

2015年のエマージング社債見通し

2014年は、エマージング社債にとりイベントの多い1年でした。停滞する経済成長と資源価格の下落を背景に、エマージング市場では、重要な選挙日程、米ドル高、地政学リスクの増大、相次ぐ個別のイベント・リスクなど、多くのテーマが展開しました。それにもかかわらず、エマージング社債は、JPモルガンCEMBIダイバーシファイド指数で捉えたリターンが5.7%と堅実でした。

2015年は、2014年と同じテーマによって特徴づけられると考えています。しかし、個別のクレジット・イベントが生じる可能性や不透明なマクロ経済環境にもかかわらず、エマージング市場はバリュエーションの観点から引き続き魅力が高いと考えています。デフォルトは（2014年の低水準からですが）わずかに上昇すると予想される一方、その多くは十分に知られており、市場に織り込み済みと考えています。しかし、一部銘柄には割安感もあり、信用スプレッドが若干縮小して、米国債利回りの上昇を相殺すると予想しています。総じて、エマージング社債は2015年に4～6%のリターンを達成できると考えています。さらに、差別化のテーマが引き続き展開するため、2015年は超過収益を創出する観点から良好な環境になると考えられます。

エマージング社債では4～6%のリターンが達成可能であり、プラスの超過収益を創出する余地があると考えています

2014年の振り返り

12カ月前における2014年の見通し

時計を2013年末まで巻き戻し、当時の見通しを振り返ると、2014年には以下を予想していました。

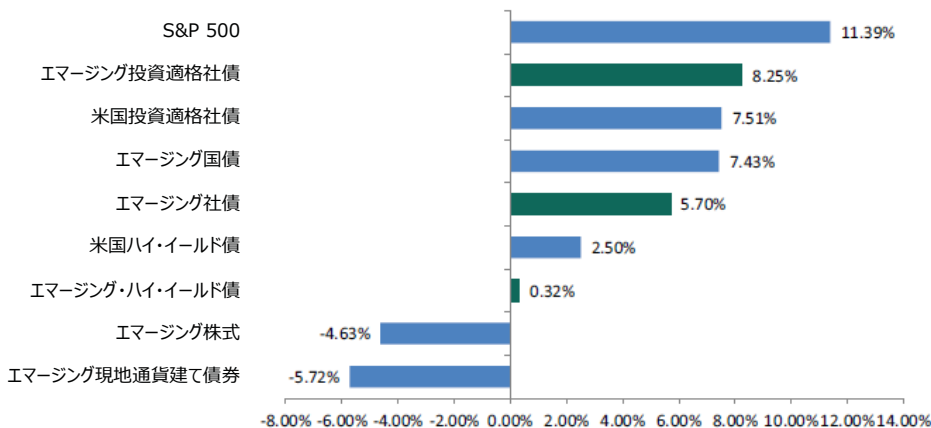
2014年の予測	結果	コメント
2014年のリターンは利回りが主な要因	✓	2014年にエマージング社債が創出した5.7%のリターンは主にインカム収益による
米国金利は上昇	✗	米国の国債金利は2014年を通して85bps低下
信用力の差別化がテーマとなる	✓	国別、セクター別、格付け別等のリターンは著しく乖離
スプレッドはわずかに縮小	✗	信用スプレッドは1年を通して約50bps拡大
デフォルト率は低下	✓	ハイ・イールド債の実現デフォルト率は2.7%と過去平均を下回る
中南米がアウトパフォーマンス	✗/✓	中南米は欧州とアフリカを大幅にアウトパフォーマンス、アジアと中東をアンダーパフォーマンス
BBB/BB格銘柄がアウトパフォーマンス	✗/✓	BBB/BB格銘柄は、B格以下の銘柄をアウトパフォーマンス、A格以上の銘柄をアンダーパフォーマンス
ディフェンシブ・セクターがアウトパフォーマンス	✓	ユーティリティ、通信メディア等（TMT）、インフラなどのディフェンシブ・セクターは、2014年に最も堅調
金属・鉱業セクターがアンダーパフォーマンス	✓	金属・鉱業は2014年に最も軟調

総じて、2014年は予測が難しい年であったにもかかわらず、エマージング社債は堅実な5.7%のリターンをもたらすことができたと言えます。しかし、そこに至る経路はブルーベ이의予想とは異なるものでした。エマージング市場のその他の資産や、より広く他の資産クラスと比較するならば、エマージング社債はかなり堅調でした。投資適格銘柄は、2014年前半において米国債利回りが低下するなか、デュレーションが長い特性を背景に特に堅調でしたが、後半においては、パフォーマンスがエマージング市場のハイ・イールド銘柄をさらに上回りました。ディフェンシブな信用ファンダメンタルズと、相対的にスプレッドが小さく商品市況への感応度が低いアジア社債の割合が高いことから、変動性が高まる市場環境下で底堅さを示したと言えます。

