2022年の見通し:
転換点

要約

新型コロナウイルスのパンデミックが、低成長、低インフレ、低金利によって特徴付けられる「ローフレーション」時代の終焉をもたらす中、投資家は転換点に直面しています。新たに突入する時代は、より介入主義の政府や、資本よりも労働を重視するポピュリスト志向、気候変動の激化や脱炭素の加速によって特徴付けられるものになり、マクロ経済の不確実性や市場の変動性は高まると予想しています。

2019年以降、新型コロナウイルス(Covid-19)のパンデミック(世界的流行)と、それを受けた政策対応が、グローバル経済及び投資環境の中心にあります。2021年には、感染の波はありながらも、高い効果が期待できるワクチンの普及によって経済活動が再開し、(不完全かつ不均等ではあるものの)グローバル経済のV字回復を促しました。依然Covid-19に起因した制約がある供給を需要の回復が上回る中で、インフレが高進しました。

パンデミック下において企業及び家計所得を支援するための政府による巨額の借入は、急増した民間セクターの貯蓄を元手として、中央銀行による債券購入と歴史的な低金利という形で引き受けられました。民間の過剰貯蓄は、国債などの金融資産への投資に振り向けられ、実質及び期待インフレ率を下回る名目利回りとなって表れました。その結果、グローバルな経済活動が依然パンデミック前の水準を下回る中でも、マイナスの実質金利が、新型コロナ危機以降でのほぼ全ての金融資産のプラス・リターンをもたらす要因となりました。

ブルーベイでは、2022年もグローバル経済成長がトレンドを上回る水準を維持すると予想しており、投資の拡大や消費者からの旺盛な需要がその追い風になるとみています。貯蓄の減少と投資の増加は実質金利を押し上げる圧力となり、リスク資産にとっては下落圧力になる可能性があるでしょう。

主なポイント

- 投資の増加や消費者の旺盛な需要が追い風となって、グローバル経済は2022年に再びトレンドを上回る成長を遂げるとみています。
- 新型コロナに起因する供給制約が緩和することで世界的にインフレは減速に向かうものの、中央銀行の目標を上回る水準で高止まりすると予想しています。
- Covid-19の感染状況やインフレ率の高止まり、経済回復、中央銀行のハト派政策の転換などの要因が絡み合い、債券市場のボラティリティは高止まりするとみています。
- 投資家は、代替となるリターン源泉を活用することや、グローバルかつサステナブルな投資戦略を選好し、「スマートな」資産配分や銘柄選択に比重を置くことによって恩恵を受けられると考えています。
- 投資適格社債とハイ・イールド債のスプレッドの差は、幾らか縮小の余地があるとみています。
- 金利やボラティリティの上昇が追い風となる中、依然として堅固な経済成長が資産クオリティの改善及び与信拡大につながることも銀行にとって好材料で、銀行劣後債が良好なパフォーマンスとなる可能性があるとみています。
- 社債リターンは小幅に留まるものの、セクターや格付ごとのパフォーマンス差拡大は超過収益獲得のための好機になるとみています。転換社債やレバレッジド・ローン、ローン担保証券(CLO)などのデュレーションの短い戦略がアウトパフォームする可能性が高いとみています。
- Covid-19が後退し、インフレ見通しが落ち着く中で経済が回復を続ければ、グローバル投資家は徐々にエマージング現地通貨建て債の魅力的なバリュエーションに注目し始める可能性が高いとみています。

当該レポートでの見解は投資アドバイスやクレジット分析の提供を目的としたものではなく、記載された情報は投資アドバイスを目的としたものではありません。

消費者の需要がモノからサービスへと移行し、新型コロナに起因する供給制約が緩和する中、インフレ率はグローバルに落ち着くとみていますが、中央銀行の目標を上回る水準で高止まりすると予想しています。政策金利をわずかな上昇に留める、いわゆる「長期に及ぶ低金利」という概念は、2022年に、とりわけ米連邦準備制度理事会(FRB)によって、試練に立たされることになるとみています。

新型コロナウイルスの新たな変異株(オミクロン株)の出現は、グローバル経済と市場にとって、更なる不確実性の種となっています。広範囲かつ長期に亘るロックダウンが導入される可能性は低く、経済活動も度重なるパンデミックの感染の「波」により、耐性を示すようになったと考えています。ただし、オミクロン株がマクロ経済予想や投資見通しを複雑化させたことは事実でしょう。ダウンサイド・シナリオとしては、オミクロン株が従来主流であったデルタ株よりも高い感染力を示し、既存のワクチンに対して抵抗力があるならば、グローバル経済成長は予想を大きく下振れする可能性があるでしょう。一方でアップサイド・シナリオとしては、オミクロン株の感染力は高いものの、重症化のリスクが低く、感染拡大による制約が早期に緩和されるならば、ベースケースよりも高いグローバル成長やインフレ率につながる可能性があるでしょう。いずれにせよ、Covid-19が今後も不確実性の要因となることは間違いないでしょう。

さらに投資家は、2022年に不安定なグローバル・マクロ経済の逆流に直面する可能性があります。経済活動や企業収益の着実な成長は、グローバルな金融政策の転換に影響し、インフレ率の上昇と持続によって、中央銀行が金融政策でのブレ-キを一層強く踏むというリスクになるはずです。名目及び実質利回りの上昇によって、バリュエーションが既に過去最高値、もしくはその近辺にある多くの資産クラスは、経済成長や業績に関連するネガティブなニュースに影響されやすくなるでしょう。新たなウイルスの出現や中国経済の「ハード・ランディング」、気候変動やその他ESG関連の課題など、様々な要因がそのきっかけとなる可能性があるでしょう。

Covid-19のパンデミックが、低成長、低インフレ、低金利によって特徴付けられる「ローフレーション」時代の終焉をもたらす中、投資家は転換点に直面しています。新たに突入する時代は、より介入主義の政府や、資本よりも労働を重視するポピュリスト志向、気候変動の激化や脱炭素の加速によって特徴付けられるものになり、マクロ経済の不確実性や市場の変動性は高まると予想しています。

