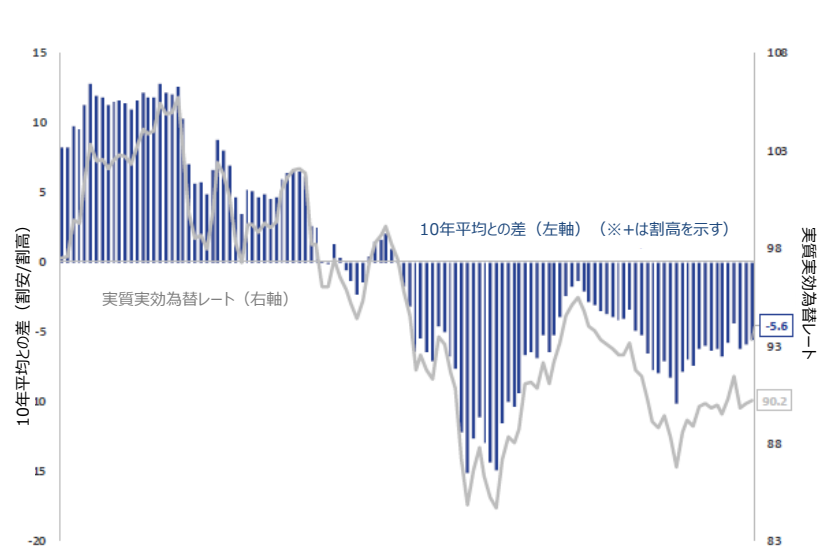
ポピュリズムと政治リスクは、多くのエマージング諸国で特に顕著に見られた現象であり、中でもチリやエクアドルにおける反政府デモや、ボリビアでの政治危機、さらにアルゼンチンでポピュリストであるペロン派政権への回帰など、中南米諸国において多く見られました。またウクライナやトルコも、地政学的緊張に揺さぶられました。さらにベネズエラのソブリン債はデフォルト状態のままで、エクアドルやアルゼンチン、レバノンもこの流れに続く可能性があります。

クレジット債の運用者にとって、デストレスト状態にあるソブリン債や社債から大幅なキャピタル・ゲインを求めるといった投資機会は広大無辺で、米国金利や米ドルとの相関が低いリターンの源泉になり得ると考えています。

また、ソブリン・リスクのボラティリティの高まりは、社債セクターにおけるクレジット・ファンダメンタルズの改善を覆い隠し、エマージングと先進国社債とのバリュエーション差が拡大する要因になったと考えています。

ブルーベ이의ボトムアップ予測からでは、エマージング社債のデフォルト率は2019年の2.5%から、2020年は3%程度へと小幅な上昇に留まるとみています。

図11: エマージング通貨は過去水準と比較して割安な水準にある



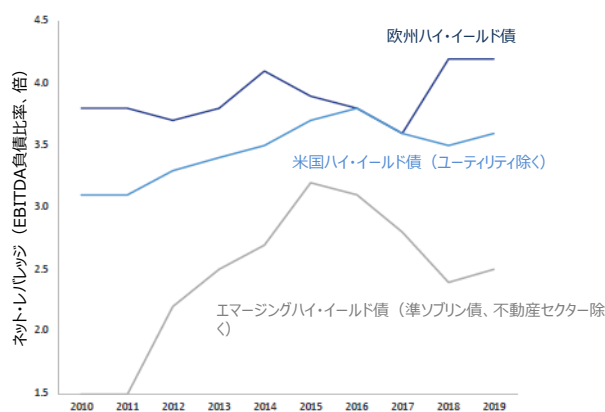
出所: BIS(The Bank for International Settlements), Intercontinental Exchange(ICE), 2019年10月

**グローバルなマクロ経済環境は、エマージング現地通貨建て資産のパフォーマンスの支援材料になるとみています。また、一部のエマージング・ハイイールド社債にも投資妙味があるほか、デストレストのソブリン債や社債にも投資機会が存在するとみています。**

投資家にとっての課題は、周期的なドローダウンやボラティリティを抑制する手法によって、エマージング資産に投資することによるリターン及び分散効果を正確に精査することでしょう。ここ最近では、ソブリン債や社債、外貨建て債、現地通貨建て債といった資産クラスの枠にとられず、広範に投資機会を発掘する投資戦略も投資家の関心を集めているようです。

ソブリン・リスクのボラティリティの高まりは、社債セクターにおけるクレジット・ファンダメンタルズの改善を覆い隠し、エマージングと先進国社債とのバリュエーションの差が拡大する要因になったと考えています。