2014年は信用力の差別化が進んだ1年でしたが、エマージング社債は堅実な5.7%のリターンをもたらしました

2014年の市場パフォーマンス

図表1. 2014年の資産クラス別トータル・リターン

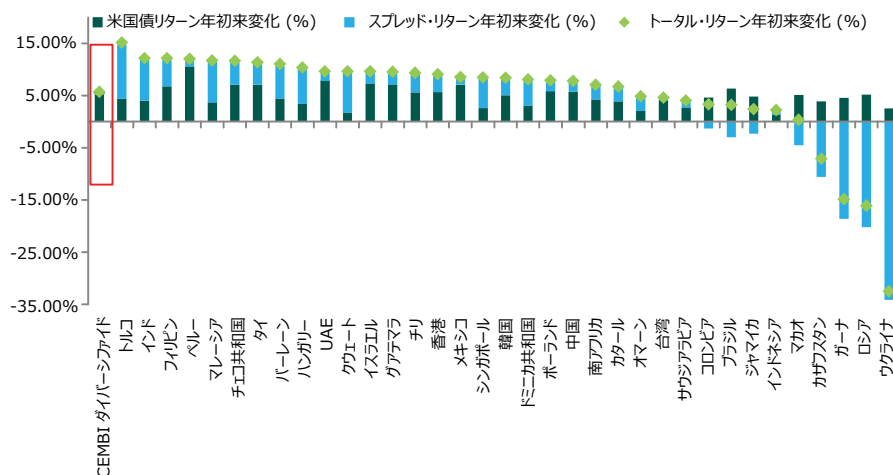


出所：JPモルガン、ブルームバーグ、2014年12月31日現在

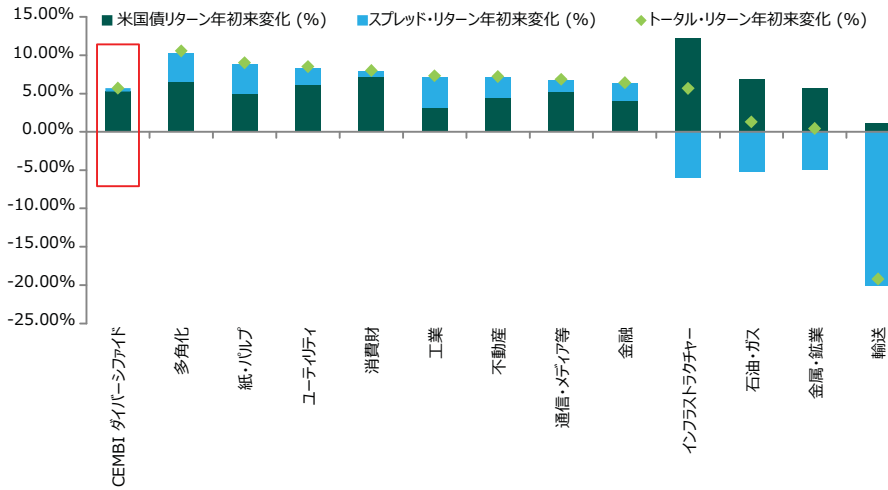
注意：インデックスの説明については、最終ページの脚注を参照してください。

2014年におけるエマージング社債のリターンは、主に米国債利回りの低下によるものです。10年物米国債利回りは、経済成長の減速、インフレ率の低下および資源価格の下落を背景に、予想に反して前年末の3.03%から0.85%低下し、2.17%で年末を迎えました。一方、エマージング社債のスプレッドは、国別およびセクター別に著しく異なる動きを示し、信用力の差別化が進む環境になるという長く維持していたブルーベ이의見方を裏づけるものとなり、この差別化は1年を通して明らかとなりました。

図表2. エマージング社債の国別リターン



図表3. エマージング社債のセクター別リターン

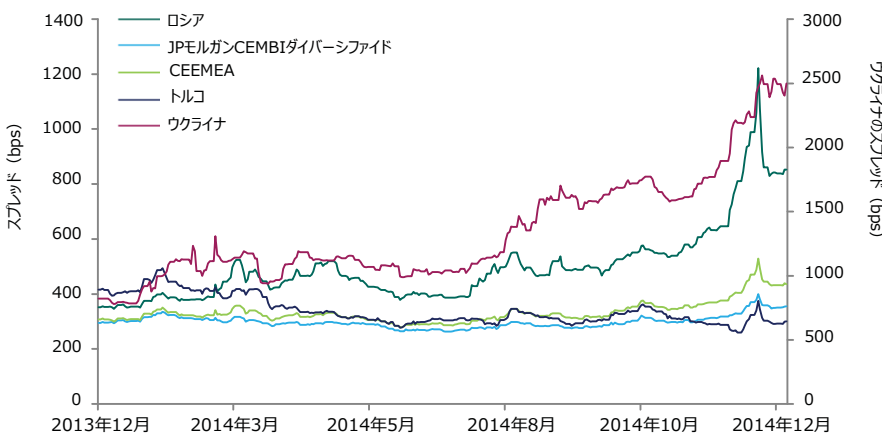


出所：JPモルガン、2014年12月31日現在

先行きの見通しが明るく信用力の強い銘柄が堅調だった一方、悪化基調で信用力の弱い銘柄は相対的に軟調でした。前ページの図表2と3に見られるように、国別リターンは極めてばらつきが大きく、トルコが15%近く上昇した一方、ウクライナは約35%下落しました。セクター別でも同様に、多角化と紙・パルプが1年間で約10%上昇した一方、石油・ガスや金属・鉱業など問題を抱えるセクターはわずかに上昇しただけでした。（注記：輸送の-20%は異常値であり、投資対象ユニバースに占める割合が小さく、1年で価格が90台から40台に下落したロシアの船舶会社FESHUの急落を単に反映したものです。）

明るい話題は、過去数年間においてエマージング債券に影響を及ぼした連鎖反応が見られなかったことです。2014年において、市場は特定の問題を切り離すことができ、過去のエマージング市場危機で見られたような資産クラス内での連鎖はありませんでした。ロシア・ウクライナ間で継続する地政学的な混乱を受けた価格の動きは、その最も明白な例です。エマージング市場から完全に資金が逃避することはなく、投資家はロシアとウクライナの債券を売却しましたが、他の近隣諸国に資金を振り向けました。トルコは、主に恩恵を受けた国の一つとなったため、1年間で最も堅調でした（図表4）。

図表4. CEEMEA（中東欧・中東・アフリカ）およびエマージング社債指数と比較したロシア、ウクライナ、トルコのリターン



市場は特定の問題を切り離すことができ資産クラス内での連鎖はありませんでした

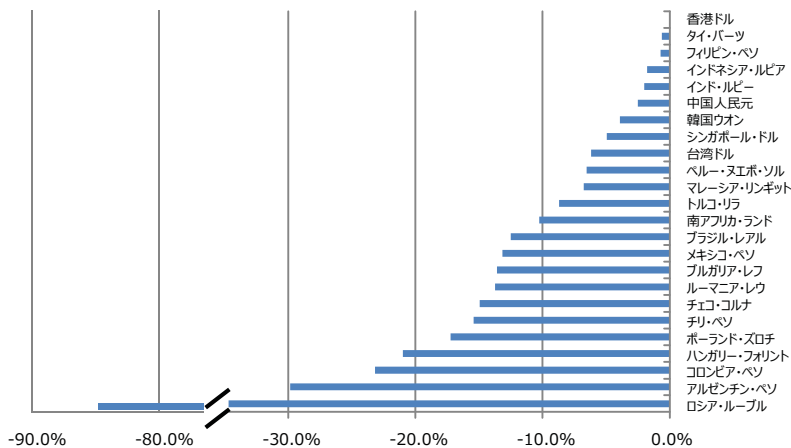
出所：JPモルガン、2014年12月31日現在

マクロ経済環境：停滞する経済成長と資源価格の下落

2014年を通して世界のマクロ経済環境を見ると、概ね世界経済の成長が期待外れで、経済指標は弱含み、デフレ圧力がかかるものとなりました。さらに大半の期間において中央銀行が緩和政策を継続し、主要国の国債利回りは持続的に低下する結果となりました。そのため、アジアや中東などスプレッドが小さい市場は、米国債との連動性が高いため、1年を通して極めて堅調に推移しました。

エマーシング社債市場で展開した別のテーマは、持続的な米ドル高でした。

図表5. 2014年におけるエマーシング通貨の対米ドル為替リターン



出所：ブルームバーグ、2014年12月31日現在

投資対象ユニバースに含まれる各エマーシング通貨は、2014年に対米ドルで下落しました（図表5）。ロシアやコロンビアなど石油依存度の高い国の通貨が最も大きく下げた一方、ベータ値が低く、資源価格への感応度が低いアジア通貨は底堅さを示しました。

1年を通して重要な別の話題は資源価格の下落で、特に年後半には超過供給と需要減退を背景に原油価格が急落しました。これは一部の市場に重大な影響を及ぼしました。最も顕著だったベネズエラでは、債務返済を石油収入に依存していることから、高まるデフォルトの可能性を市場が織り込んだため、債券価格が急落しました。

その他、鉄鉱石と石炭は、中国と欧州からの需要が減退したため弱含み、軟調な1年となりました。その波及効果として、エマーシング社債のなかで一部の金属・鉱業関連企業は、既に債務比率の高い財務内容が一段と圧迫されました。