そんな中、投資家は代替となるリターン源泉を活用し、投資の分散を図ることによって恩恵を受けられると考えています。例えばエマージング低流動性クレジットやディストレスト債戦略がその選択肢となり、その他にグローバルや持続可能な投資といった戦略を選好することにもメリットがあるでしょう。規律正しいリスク管理に加え、スマートな資産配分や銘柄選択によって、より低水準(かつボラタイル)になると予想される市場リターンを補完することが重要になるとみています。

早送り

過去最も深刻で、最も短期であったグローバル経済のリセッションは、その後、最速のスピードで回復しました。2021年には、ワクチンが社会活動の再開を促す中、経済活動はV字回復を遂げ、グローバル・アウトプットはパンデミック前(2019年)のピーク時の水準に回復しました。Covidの感染の波がもたらす経済的な影響は、免疫と耐性の獲得によって徐々に低下してきています。 直近のデルタ株の感染拡大(及びオミクロン株の出現)にも関わらず、グローバル成長は2021年末に掛けて再び加速し、2022年も再度トレンドを上回る軌道での成長が見込まれます。

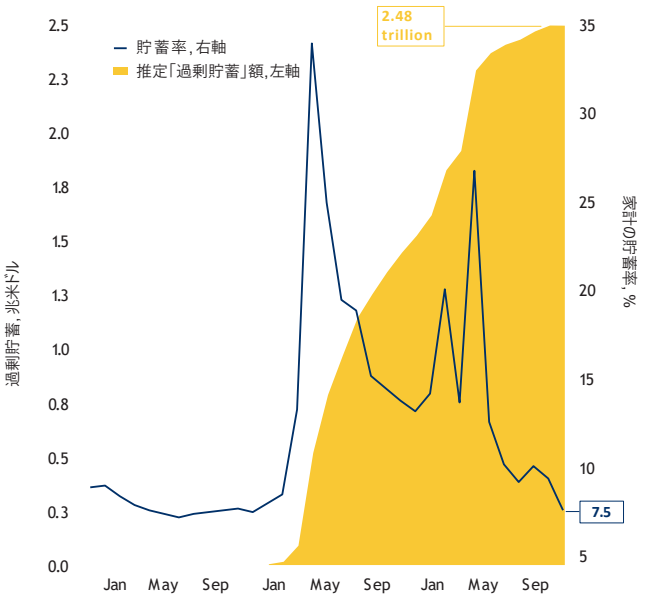
ただし、このような力強い回復であっても、中国を除くエマージング市場(EM)が出遅れ、サービスへの需要が遅れているなど、依然として、不完全かつ不均衡な状態です。2021年には6%近辺であったグローバル成長率は、2022年には4.5%に低下すると予想されており、依然としてトレンドを上回る成長ではあるものの、年末時点でのグローバル経済は、パンデミック前の予測と比較して4%程度小さなものになるとみられています。

ここでの特筆すべき例外は米国で、 2022年の米国経済はパンデミック前の予測と比較しても拡大し、ワシントンDCからの例外的な財政及び金融刺激策が実を結ぶとみられています。

ブルーベイが2022年にトレンドを上回るグローバル成長を予想する理由は主に以下の4つです。

- 個人消費の健全性と回復力
- 商品からサービスへの消費のシフト
- 投資の増加及び在庫の積み上げ
- 中国の政策緩和

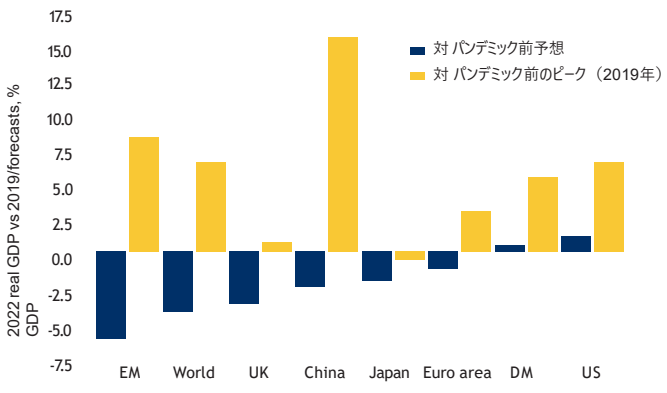
図2: 米国の「過剰貯蓄」



出所: Macrobond; ブルーベイの予測; 直近のデータは2021年9月

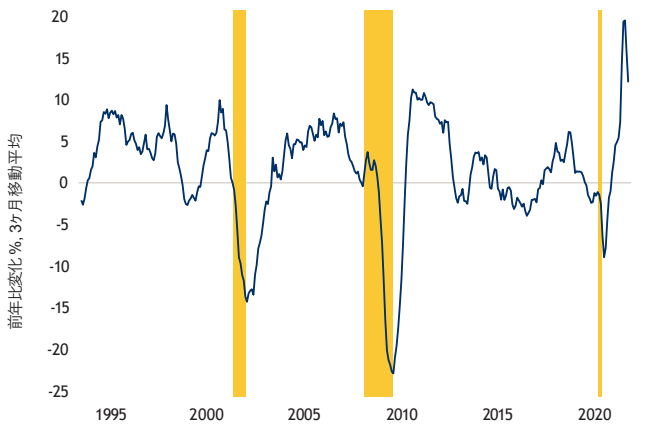
米国の家計と企業のバランスシートは良好な状態にあり、財政支援の縮小を考慮しても、十分な需要の支えになるとみています。また欧州やEM経済の活動再開などによるプラス材料も見込め、中央銀行が利上げを実施する中でも、成長の追い風となる金融環境が予想されます。

図1: 2019年及びパンデミック前の予想対比の2022年GDP



注: 2022年の実質GDPについてのブルーベイの予測値と、2019年10月に発表されたIMFによる2022年の実質GDP予測値、及び2019年の実質GDPとの差。
出所: ブルーベイ・アセット・マネジメントの予測; IMF 2019年10月