図12: エマージング市場では企業のレバレッジが低下している



出所: JPMorgan, 直近四半期データは2019年7-9月期

## 変化を促す気候

過去10年間におよぶ景気低迷により、現状に対する市民の不満が募るなか、一国内及び国家間の政治的緊張が高まっています。

トランプ米大統領の「アメリカを再び偉大な国に (Make America Great Again)」というナショナリスト的な呼びかけは、他の国の指導者やその座を目指す人物によって模倣されることになりました。多国間主義は限界にあり、それは「自由市場」経済、米民主党左派や英労働党による政治、さらにはトランプ米大統領やブラジルのボルソナロ大統領などの右派による政治にも同様のことが言えます。ポピュリスト勢力の台頭や「非グローバルイゼーション」は、避けられないものでなければ、後戻りできないものでもありませんが、当面の間は投資家が直面する政治情勢については、よりナショナリストで介入主義的な政府という特徴があるでしょう。

米中貿易摩擦は緩和に向かっているものの、仮に、市場の予想通り、習近平国家主席とトランプ大統領との間で「第一段階」の通商合意が締結されたとしても、世界の二大大国間の戦略的な対立関係は継続するとみられます。政治の両極化は、今後も不透明感やボラティリティを高める要因になると予想しています。

また米国では、エリザベス・ウォーレン氏が民主党の強力な大統領候補者として選出される可能性があり、企業や市場にとって、米国の政策体制に劇的な、そしてもしかすると破壊的な変化をもたらされる可能性が高まるかもしれません。香港での社会不安も、中国と米国間のみならず、中国とより幅広い「西側諸国」との関係の更なる悪化を招く可能性があるでしょう。

**グローバル金融危機以降、投資家は「ブラック・スワン」左側にある予測不可能なテール・リスク」を恐れてきました。そして今となってようやく、投資家と政策当局者は、政治面の変動の高さや気候変動という「グレー・ライノー（灰色のサイ）」リスクの存在に気づき始めたようです。**

環境悪化や気候変動は高確率で起こると考えられ、甚大な影響が予想されるにも関わらず、見過ごされてきた脅威、すなわち社会や経済の安定にとっての「グレー・ライノー」リスクであると言えます<sup>5</sup>。持続可能（サステナブル）な投資には、特定のESG評価を満たさない企業や産業をポートフォリオから除外することが含まれます。また、ESGの要素をポートフォリオに組み込むことで、リスク調整後リターンを改善を狙うこと、さらに良好なリターンとともに、ポジティブな社会的及び環境的な影響を創出することを目的とした投資（インパクト投資）などがこれに含まれます。

資産保有者や運用者は、昨今の深刻な社会面と環境面からの課題に対して、自分たちが取り組める責任や貢献について、正面から向き合い始めているとみられます。

**ESG（環境、社会、ガバナンス）の要素を投資プロセスに明示的に組み入れることは、環境と政治リスクの高まりに対する合理的な対応策であると言えるでしょう。**



過去10年間におよぶ景気低迷により、現状に対する市民の不満が募るなか、一国内及び国家間の政治的緊張が高まっています。



<sup>5</sup>The Gray Rhino: How to Recognize and Act on the Obvious Dangers We Ignore, ミシェル・ウッカー, 2016年



## デビッド・ライリー 投資戦略ヘッド

デビッドは2013年9月にブルーベイに入社し、現在はパートナー兼CIOオフィスにおける投資戦略ヘッドを務めています。またブルーベイの投資委員会のメンバーであり、60億米ドル近くを預かるブルーベイのマルチ・クレジット戦略の運用を担う資産配分チームにも属しています。さらに、ブルーベイのポートフォリオ・マネジャーが参加し、週次で行われている投資フォーラムや、月次で開催される社債クレジット・グループにおいて議長を務めています。応用マクロ経済学や政治及びソブリン・クレジットの分析における20年以上の経験を生かし、投資委員会における議論を主導するほか、ブルーベイの広範なマクロ及び社債のクレジット見通しの策定に力を注いでいます。ブルーベイ入社以前には、大手格付け機関フィッチ社において、ソブリン及び国際機関グループのグローバル・ヘッドを務めていました。またそれ以前は、UBSの投資銀行部門でシニア・エコノミストを務めていたほか、英国の大蔵省（HM Treasury）において国際経済及び債務に関するアドバイスをしていた経験もあります。その当時、パリクラブでの国際債務再編交渉において、英国の代表を務めたこともあります。ロンドン大学バークベック・カレッジにて、経済学の優等学位を取得。

## ディスクレマー

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

### ■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） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレインド戦略：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。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものでは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十分にお読み下さい。

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。