エマーシング市場では重要な選挙の年

2014年は、2013年に「脆弱な5カ国」と呼ばれた国を含む多くの主要国で選挙が行われ、政治の観点からも重要な年でした。大半の選挙が望ましい結果となりました。例えば、インドでは、ナレンドラ・モディ氏が率いるインド人民党が、なし崩し的な勝利を収め、切望される構造改革に道を開いたことを市場が好感しました。インドネシアにおいても同様に、「変革の候補者」と呼ばれるジョコ・ウィド氏の勝利が市場から歓迎された結果、インドネシアの社債は堅調に推移しました。

トルコや南アフリカなど、ファンダメンタルズが弱く、改革を実行する意思と能力が明白ではないと言えるその他の国では、選挙が片付いたという事実が、不確実性を高めていた一つの要因を取り除き、市場から好感されました。

ブラジルの大統領選挙は、予想が二転三転し、年後半にわたり見出しをほぼ独占しました。選挙戦の序盤においては、ジルマ・ルセフ氏の勝利が確実と見受けられ、ブラジルが低迷から抜け出すために必要とされる改革の推進に関して信頼がなかったため、市場は否定的な反応でした。その後、ブラジル社会党（PSB）の大統領候補であるエドゥアルド・カンボス氏の不慮の死を受けて、マリーナ・シルバ氏が人気を得て1回目の投票に向けて躍進し、市場から好感されました。しかし、シルバ氏が1回目の投票で脱落し、同氏の人気は短命に終わる結果となり、ブラジル社会民主党（PSDB）のアイシオ・ネベス氏が追いついて決選投票に臨みました。決選投票はブラジル史上まれな接戦となりましたが、ルセフ氏が再選を果たしました。市場の最初の反応は否定的で、スプレッドは直後に拡大しました（さらにペトロブラスのスキandal拡大によって増幅されました）。ルセフ氏にはブラジルのマクロ経済が抱える課題に対処する能力と意思があるのか、また2期目の政権で過去の介入主義に依存するの可否かを、まだ見極める必要があります。

2014年には、米ドル高、資源価格の下落、詰まった選挙日程、地政学リスクの高まりが見られました

高まる地政学リスク

2014年は、地政学リスクが再び注目を浴びた年となり、最も際立ったのはロシアとウクライナの間で続いた危機でした。ロシアのクリミア併合に加え、西側諸国が、ロシアは地域を不安定にして影響力を強めるため、ウクライナ東部の親ロシア独立運動に武器と助言を提供する動きを強めていると年初に抗議したことを受け、緊張が高まりました。さらに7月にマレーシア航空MH17便が撃墜されるという悲劇を受けて、状況は逼迫しました。その後、地域の武力衝突が激化し、最終的にロシアの資金コストとドル調達コストを引き上げる目的で、西側諸国によるロシアの個人と企業に対する懲罰的制裁が拡大されました。状況は停戦が宣言されるまで長引き、争点は目先改善の兆しが見えないまま「資産凍結」に移行し、制裁はロシア経済と債券スプレッドに重荷となり始めました。

固有のリスク・イベント

2014年に生じたその他の顕著な市場イベントは、ブラジルのペトロbrasに関連する「洗車作戦」と呼ばれる係争中の汚職とマネー・ロンダリングの事件の捜査です。同社の石油精製部門が建設会社との契約で過剰に支払ったというもので、水増し価格の一部が社員、建設会社、政府職員の間でかすめ取られたと告発されました。このスキャンダルは、長く水面下でくすぶっていましたが、10-12月期においてプライスウォーターハウスクーパーズ（PwC）が、「外部の法律事務所が継続する調査から詳しい情報が得られ、財務諸表に調整を加える」ために時間を要するとして、ペトロbrasの7-9月期決算に署名しないと発表したことから明るみに出ました。ブラジルにおける多くの建設会社すべてが注目され、事業所が搜索され、多くの逮捕者が出たことは、総じてブラジル債券のスプレッドに関する市場心理に影響を及ぼしましたが、なかでもOASなど関与した企業は、デフォルトの瀬戸際に立たされる結果となりました。

中国では、腐敗防止キャンペーンが続き、一部の際立つ事件が注目を集めました。AgileとKaisaでは、著名な経営幹部が辞任し、株式が取引停止となり、地方政府当局の汚職疑惑を巡る捜査に深く巻き込まれました。結果として、ハイ・イールドに格付けされた中国の不動産セクターの価格が急落し、3番手や4番手の都市における超過供給と需要減退もこの動きを増長させました。

2014年におけるファンダメンタルズ

悪材料はあったものの、エマージング社債のファンダメンタルズは依然として強固で、利益は概ね期待に沿うものでした。一方、若干のデフォルトが生じ、資産クラス内でハイ・イールド債の公式デフォルト率は2.7%となり、過去平均を下回りました。こうした状況のほとんどは市場で広く知られており、大半の銘柄がデフォルト前に大幅に下落した水準で取引されていました。

2014年にデフォルトに陥った銘柄は、図表6に掲載されています。

図表6. 2014年のデフォルト銘柄

地域	ティッカー	発行体	総額 (百万米ドル)
中南米			6,079
	NIHD	Nii	4,350
	OCEANO	Oceanografia	495
	IMPESA	IMPESA	413
	INVALS	Alsacia	347
	ARALCO	Aralco	250
	GEOMAQ	Geo Maquinaria	149
	SIFC	SIFCO	75
エマージング欧州			2,952
	NWORLD	New World Resources	1,039
	ALLIBK	Alliance Bank	854
	MRIYA	Mriya	472
	VABANK	VAB Bank	176
	ZLOM	Zlomrex	161
	CCBAD	Corporate Commercial Bank	150
	FICBUA	Finance and Credit Bank	100
中東・アフリカ			1,279
ABLSJ	African Bank	1,279	
アジア			1,197
	BUMI	Bumi	1,000
	HIDILI	Hidili	197
全エマージング市場			11,507

出所：JPモルガン、2014年12月31日現在

最も際立ったのはNII Holdings（技術が時代遅れで小規模の中南米の無線通信事業者）で、デフォルトした43.5億米ドルは、JPモルガンが2000年に計測を始めてから単独で最大となりました。その他の主要テーマとしては石炭セクターの構造的な下落が挙げられ、Bumi Resources（インドネシアの石炭採掘会社）とNew World Resources（チエコの石炭・コークス生産会社）は、石炭価格の下落を受けて、高い債務比率が持続不能となり、デフォルトに陥りました。African Bankも巨額の損失を記録したのち、南アフリカ準備銀行によって資産管理下に置かれ、重大なイベントとなりました。その他のデフォルトは、概ね銘柄固有の性格を有するものでした。

エマージング社債のファンダメンタルズは依然として強固で、起債は2014年も活発でした

テクニカル状況

テクニカル面では、2014年も起債が活発な1年となり、エマージング社債の新規発行高は約3,680億米ドル（JPモルガンによる推計）でした。通常、エマージング社債の発行が多いロシアが、年後半において資本市場から実質的に締め出されたことを考慮すれば、これはかなりの実績です。アジアでの起債が1,930億米ドルとロシアの不在を十分以上に穴埋めし、2014年には中国で多数の起債があり、なかでも銀行（Bank of ChinaとICBC）によるその他Tier1に分類される債券の発行や、10月に大きく報道されたAlibabaによる80億米ドルの起債がありました。