図3: グローバル投資トラッカー



出所: ブルーベイ・アセット・マネジメントの予測; 直近のデータは2021年9月

グローバル成長のリスク要因

ブルーベイではグローバルの経済成長に対して概ね良好な見通しを持っていますが、主要なリスク要因として以下が挙げられます。

- 不動産セクター主導の、中国経済の継続的な減速
- 高水準かつ上昇基調のインフレによって、中央銀行が金融引き締めを急がざるを得なくなることで、2023年に掛けての成長リスク
- 更なるCovid-19の感染拡大(当レポート執筆時にはオミクロン株の感染拡大)と、それに伴う需要減やグローバルなサプライチェーンの分断リスク

ブルーベイのグローバル成長見通しの根底にあるのは、Covid-19がパンデミックからエンデミックに移行するということです。つまり、医療システムが脅かされない程度にウイルス感染が抑制される状態に移行することです。仮にオミクロン株が、これまでの変異株と比べてワクチンに耐性を持ち、感染拡大の主体として置き換わるようであれば、グローバル成長への影響はより甚大なものとなるでしょう(おそらく0.5%から1%程度の影響)。

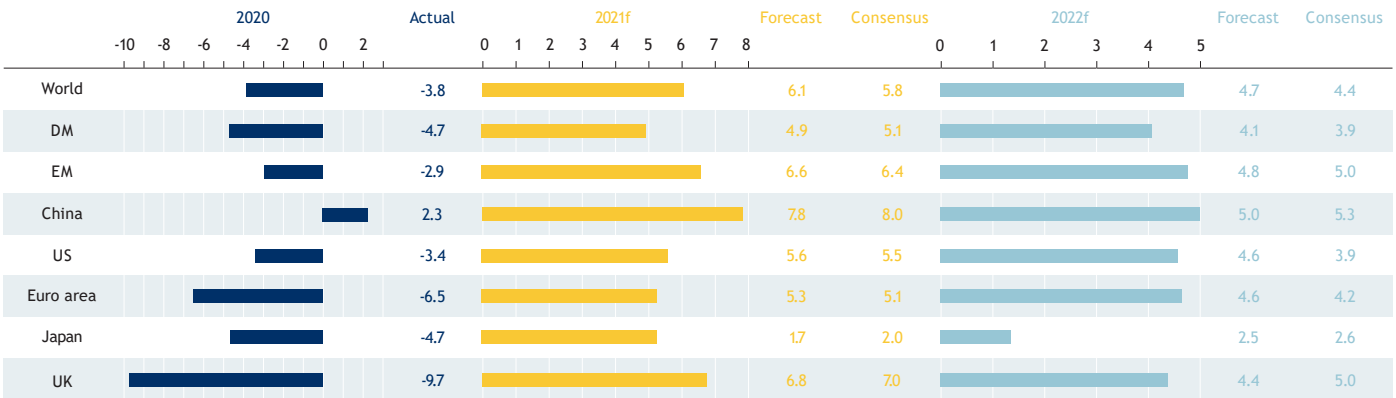
アップサイド・シナリオを挙げれば、ワクチンのより早期の普及によって(加えてオミクロン株は、感染力は強いものの軽症であることがわかれば)、「正常化」への回帰は早まり、消費は加速すると共に、供給制約やそれに伴うインフレ圧力は緩和されるでしょう。

成長見通しに対するこのようなリスクは、概ね均衡状態と考えています。2022年を通して見ても、ウイルスやワクチン、政策の進展が、グローバル経済と金融市場の鍵を握ると考えています。

2022年は、トレンドを上回る経済成長と、同じくトレンドを上回るインフレによって特徴付けられる1年になるとみています。しかし年末までには、経済が完全雇用に達し、政策金利が上昇する中で、グローバル経済はサイクル中期、もしくはサイクル後期の兆候さえも、見せ始める可能性があるとみています。

2022年から先の見通しについては必然的に更なる不確実性によって覆われていますが、パンデミック前の期間を象徴していた、低成長、低インフレ、低金利環境の下で、マクロ経済のボラティリティがほとんどない、いわゆる「グレート・モデレーション(大いなる安定)」へと回帰する可能性は低いように思います。

図4: グローバル成長予想 (前年比変化率%)



出所: Bloombergによる予想中央値; ブルーベイ・アセット・マネジメントの予想; 2021年11月30日

より高く、より長いインフレ

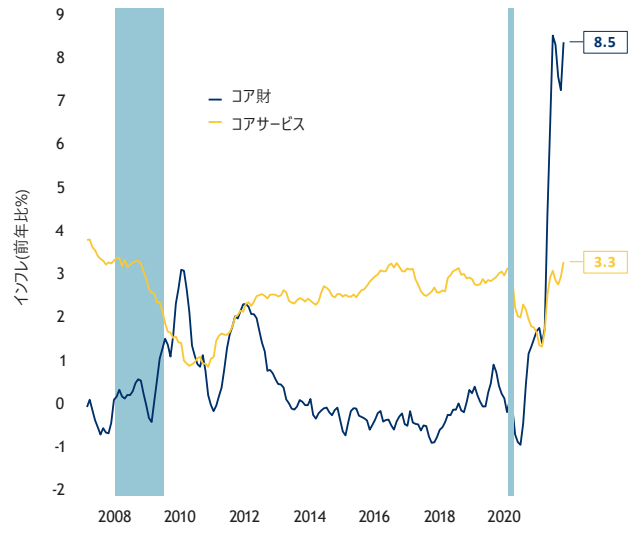
インフレ圧力は、需要が供給を上回る中で急速に高まってきました。その一因は、とりわけ米国消費者からのモノへの需要の急回復が、依然としてCovid-19に起因する混乱の最中にあったジャスト・イン・タイム方式のグローバル製造業の供給キャパシティを凌駕するという、今回の回復の特異性にあったと言えるでしょう。

結果として、何年にも亘るディスインフレの後、物価は急騰しました。このことを分かりやすく見て取れるのが、自動車セクターです。新車への需要は強いものの、半導体不足によって供給量は減少し、中古車価格の急上昇につながりました。

需要と供給のミスマッチは労働市場にも表れ、記録的な求人数にも関わらず失業率はパンデミック前を上回り、労働力も縮小しました。

消費者の需要がモノからサービスへと移行し、供給制約が緩和される中、2022年には物価圧力は和らぐと予想されます。しかし、米国経済が「熱を帯びる」中、失業率は4%未満に低下し、(賃金を含む)インプット・コストが上昇することで、米国のインフレ圧力はより多岐に及ぶと共に、高止まりする可能性が高いとみています。さらに、住宅価格の上昇が、CPIの「シェルター(住居関連)」価格の上昇を招くとみています。その結果、2022年の米インフレ率は平均して4%を上回る水準になると予想しています。

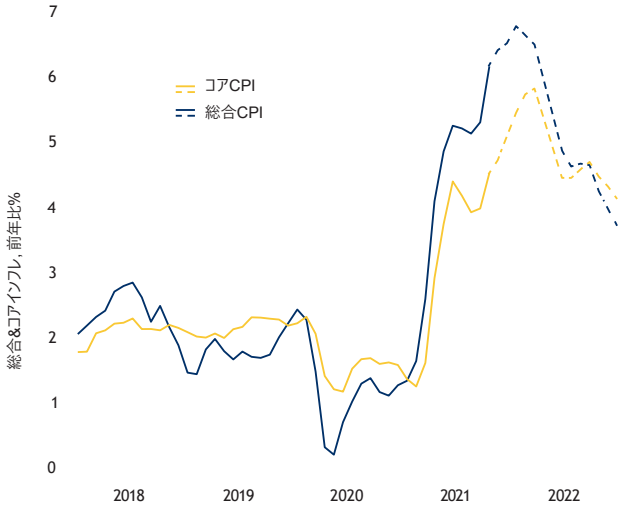
図5: 米コア財及びコアサービス物価



出所: 米労働統計局; 直近のデータは2021年10月

ブルーベイの予想は、コアCPIは3.5%近辺になるとのコンセンサス予想を大きく上回ります。その背景には、米国経済がフルキャパシティを上回る状態で推移する中、基調的なインフレ圧力は高まり、Covid-19に起因する供給制約の緩和による影響の大半が打ち消されることになるとの見方があります。

図6: 米総合及びコアCPI(実績及び予想)



出所: Macrobond; ブルーベイ・アセット・マネジメントの予測; 直近の実績値は2021年10月分

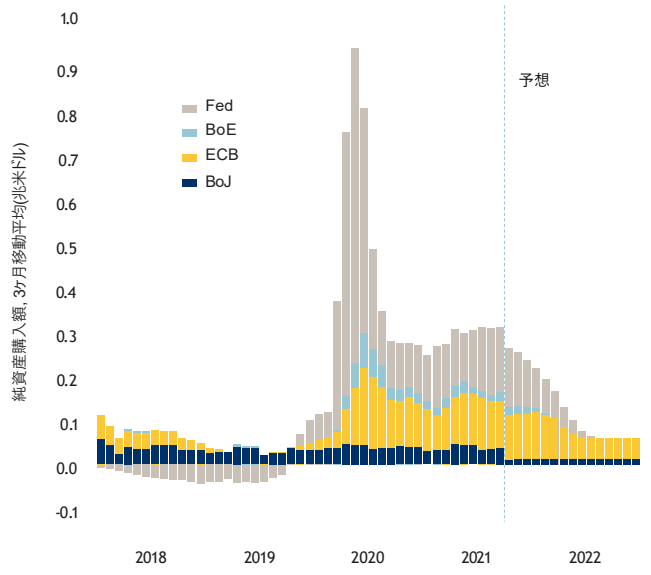
その他の主要国では需要と供給のミスマッチはそれほど深刻なものではありませんが、エネルギー価格やコモディティ価格の上昇、さらに堅固な成長を踏まえれば、インフレは各国中央銀行の目標を上回る水準で高止まりするとみています。

Covid-19による需要と供給の混乱と財政政策対応が原因の高インフレやは、ウイルスがパンデミックを卒業してエンデミックに移行する中で後退するとみています。しかし、グローバリゼーションの後退(ディグローバリゼーション)や生産チェーンの強化(国内化)、さらに政治と一般民衆が資本よりも労働を重視するという傾向は、パンデミックとその後の政策対応によって加速したと言えます。技術革新は引き続き強力なディスインフレ圧力になるとみられますが、世論や政治家は、雇用を脅かし、社会的格差を拡大させた自由なイノベーションからの脱却へと傾いています。より頻繁な異常気象や炭素のネット・ゼロ経済への移行も、インフレのボラティリティを高め、物価上昇の要因になるとみています。ブルーベイでは、Covid-19が、過去10年間の「ローフレーション」時代に終焉をもたらしたと考えています。

利上げへのいばらの道

継続的に目標を上回るインフレや、上昇基調にあるインフレ期待は、非常に緩やかなペースでの金融引き締めに向かう中央銀行のフォワード・ガイダンスが前提とする「(インフレは)一時的」との見方にとって脅威となっています。中央銀行による債券購入が縮小に向かい、フォワード・ガイダンスにおいてインフレ率を中心とした経済指標が重視されていく中で、短期金利市場のボラティリティは上昇し、高止まりするとみています。

図7: 主要中央銀行の資産購入額



注: 公表された政策に加え、ECBがパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を2022年3月に終了し、既存の資産購入プログラム（APP）を月額400億ユーロに拡大するという仮定に基づく。
出所: Macrobond; ブルーベイ・アセット・マネジメントの予測; 直近の実績データは2021年10月

中央銀行は早期の利上げを否定しているものの、市場参加者はFRBを含む主要中央銀行の利上げ開始時期予想を前倒しし始めています。しかし、投資家が幾らか早い利上げ開始を織り込んでいても、織り込まれている利上げペースは過去と比較して緩やかで、利上げサイクルの終着点(いわゆるターミナル・レート)や長期金利に目立った上昇は見られません。