資金の流出入は、2013年の厳しい時期を経て安定しました。2013年には、FRB（米連邦制度準備理事会）による量的緩和縮小と「脆弱な5カ国」に関する懸念を受けて、個人投資家の資金がエマージング社債から大量に流出しました。一部の個人投資家は回帰しましたが、機関投資家の資金が引き続き圧倒的に多いため、ポジションはこの数年で最も明白と思われれます。しかし、7月にジャネット・イエレンFRB議長が割高と見受けられる資産クラスとして米国ハイ・イールド債を取り上げた時、先進国のクレジット債市場への資金流入は、あまり底堅くありませんでした。その波及効果が市場に広がり、資金流出が売りを呼びました。先進国とエマージング市場にまたがる投資家の存在によって、エマージング社債にある程度の連鎖があり、それはC EMEX、Digicelその他の先進国の投資家が広く保有する銘柄の価格に反映されました。

2015年の見通し

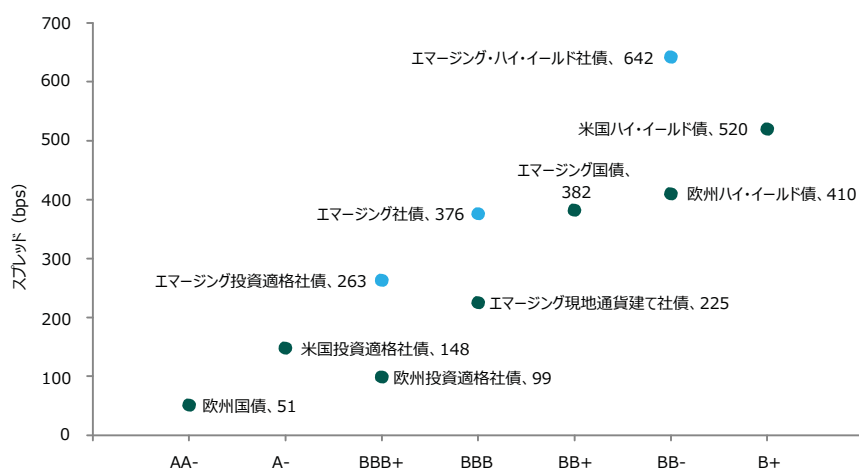
概観

今後の見通しについては、ほとんど既視感を覚えます。過去12カ月間にわたりすべてを経験したにもかかわらず、2015年は広く2014年の繰り返しと予想されます。停滞する経済成長や米国債利回りの緩やかな上昇が、信用スプレッドの縮小によってある程度相殺されることが挙げられます。さらに、エマージング市場のハイ・イールド銘柄のデフォルト率も（2.7%という低い水準からですが）約5%まで上昇すると予想しています。これらの結果として、エマージング社債のリターンは4~6%辺りと予想されます。しかし、信用力の格差が広がると予想され、今後多くのクレジット・イベントが生じるなかで、スキルの高いボトムアップのファンダメンタル分析がそうしたイベントを特定し、ポートフォリオを保護することによって、追加の超過収益を創出する多大な機会があります。

バリュエーション

バリュエーションは、特に2014年後半に売られた後、現在の水準でかなり魅力的と見受けられます（図表7）。

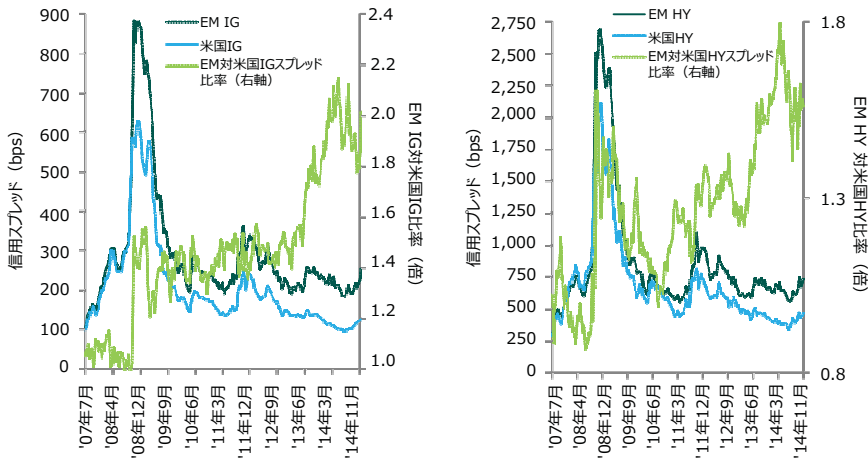
図表7. エマージング社債のバリュエーションは他の資産クラスと比較して魅力的と見受けられる



出所：JPモルガン、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、2015年1月9日現在
注記：インデックスの説明については、最終ページの脚注を参照してください。

バリュエーションは他の債券種別と比べて魅力的と見受けられます

図表8. エマージング市場と米国のクレジット指数、スプレッド比較



出所：バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、2013年12月31日現在
 注記：インデックスの説明については、最終ページの脚注を参照してください。

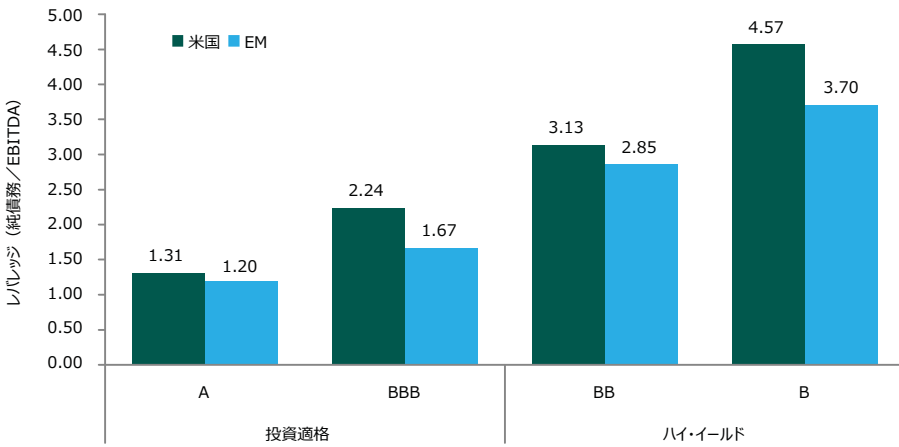
このように、他の債券種別と利回りのみを比較すると、月末時点において投資適格で4.62%、ハイ・イールドで8.04%のエマージング社債利回りは魅力的と考えています。さらに、エマージング社債への投資から得られる追加のスプレッドを先進国の社債との対比で見ると、比率が過去最大となっており、エマージング社債の相対価値に関する見方を裏づけています。

ファンダメンタルズ—デフォルト見直し

ボトムアップのファンダメンタル分析に基づき、概して企業はかなり良好な状態を維持していると考えています。レバレッジは依然として低く、十分な手元資金を保有しています。さらに、エマージング市場の会社経営陣から信用サイクルの終盤に見られる行動（自社株買戻し、M&Aなど）の兆しはほとんど見られず、大半の経営陣が極めて保守的な姿勢を維持しており、先進国で格付け全般に見られる状況とは異なっています。