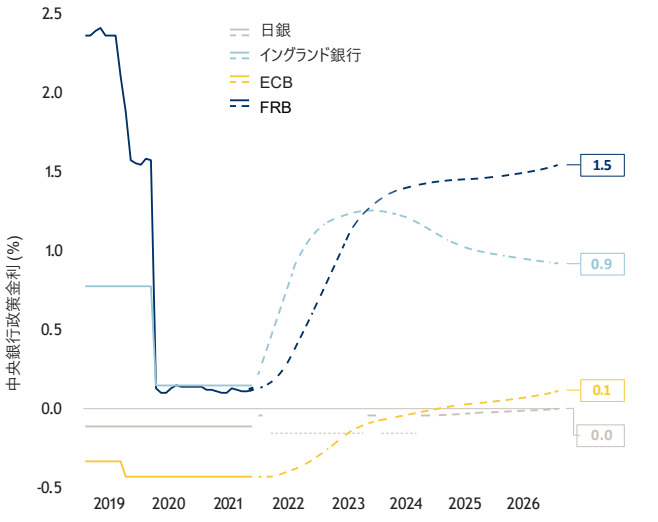
足元で発表されたCPIに急上昇は見られるものの、ユーロ圏の基調的なインフレ圧力は、米国(及び英国)と比較してそれほど顕著ではありません。政策金利が実質的に下限近辺にある中、ECBは時期尚早な金融引き締めを避けたいとみられます。ECBは、2022年3月に終了するパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)を補完するため、既存の資産購入プログラム(APP)を月額400億ユーロへと、一定期間2倍にしましたが、早くても2023年半ばから、緩やかなペースで利上げを実施していくと予想しています。

市場では足元で、2022年4-6月期のFRBの利上げ開始が織り込まれています。量的緩和(QE)のテーパリングが終了した後、2023年末までに4回もしくは5回の25bpsの利上げが実施され、政策金利が1.25%になるとみられています。現在市場に織り込まれている米政策金利のターミナル・レートは1.50%から1.75%で、これはFRBの中期インフレ目標である2%や、 0%超であるとFRBが考える中立金利(長期的に持続可能な実質金利)の水準を大きく下回っています。

インフレ率が2022年を通して4%を大きく上回り、失業率が4%を下回った状態で、FRBがひとたび利上げを開始すれば、足元で金利市場や米国債利回りに織り込まれている市場の予想よりも速いペースで、かつ高い水準まで、利上げが実施される可能性が高いとみています。

FRBとECBは、直近の金融政策の枠組みレビューによって、よりインフレを許容する姿勢に移行しました。その上でのリスクとなり得るのは、特に米国において、インフレが想定よりも粘り強かった場合であり、消費者及び企業のインフレ期待が上昇を続ける中、より力強い金融引き締めを余儀なくされる場合であるとみています。

図8: 市場に織り込まれた政策金利見通し



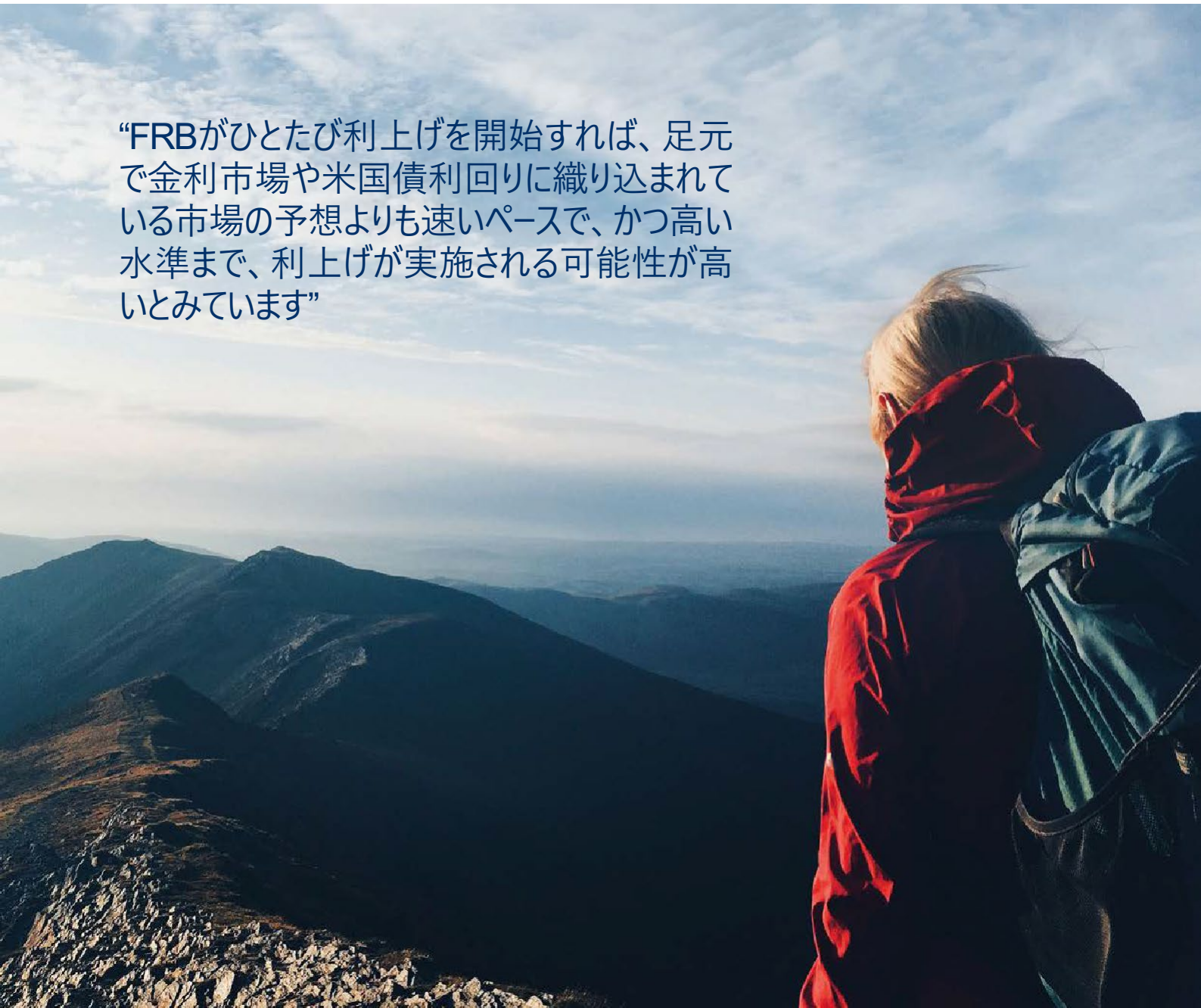
注: 市場に織り込まれた政策金利見通しは、Bloombergから取得したOISフォワードカーブから計算; 2021年11月15日時点
出所: Macrobond; Bloomberg; 直近の実績値は2021年11月15日時点

基調的な経済成長トレンドの低下や公的及び民間債務の増大、人口の高齢化などは、(インフレ調整後の)実質金利と主要国債利回りの長期的な低下要因になるとみています。Covid-19危機は、世界的に実質金利の更なる押し下げ要因となりましたが、経済ファンダメンタルズに即した動きではないと考えています。長期的なグローバル潜在成長や中立金利を大幅に押し下げるような、パンデミックによる長期的な経済への「傷跡」があるとの証拠はほとんどないとみています。パンデミック後に公的債務は大幅に増大しましたが、企業のレバレッジ(収益に対する負債)はパンデミック前の水準に回復し、 (家計所得には大きな開きがあるものの)家計のバランスシートも改善しています。

上昇するインフレ率に加え、過剰貯蓄と過剰流動性を踏まえて、中央銀行が後手に回るよりもむしろ早いタイミングで利上げを行うとの見方にも関わらず、実質金利は2021年を通してマイナス圏に留まりました。これは、実質的に中央銀行による債券購入によって支えられた前例のない財政緩和の裏返しであったとみています。しかし、家計の貯蓄率は既にパンデミック前の水準に戻っており、パンデミックの最中に蓄積された過剰貯蓄の「ストック」は、この先幾らか引き出される(つまり貯蓄率は一定期間パンデミック前の水準を下回る)とみています。

政府のマイナス貯蓄は、中央銀行の債券購入縮小と同時に財政赤字が縮小する中で減少するとみられる一方、設備投資や家計の支出は増加するとみられます。

言い換えれば、2022年には過剰貯蓄及び過剰流動性の存在感が低下し、ターム・プレミアムの上昇と、政策金利の織り込みの上方修正とともに、実質金利を押し上げる要因になるとみています。

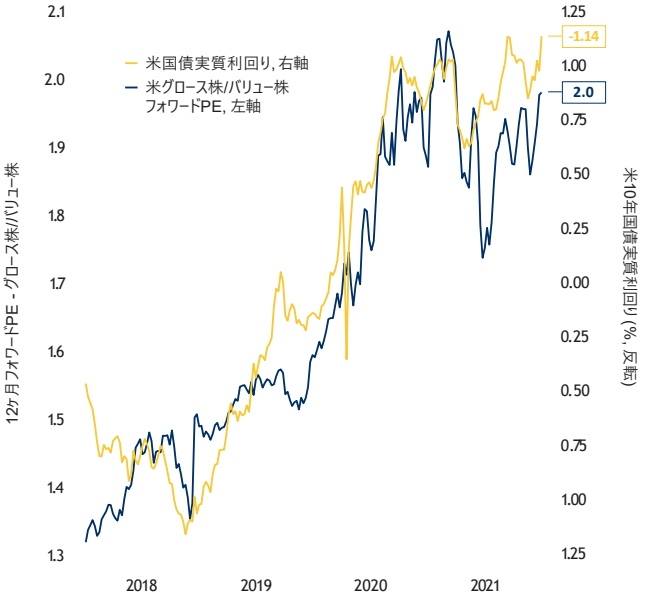


危険な逆流

投資家はこの先も、新型コロナの感染状況や持続的なインフレ上昇、経済回復の継続、ハト派中央銀行の姿勢転換といった要因と綱引きを行う債券市場のボラティリティの上昇に直面するでしょう。経済回復やインフレの軌道、政策反応の関数などの違いによって、中央銀行の行動と金融政策見通しにも大きな枝分かれが予想されます。債券利回りが上昇する中、主要な債券指数は2022年もマイナス・リターンになることが予想されますが、アクティブ投資家にとっては、ボラティリティの高まりや市場間の相対価値に基づく投資機会などが、豊富なプラス・リターンの獲得機会となる可能性があるとみています。

主要国及び米長期国債の実質金利がマイナス圏にほぼ安定して留まっていることは、超緩和的な金融環境のベースとなっています。またこのことが、マクロ面での不確実性や、短期金利市場でのボラティリティにも関わらず、成長に敏感なリスク資産、とりわけデュレーションの長い「グロース」株の耐性につながっています。しかし、名目と実質金利が上昇し、2019年から2桁の上昇を見せたことによって、過去と比較して高まっている株価のバリュエーションを踏まえれば、成長に関しては比較的前向きに見ていながらも、2022年はリスク資産にとってより厳しい投資環境になることも予想されます。

図9: 米TIPSに基づく実質利回りと、米グロース/バリュー株のフォワードPE



出所: Bloomberg; 直近のデータは2021年11月15日

キャリーオン

コア金利の水準及びボラティリティの上昇や、レンジ内の株価はハイ・イールド債にとっての逆風要因となる一方、信用ファンダメンタルズの改善はプラスとなります。ハイ・イールドに特化していない運用者の多くが、特に米国で、利回りを追い求める中で非投資適格社債へと手を伸ばしてきました。金利上昇によってトータル・リターンがマイナスとなるのであれば、このような資金流入は反転し、社債市場におけるボラティリティ上昇の要因となる可能性があります。

ビジネス・サイクルが速いペースで成熟している一方、クレジット・サイクルは比較的のんびりとしたペースで進んでいます。サイクルが転換するためには、一般的にはマイナスの経済ショックが必要で、デフォルト見通しと信用損失の悪化を引き起こします。レバレッジド・ローン市場及びプライベート・クレジット市場では「過熱」の兆候が見られていますが(より積極的なレバレッジド・バイアウトや配当目的の資金調達、プライベート・クレジット市場の株価マルチプル上昇など)、パブリック市場では、発行体のレバレッジは低下しています。