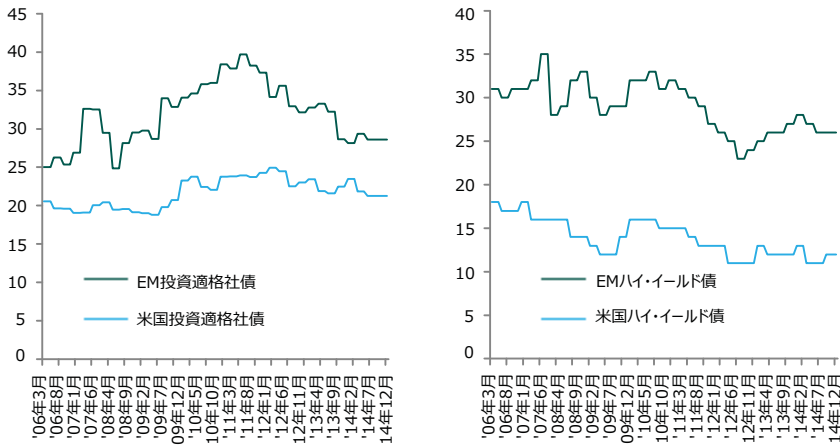
ファンダメンタルズの観点から見ると、企業は良好な状態を維持しています

図表9. エマージング社債と米国社債の格付け構成



出所：バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、2014年12月31日現在

図表10. 米国とエマージング市場の投資適格社債およびハイ・イールド債の現金（対総債務 (%)）



出所：バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、2014年12月31日現在
 注記：インデックスの説明については、最終ページの脚注を参照してください。

一方、経済成長が鈍化し、資源価格が下落する場合には、債務の返済に苦しむ問題企業が常に生じます。最近行った年次調査では、すべての投資対象銘柄につき、向こう12カ月以内にデフォルトに陥るか否かを、基本シナリオと最悪シナリオに基づきレビューしました。まとめると、ハイ・イールド銘柄のデフォルト率は、2015年に約5%にまで上昇すると予想しています。その主な要因として、i) ウクライナの企業とロシアの金融機関は、紛争と制裁によって最も大きな影響を受ける、ii) レバレッジの高い金属・鉱業関連企業は、資源価格の下落によって打撃を受ける、iii) 一部の中国不動産銘柄が軟調、といった点があります。価格は、i) と ii) の難点を概ね反映していますが、iii) についてはまちまちです。

マクロ経済テーマ

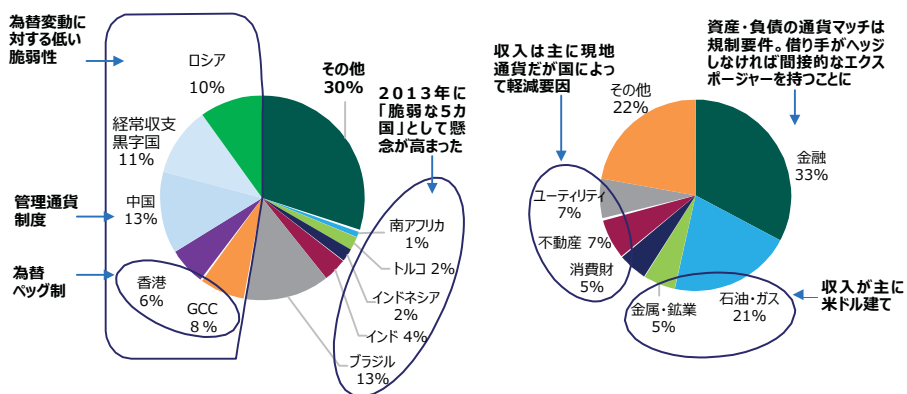
現在のエマージング社債市場では多くの重要なマクロ経済テーマが展開しています。40ドル台の原油価格、持続する米ドル高とエマージング通貨安、世界経済の成長に関して続く懸念、今年の利上げが想定される米国とは異なる他の中央銀行の姿勢などが挙げられます。欧州中央銀行（ECB）がデフレに対抗するため本格的な国債買入れによる量的緩和を検討している一方、日本と中国も様々な形で景気刺激措置を加えています。ブルーベイでは、FRBの利上げに関する基本シナリオとして、今年の初めに予想される物価の低下が主にその時期を決めるものの、2015年に始まると想定しており、市場コンセンサスは年後半を予想しています。

原油については、長期的に原油安はエマージング市場の経済成長とインフレにとってプラスになると予想しています。しかし、下落が急激だったことから、短期的に市場心理に悪影響を及ぼすこととなり、特に開発・生産関連でハイ・イールドに格付けされている石油・ガス銘柄が軟調でした。原油価格を明示的に予測していませんが、フォワード曲線に現在織り込まれている水準を見ると、2015年に原油価格のV字型の回復は予想されません。そのため今年も原油安が続き、こうした環境下で、ロシア、コロンビア、カザフスタンその他アフリカの一部で石油依存度の高い国が最も影響を受け、アジア（マレーシアを除く）の純輸入国は堅調に推移すると予想しています。

米ドル高

マクロ経済状況を背景に、米国が経済成長を主導し、利上げサイクルに入るなかで、米ドル高のテーマは2015年も続く予想しています。それには多くの要因があり、エマージング市場において企業の財務内容に影響を及ぼしています。エマージング通貨安は、必ずしも市場すべてで悪材料ではなく（特に多くの国では変動為替相場制などがバッファーになるため）、図表11に示されるように、セクターと国によって影響は大きく異なると考えています。

図表11. エマージング外貨建て社債の発行残高における国別および業種別構成割合



出所：JPモルガン、2014年10月31日現在

2015年の主な注目点

2015年も多くの重要なイベントが展開する可能性は高いと考えています。年初において、その一部はベンチマークに占める割合の大きい国で表面化しています。ロシア、ブラジル、中国を合わせて、2014年12月31日時点でJPモルガン・エマージング社債指数（CEMBI）ダイバーシファイドの約4分の1を占めています。

米ドル高のテーマは
2015年も続く予想して
います

ロシア・ウクライナ

ロシアとウクライナ間で「凍結された紛争」は解決の兆しを示していないと考えています。2015年は、ファンダメンタルズが極めて弱く、相当程度の債務が返済期限を迎えるウクライナにとり、特に厳しい年になると予想しています。ウクライナで2014年に見られた債務の繰り延べは、今年も続く予想しています。

ロシアでは経済成長の減速が続き、原油価格の下落と制裁の影響によって、マイナス成長の可能性もあると予想しています。また、通貨安と制裁が一定の財の供給を削減しているため、インフレ率の上昇（年末時点で10%以上）による影響も予想されます。しかし、外貨準備高が対外債務を上回るなか財政状況は依然として極めて強固で、経常収支は黒字を維持しています。またルーブルが原油価格以上に下落しているため、財政収支はほぼ均衡を維持しています。2015年には輸入代替品がインフレ圧力を軽減すると予想されます。企業は（制裁の対象企業と対象外の企業ともに）海外の資本市場へのアクセスが制限されているため、流動性を注視しています。中でも銀行は、自己資本比率に不良債権の大幅な増加を吸収する余地がないため、最も脆弱と考えられます。一方、ロシアの大手石油会社は、多額の米ドル収入とルーブル安による生産コストの低下の両方から恩恵を受けます。