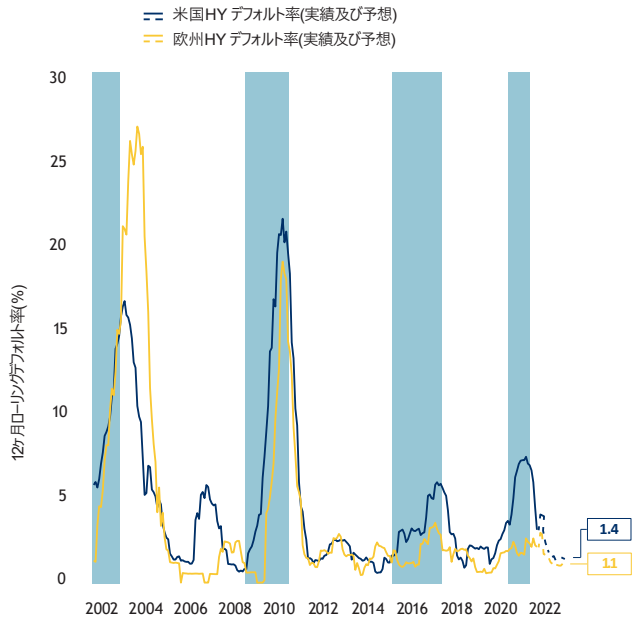
極めて低水準の実績と予想のデフォルト率や、信用ファンダメンタルズの改善(レバレッジの低下とポジティブな信用格付トレンド)は、既に概ねバリュエーションに織り込まれているとみています。

米国社債のスプレッドは金融危機以降で最もタイトな水準近辺にあり、ユーロ建て社債のスプレッドも過去数年間の四分位の最も低位に留まっています。これらとは対照的に、EM外貨建て社債のスプレッドは、概ね長期的なレンジの中央近辺にあります。

ブルーベイでは、投資適格社債とハイ・イールド社債のスプレッド格差は、この先も幾らか縮小する余地を残していると考えています(スプレッドのコンプレッション)。良好な成長とファンダメンタルズ見通しを背景に、スプレッドが縮小することで、トータル・リターンへの金利上昇によるマイナス影響の一部が埋め合わされる可能性があるとみています。中でも銀行は、金利水準とボラティリティの上昇、依然として堅固な経済成長による資産クオリティの改善や信用の伸張による恩恵を受けるとみており、銀行劣後債が良好なパフォーマンスになると予想しています。

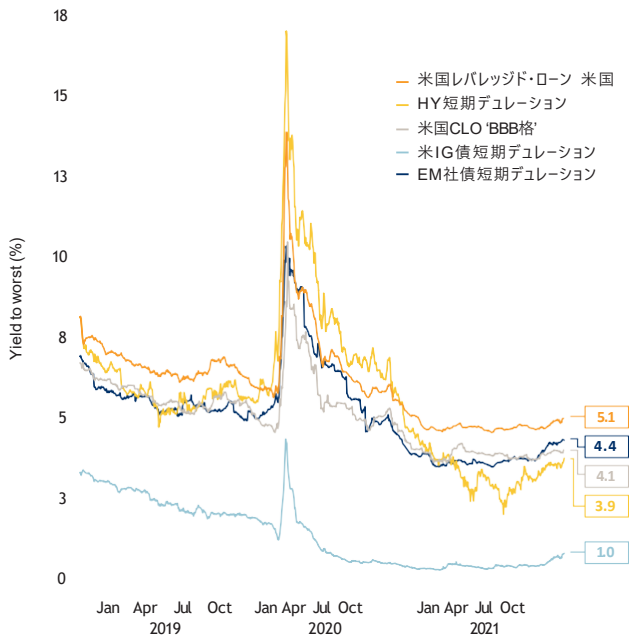
社債リターンは小幅に留まるものの、セクターや格付ごとのパフォーマンス格差拡大は超過収益獲得のための好機になるとみています。転換社債やレバレッジド・ローン、ローン担保証券(CLO)など、デュレーションの短い戦略がアウトパフォームする可能性が高いとみています。

図10: ハイ・イールド債のデフォルト予想



注: 網掛け部分は、12ヶ月ローリングデフォルト率のピークから底までを示す。ディストレス・レシオに基づくブルーベイの計算。
出所: BoA; ブルーベイ・アセット・マネジメントの予測; 直近の実績値は2021年10月

図11: 短期デュレーションのクレジット債の利回り



注: 満期が1-3年のクレジット債
出所: Bloomberg; JP Morgan; 直近のデータは2021年11月15日

エマージング市場: 選好されず、割安に

2021年は、グローバル経済や世界貿易、コモディティ価格の回復にも関わらず、EM資産にとって試練の年となりました。当初は、ワクチンへのアクセスが困難で、普及が遅れていることが多くのEM国の足かせとなりました。中国における信用及び規制強化、さらに不動産開発会社が財務上の苦境に陥ったことなども、EM資産の重石となりました。しかし、マクロ面での主たる逆風要因は、米ドル高と、高インフレを受けた金利上昇であったとみています。

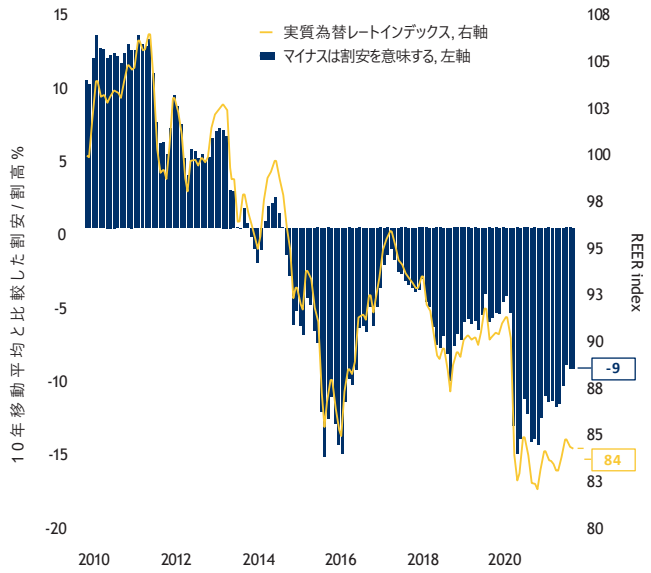
EM現地金利は2021年に、2013年のいわゆるバーナンキ・ショック時と比較しても、大幅に上昇しました。結果として、先進国市場と比較した名目と実質利回りの差は、過去最も拡大した水準にあります。市場では、EM国における更なる利上げと、以前のサイクル時のピークと同等か、もしくはそれを上回るターミナル・レートが織り込まれている状態です。EM中央銀行は、インフレ期待の上昇に歯止めが掛からなくなり、これまで築いてきた中央銀行の信頼性に傷がつくことを懸念し、全般的に高インフレに対してプロアクティブに対応してきました。しかし、利上げや経常収支の改善にも関わらずEM通貨は下落し、総合的に見れば数年来の安値圏にあります。

Covid-19の話題が薄れ、インフレ見通しの安定とともに経済が回復を続ければ、海外投資家はEM現地通貨建て債券市場の魅力的なバリュエーションへと徐々に注目を移していくとみています。

EM外貨建て債に関して言えば、2021年は投資適格とハイ・イールドのソブリン及び社債間での格差が拡大した年であったと言えるでしょう。パンデミックの名残として、複数の低格付ソブリンは、例えば海外旅行客からの資金が得られなくなるなど、財政需要と経済の弱体化に直面することとなりました。EM企業は全般的にパンデミックを上手く乗り切ったと言え、収益及びレバレッジはパンデミック前の水準に回復しました。中国を除いて見れば、EMハイ・イールド社債のデフォルト率は2022年に2%未満になると予想されています。

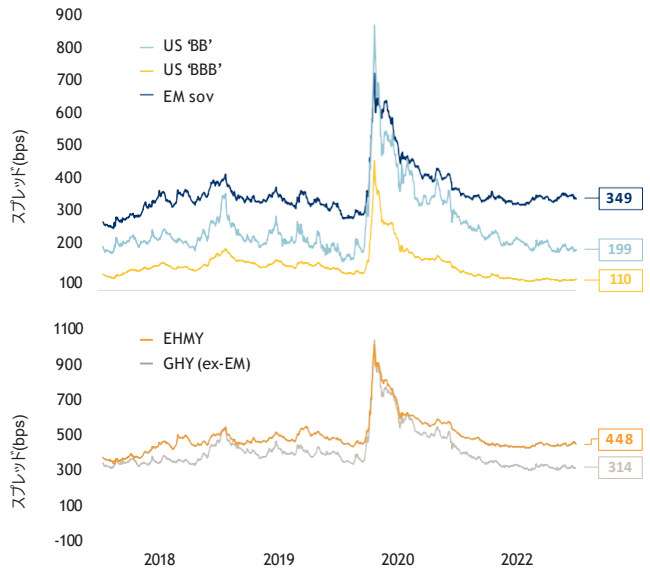
EM資産はこの先もグローバル・マクロ経済の荒波にさらされると予想されますが、中期的に見れば、若くて成長が見込める経済や、魅力的なバリュエーションを背景に、高いリターンが期待できる資産クラスであるとみています。

図12: EM平均実質実効為替レート



注: EM平均実質(インフレ調整後)実効為替レートと、10年移動平均との差
出所: BIS, ブルーベイ・アセット・マネジメントの計算; 直近の月次データは2021年9月

図13: EM対先進国のソブリン債及び社債スプレッド



注: DMHY = BoA Global High Yield e~Emerging Markets (HYDC); EMHY = JP Morgan CEMBI Broad US 'BBB' & US 'BB' = Bloomberg US Corporate & High Yield indices; EM sov = JP Morgan EMBI Global
出所: JP Morgan; Bank of America; 直近のデータは2021年11月15日

筆者
デビッド・ライリー
チーフ・インベストメント・ストラテジスト

デビッドは2013年9月にブルーベイに入社し、パートナーであるとともに、チーフ・インベストメント・ストラテジストを務めています。また、60億米ドル近くの運用資産残高を有する、ブルーベイのマルチ・アセット・クレジット戦略の運用を担う、ブルーベイの資産配分委員会のメンバーでもあります。ブルーベイのポートフォリオ・マネジャーが一堂に会する週次の投資フォーラムや、月次で開催されるコーポレート・クレジット・グループでは議長を務めています。

応用マクロ経済学や政策、ソブリン・クレジット分析における20年の経験を活かし、投資インサイトを提供するとともに、ブルーベイの全般的なマクロ経済と社債クレジットの見通しの策定に深く関わっています。

ブルーベイ入社以前は、大手格付機関フィッチで、ソブリン・国際機関グループのグローバル・ヘッドを務めており、世界の大手債券発行体の130以上の信用評価に携わりました。フィッチ以前には、UBS投資銀行や英国大蔵省でシニア・エコノミストとして、国際経済や債券発行についてのアドバイスを提供したり、債権国連合(パリ・クラブ)では債務再編交渉において英国の代表を務めた経験も持ちます。

ロンドン大学バークベック・カレッジにて経済学の修士と第一級優等学位を得ています。

ディスクレーマー

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主な手数料や費用等は以下のようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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になります。

ロング・オンリー戦略　（年率、税抜き）

投資対象	投資適格債	ｴﾏｰｼﾞﾝｸﾞ債	ﾚﾊﾞﾚｯｼﾞﾄﾞ・ﾌｧｲﾅﾝｽ	転換社債
運用管理報酬（上限）	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%

オルタナティブ戦略　（年率、税抜き）

運用戦略	ﾄｰﾀﾙ・ﾘﾀｰﾝ	絶対ﾘﾀｰﾝ
運用管理報酬（料率範囲）	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
成功報酬（料率範囲）	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク
投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。
価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク
なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意下さい。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。
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、別途記載のない限り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、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上