ブラジル

ルセフ大統領の政権2期目は、2015年に本格的に始まります。その政策決定内容に加えて、ブラジルの財政収支に秩序をもたらす、同国を持続的な成長軌道に乗せ、ソプリング格付けの引き下げを回避するために必要とされる改革を実行する能力がどこまであるのかに注目しています。またもしくは、そもそもルセフ氏が大統領に選出される理由となった介入主義政策に回帰するか否かを、引き続き精査します。

さらに、「洗車作戦」と呼ばれる係争中の汚職事件が引き続き不安定要因になると予想されます。当事件の中心であるペトロブラスは、本書の執筆時点でまだ7-9月期決算を発表しておらず、デフォルトを回避するには、PwCが2014年の監査済み決算書類に署名しなければならないなかで、いつそれが行われるかが注視されます。デフォルトの確率は低いと考えていますが、財務諸表に必要な調整と想定される罰金などの程度が不透明であるため、状況を注視しています。

中国の腐敗防止措置

中国の新首脳部は、過去1年を通じて腐敗防止キャンペーンを主導しており、これまでに個人への影響はありますが、企業への影響はありません。しかし、ハイ・イールドに格付けされた不動産会社のKaisa Holdingsは網にかかった模様で、同社債券の一つで利払いを遅延したため、デフォルトに陥る可能性があり、そうなれば、中国の不動産セクターのオフショア債券で初めてのデフォルトになります。デフォルトが実際に生じるか否か、それは一時的なものか（そうであると考えています）、また、他の企業も同じキャンペーンで捉えられる可能性があるか否かを注視しています。さらに、他のハイ・イールド銘柄に及ぶ需給面の影響と、どのように回復プロセスが展開するかを注視します。

まとめ：期待トータル・リターン

ベータ

エマージング社債全体のリターンについては、利回りを主な要因として、2015年に4~6%近辺を予想しています。この予測は、以下を前提条件としています。

- ・ボトムアップのファンダメンタル調査に基づき、ベースケースのデフォルト率が5%を上回ることはない。
- ・回収率は過去平均に沿ったものとなる（1ドル当たり30セント）。
- ・米国債利回りは、イールドカーブ上の7年の期間で（JPモルガンCEMBIダイバーシファイド指数のデュレーションに相当）、約35bps（1年後の7年物フォワード金利に内在）上昇する。
- ・信用スプレッドは、現在のバリュエーション評価および過去の長期平均に回帰する可能性に基づき、約25~50bps縮小する。

一方、視界は過去数年におけるほど明瞭ではないため、この予測の信頼区間は開いています。最悪シナリオにおいてデフォルト率の大幅な上昇や金利急騰の可能性を除外してはいたませんが、いずれの可能性も低いと考えています。図表12に見られるように、可能性のある結果は、かなり広範囲にわたります。

エマージング社債全体の指数ベースでのリターンは2015年に4~6%近辺を予想しています

図表12. 2015年の期待トータル・リターン

		ハイ・イールド債デフォルト率 (bps)										
		0	100	200	300	400	500	600	700	800	900	1000
年々のスプレッド水準 (bps)	250	9.08%	8.87%	8.66%	8.45%	8.24%	8.03%	7.82%	7.61%	7.40%	7.19%	6.98%
	275	7.70%	7.49%	7.28%	7.07%	6.86%	6.65%	6.44%	6.23%	6.02%	5.81%	5.60%
	300	6.33%	6.12%	5.91%	5.70%	5.49%	5.28%	5.07%	4.86%	4.65%	4.44%	4.23%
	325	4.95%	4.74%	4.53%	4.32%	4.11%	3.90%	3.69%	3.48%	3.27%	3.06%	2.85%
	350	3.58%	3.37%	3.16%	2.95%	2.74%	2.53%	2.32%	2.11%	1.90%	1.69%	1.48%
	375	2.20%	1.99%	1.78%	1.57%	1.36%	1.15%	0.94%	0.73%	0.52%	0.31%	0.10%
	400	0.83%	0.62%	0.41%	0.20%	-0.02%	-0.23%	-0.44%	-0.65%	-0.86%	-1.07%	-1.28%
	450	-1.93%	-2.14%	-2.35%	-2.56%	-2.77%	-2.98%	-3.19%	-3.40%	-3.61%	-3.82%	-4.03%
	500	-4.68%	-4.89%	-5.10%	-5.31%	-5.52%	-5.73%	-5.94%	-6.15%	-6.36%	-6.57%	-6.78%

出所：ブルーベイ・アセット・マネジメント、2014年12月31日現在

上記の予測値は前提条件に基づくものであり、事前の通知なく変更することがあります。予測値と実績値は大きく異なる場合があります。上記の予測値は、ブルーベイ・アセット・マネジメント・エルエルピー全体で運用する他のクレジット戦略またはポートフォリオ・マネジャーによる予測とは異なる場合があり、当該予測値に準拠することを意図したものではありません。ブルーベイ・アセット・マネジメント・エルエルピーは、当該予測値の使用もしくは解釈、またはそれへの準拠に起因する、いかなる責任も負いません。

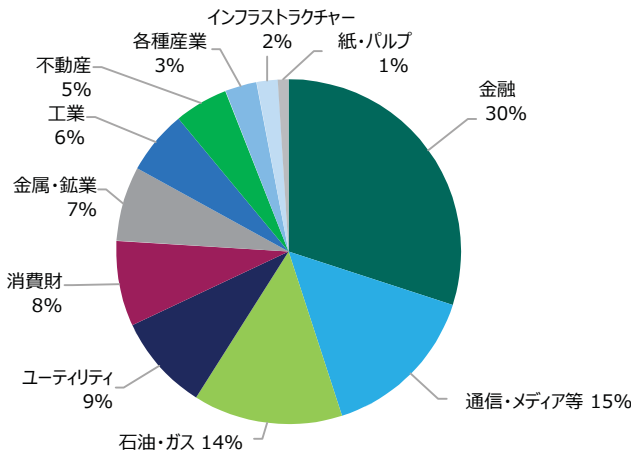
しかし、他の債券種別と比較すると、エマージング社債は、スプレッドによるバッファーがあるため、他の資産クラスより抵抗力があり、金利上昇に対する感応度が低いと考えています。エマージング社債は、スプレッドが緩衝材となり、米国債の動きに対する感応度が低いいため、金利上昇に対する抵抗力が強いと考えられます。

アルファ

こうした環境下で超過収益を創出することが可能か否かについて言えば、市場が統一された方向性を持たず、信用力の差別化がテーマとなっているため、アクティブ運用に有利な環境であると見ています。特に、ボトムアップのファンダメンタル分析に注力するアクティブ運用は、機能すると考えています。

補足資料－セクター別見直し

図表13. JPMorgan CEMBIダイバーシファイド指数のセクター別構成割合



出所：JPMorgan、2014年12月31日現在

金融

銀行は成長鈍化と通貨安の課題に直面する可能性が高いものの、大半の銀行は良好な財務内容でそれに備えています。ロシアとウクライナは、地政学上の問題によって最も厳しい状況にあります。好材料として、この状況は広く予想されたものであり、既に多くの市場で始まっているため、銀行にはこれらの課題に備える十分な時間がありました。保守的な財務内容を築き、各金融システム内で十分にヘッジされている銀行の債券に投資機会を見出しています。今年は、主にボトムアップの銘柄選択に注力します。欧州では、ウクライナとロシアにおける破綻が債務再編や市場変動を招くと予想されます。選別的なデフォルトの発生を予想しており、ロシアでは、バーゼルIIIに基づく世界で最初の起債の引き金となる可能性があります。このような市場の変動要因により下落局面が予想され、年後半には魅力的な買い時が訪れる可能性があります。今年初めに採用されたバーゼルIIIの自己資本規制では必要とされる自己資本の額が引き上げられており、引き続きエマージング市場全般にわたり劣後債の発行を促すと予想されます。いまだ国際市場で資金調達をしたことがない金融システムから行われるバーゼルIIIに基づく最初の起債は、国によって異なる複雑な構造を持つ債券の値付けに市場が苦勞するなかで、投資機会を生み出すと予想されます。

現在はアクティブ運用に有利な環境であると見ています

電気通信

本来安定性のあるセクターであることに加え、売上げ見通しが明るいことが2015年に広く電気通信セクターを支えると考えられます。ただし、銘柄レベルでの差別化が極めて重要となります。エマージング市場の電気通信関連企業は、総じて2015年に売上高を一桁台前半の割合で伸ばし続けることができると考えられますが、それ以上の成長を達成することはますます困難となっています。（音声ではなく）データ通信は、固定電話とモバイルの両部門で、依然として大きな成長の原動力ですが、市場は急速に成熟しており、落ち込む固定電話事業と競争が逆風となっています。そのため、2015年には効果的なコスト管理が引き続き極めて重要となります。ネットワークの更新と4G関連投資によって投資ニーズが高止まりしているため、債務比率が低く、そのため金利コストが低い企業は、プラスのフリー・キャッシュフローを生み出す有利な位置づけとなります。一方、債務比率が高い企業は、借入れによって成長を賄うことが難しくなると予想されます。さらに、現在の株価水準では、自己資本が過去におけるほど大きな安全網にはなりません。そのため、2015年には、市場で強い位置づけにあり、有能な経営陣を持つ債務比率が低い銘柄を愛好します。また、M&Aが当セクターの重要なテーマとなるため、今後のイベントから生じる収益機会を捉える方針です。

石油・ガス

石油・ガスセクターについては警戒姿勢を維持しています。原油価格の急落には構造的な要素があると見受けられ、開発・生産に特化した企業の多くが債務の増加を余儀なくされる一方、ダウンストリーム分野（販売および精製）は影響をあまり受けないと予想されます。投資適格銘柄については、大半の企業は足元の債務比率が低く、設備投資計画に柔軟性があり、コストが現地通貨建てであるため、単独で原油価格の下落局面に対応できる信用力があると見ています。しかし、こうした相対的な強みも、石油関連の税収が減少するために下方圧力がかかると予想される、政府の格付けとの深いつながりによって相殺されます。ハイ・イールド銘柄については、原油価格の下落によって、予想される想定内部収益率（IRR）の低下とキャッシュフローの減少が多く企業の流動性状況を悪化させるため、債務比率が高く、十分な資金手当てを行っていない開発に特化した企業のビジネス・モデルは、厳しい試練を受ける可能性が高いと予想しています。課題はあるものの、スプレッドの拡大が行き過ぎとなれば、投資機会をもたらす可能性があります。2015年後半に原油価格が落ち着き、回復する可能性があるなかで、当セクターには超過収益を生み出す余地があるため、銘柄の中でも生産コストが低く、原油価格の下落による影響が小さいことに加え、設備投資計画に柔軟性があり、流動性状況の健全な銘柄に引き続き注目しています。

*石油・ガスと金属・鉱業
について警戒姿勢を維持
しますが、ユーティリティ
については前向きの見
通しです*

石油・ガスサービス

原油価格の急落が、海上掘削サービスセクターの既に弱い需給状況をさらに不均衡にするため、2015年は当セクターにとり厳しい1年になると予想しています。2015年に入った時点の当セクターでは、掘削装置（リグ）の引渡し予定があり、（ほとんどの場合に）石油・ガス会社との契約がなく、契約がなく資産価値に低下圧力がかかるため銀行と債券市場がリグの購入資金の提供に消極的となっているなかで、高い資金ニーズがあります。しかし、一部の企業（長期契約があり、新たに引き渡されるリグにつき資金手当てがほぼできている企業）は、引き続き市場の低迷から構造的に十分保護されています。そのため、2014年後半にパフォーマンスがインデックスを大きく下回った現在のバリュエーションを捉えた投資機会を選別的に探る方針です。

ユーティリティ

ユーティリティセクターについては、燃料コストの低下が当面の運転資金に有利に働く追加の追い風となることから、大半の市場で安定的かつディフェンシブなセクターとして前向きな見通しですが、大半の地域で燃料コストが消費者に転嫁されるため、最終的な利益率への影響は中立と見ています。一部の市場は、不利な政策環境の中で設備投資の必要があるか（南アフリカなど）、干ばつ時期に水力発電へ過度に依存している（ブラジルなど）ため、投資家にとって厳しい状況が続きます。こうした個別の事情を別にすれば、ほぼすべての企業は、引き続き事業を行う市場のGDP成長率に沿った業績となるため、依然として最もディフェンシブなセクターです。燃料コストの転嫁が明白で、外貨建てコストの転嫁もある市場を愛好しています。

消費財・小売り

大半のエマージング市場で成長が減速しているため、2014年はエマージング市場の消費がかなり落ち込んだ1年でした。インフレ率は2015年に多くの投資対象国で低下すると予想され、それは消費財にとって有利ですが、失業動向はまちまちです。食料生産などの生活必需品関連セクターは、底堅さを示すと考えられる一方、小売りと一般消費財関連セクターの見通しは、地域によって様々です。そのため、小売り関連では、来年に経済が上向くと予想される国、特にペルーとメキシコから生じる投資機会に注目しています。消費者の可

処分所得がさらに減少すると予想されるベネズエラ、アルゼンチン、ブラジルとの関連が深い小売り関連銘柄については警戒しています。輸出志向であるブラジルの食肉業者は、牛肉と鶏肉の価格が上昇する有利な環境に加えて、競争力を支えるレアル安から恩恵を受けており、セクター内で多くの企業が格付けを引き上げられました。しかし、利益率のさらなる上昇は難しくなる兆しが見え始めており、同分野で企業の信用力は頭打ちとなる可能性があります。また、消費財関連企業のなかで、事業内容がディフェンシブで、信用力が改善しているか、業界再編から恩恵を受ける可能性がある、魅力的な銘柄を個別に見出すことができると予想しています。

金属・鉱業

金属・鉱業セクターについては警戒姿勢を維持しています。過去10年間にわたり、商品市況の大幅な上昇に対応して設備投資を増やした結果、世界経済の成長減速と需要の減退が続くなかで、超過供給となっています。そのため、鉄鉱石、燃料炭、原料炭など多くの主要商品は価格が急落しています。供給削減が主に米国のシェール生産で行われる石油・ガスセクターとは異なり、金属・鉱業セクターでは、どの生産者が、いつ生産調整を行うのか明白ではありません。多くの生産者は、建設したばかりの生産設備を閉鎖することに消極的で、むしろ需要の回復を待っています。さらに、エマージング市場で当セクター内の多くの企業は、ハイ・イールドが投資適格でも低い格付けであり、その財務内容では長期化する価格下落局面を乗り切ることができないと予想されます。一方、この暗い見通しにもかかわらず、選別的な投資機会を見出しており、需給動向が良好な金属を扱っているか、生産コストが低い生産者で、価格ヘッジを行っており流動性状況の健全な銘柄に引き続き注目しています。

工業

概して、工業セクターは景気敏感度が高く、世界経済の不透明な成長見通しが必ずしもバリエーションに反映されていないため、警戒姿勢を維持しています。しかし、選別的に魅力的な投資機会があります。例えば、相対的に力強い米国経済と現地通貨の切り下げは、対米輸出志向の企業に恩恵をもたらすと予想される一方、エマージング市場全般にわたるインフラストラクチャーと住宅への構造的な需要に加えて、堅調な資産価値は、建築資材企業を支えると予想されます。また、世界的に低コストで、流動性状況の強固な企業は、景気が下向きとなった場合でも持続可能と予想されます。

不動産

2015年は厳しい1年になると考えられ、主なリスクは、最終的に住宅と商業用不動産の両方に対する需要に影響する内外の金利が上昇する時期とその経路にあります。概ね内需型のセクターであるため、米ドル高・エマージング通貨安の環境下で、通貨のミスマッチがリスクを増加させています。最も厳しい市場は引き続き中国であり、中国は、構造的な問題（持続する超過供給、広範な経済の投資から消費への移行、金融市場改革、腐敗防止活動とそれにより冷え込む需要）に対処する必要性の間で綱渡りをしなければなりません。差別化が続き、資本市場への十分なアクセスが可能で、規模が大きく収益性の高い企業は、引き続き減速する市場より堅調に推移すると予想しています。景気サイクルを通して内外の金融市場から資金調達できることも、差別化のポイントとなります（そのため、ポートフォリオでは、規模が小さく、地域に特化しており、ハイ・イールドに格付けされている銘柄よりも、全国規模で通常は投資適格に格付けされている上位の銘柄を愛好しています）。しかし、2015年初めに生じると予想していた主なリスク（多くの外貨建てハイ・イールド債が大量に満期を迎えるリスク）は、信用力の低い企業の多くが年末までに債券を償還するか、買戻しを行う選択をしたため、今のところ問題となっていない模様です。

中国以外では、ブラジル、メキシコ、湾岸協力理事会（GCC）構成国、香港、フィリピン、インド、インドネシアなどの主要エマージング市場において、需要が正常化する結果として、住宅開発や土地所有者の収入は伸び率が低下しますが、利益率は概ね安定していると予想しています。大まかに言えば、マクロ・ブルーデンス政策は、大半の国において景気悪化要因であったため、必要に応じて政策を調整する余地があります。商業用不動産開発会社は、大半の市場（特に香港、メキシコ、ブラジル、GCC）において、賃料が依然として底堅く安定していること（緩やかなGDP成長率と供給不足による）から、引き続き堅調と考えられ、投資家はその安定性、予測可能性およびインフレ抵抗力を引き続き好感すると考えられます。しかし、株式と債券のバリエーションは、いずれも金利が上昇する環境で試されることとなります。商業用不動産で超過供給のリスクがある主要市場は、引き続き中国です。上海と北京の両方では、2015年～2016年において大量のオフィスビルが竣工すると予想されており、特に中国で経済成長率の減速が十分に抑制されなければ、潜在的なリスクとなります。

2015年は、不動産セクターにとって厳しい1年となり、特に中国市場で脆弱な分野が打撃を受けます

インフラストラクチャー

インフラストラクチャーは、2014年に底堅く推移したセクターで、2015年には少なくとも安定を維持すると考えられます。インフラストラクチャー関連では、主に港湾を投資対象としています。港湾は一般的にディフェンシブな業種であり、2014年の取扱高は堅調で、債務水準を維持するか、削減することができました。引き続きM&Aや既存施設の拡大を通じた設備投資を予想していますが、設備投資を行う企業は変わっていくと見えています。インフラ操業会社にとっての課題は、引き続き、需要の減退が見込まれるなかで、財務の健全性と機を捉えた設備投資に必要とされる柔軟性をバランスさせることです。当セクターでは、引き続き堅調な業績を示すと同時に規律ある設備投資を行う一方で、市場における優位な立場と事業分散から恩恵を受ける企業に投資機会を見出しています。

インフラストラクチャーでは、引き続き堅調な業績を示す企業に投資機会を見出しています

紙・パルプ

広葉樹パルプ価格は、2014年に軟調だった一方、先進国からの需要は安定しており、アジアで高まる需要が2015年にパルプ価格を支えると考えられます。供給面では、ブラジルで生産能力が拡大している一方、北欧や米国のようにコストの高い地域では閉鎖されています。これらの要因を組み合わせると、中南米のパルプ輸出業者が相対的に優位な立場に置かれると同時に、エマージング通貨安から恩恵を受けると考えられます。ブラジルでは成長減速のため国内市場で数量の減少が予想されます。こうした市場では、付加価値の高い製品を製造する企業を嗜好しています。

輸送

輸送セクターは、戦略的に重要で国有の独占鉄道会社と、景気敏感度の高い船舶会社と航空会社といった両極端の企業で主に構成されています。前者グループの主な信用特性は、ほぼすべての収入が現地通貨建てである一方、部分的に外貨建て債務を負っているため通貨のミスマッチがあること、政府の補助金や規制に依存していること、政府のインフラ計画に沿った高い設備投資ニーズがあることです。一方、航空・船舶産業は、低い利益率、コスト構造に占める割合が高い資源コスト、通貨安の逆風、資本集約的で寡占業種といった特性があります。ファンダメンタルな要因に左右されており、企業がこれらの要因を制御するには制約があるため、一般的にバリュエーションは魅力に欠けると見えますが、同セクター内の潜在的な投資機会を特定するため、国、商品市況、産業の動向を常に注視しています。

参照インデックス：S&P 500 = S&P 500指数；エマージング投資適格社債 = JPMorgan CEMBIダイバーシファイド投資適格指数；米国投資適格社債 = BAML米国社債指数；エマージング国債 = JPMorgan EMBIグローバル・ダイバーシファイド指数；エマージング社債 = JPMorgan CEMBIダイバーシファイド指数；米国ハイ・イールド債 = 米国ハイ・イールド・マスター指数；エマージング・ハイ・イールド債 = JPMorgan CEMBIダイバーシファイド・ハイ・イールド指数；エマージング株式 = MSCIエマージング・マーケット株式指数；エマージング現地通貨建て債券 = BAMLダイバーシファイド・ローカル・エマージング・マーケット非国債指数

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
関東財務局長（金商）第 1029 号
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

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（2015年1月15日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなされるようお願いいたします。