

2017年6月2日

混乱に動じず

ブラジルの報道に対して市場が一定の耐性を示したことに勇気づけられており、夏場を迎えるにあたりエマージング資産を取り巻く投資環境は概ね良好であると見えています。



デビッド・ダウセット

パートナー

エマージング債チーム(コ・ヘッド、国債)

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

先週もブラジルの話題が投資家の注目の的となりましたが、その他のエマージング国でも新たな動きが見られました。

先週のエマージング (EM) 市場

先週の市場でも、ブラジル関連の話題が投資家の注目の的となりました。汚職スキャンダルに関する明確な進展はありませんでしたが、ブラジル債券は大きく反発しました。とりわけブラジルの現地通貨建て債券市場が堅調に推移しました。ブラジル5年国債利回りは前週200bps近く上昇していましたが、先週はその半分程度を取り戻しました。多くの投資家が、政治的不透明感や利下げサイクルの妨げにはならないと判断したと思われる。

前回のレポートでも言及した通り、ブルーベイでは下落局面においてブラジル資産に投資妙味があると判断していましたが、先週はこの判断が奏功する結果となりました。ただし先週の良好なパフォーマンスを経て、ブラジル・リアル及び現地通貨建て債は一旦短期的なターゲット水準に達したと判断しています。現段階ではテメル大統領が続投する意向を示しているため、テメル大統領が職を辞すべきか、その場合誰が後を引き継ぐべきかを巡る議論が長期化する可能性が出てきました。結果として現在協議されている社会保障改革の承認が更に遅延する可能性があります。

ブラジルの話題を除けば穏やかな市場環境となり、戦没者追悼記念日を挟んだ3連休を前に、市場は概ね底堅く推移しました。主要国金利は大きく変動しなかったことから、投資家の高利回りを追求する姿勢が続きました。石油輸出国機構(OPEC)の会合で減産の9カ月延長が合意されたものの、これは既に市場に織り込み済みであったため原油価格は下落しました。ただしEM市場の原油輸出国への影響は限定的でした。

個別国の話題

EM債券市場では幾つかの新たな話題がありました。

まずベネズエラにおいて、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントによる2022年満期のベネズエラ債(PDVSA債、額面28億ドル)への投資が物議を醸しています。外貨準備が逼迫しているベネズエラ中央銀行は、この取引により8億ドルの外貨を獲得することになりますが、マドゥロ政権の非人道的政策を実質的に支援するとして抗議的となっています。EM投資における道徳的な教義は困難なトピックです。最終的に、ある

投資が「道徳的」または「非道徳的」であると判断するだけの高潔な人はいるのでしょうか。ただし、抗議する人たちが上記のような取引を指して使う「飢餓ボンド」という表現は胸に響くものがあります。ブルーベイを含む、ベネズエラに投資をする全ての投資家は、投資対象の債券の支払いに使われた外貨が、結果として飢餓にあえぐ国民に食物を与えるために使われなくなってしまうという事実をある程度受け入れる必要があるでしょう。過去20年間に亘りEM市場に投資をしてきた者として、私自身の記憶を遡る限りでは最も道徳的に問題視されている事例であると言えます。

また南アフリカも、与党ANC（アフリカ民族会議）の会合で再びズマ大統領追放の観測が浮上したとして市場の関心を集めました。ただし結果としてこれは憶測に留まりました。ズマ大統領は与党のコア層からの支持を得ており、続投する可能性が高いと見られます。年末にかけて南アフリカの鍵を握るのはマクロ経済動向であると見ています。インフレ率が低下基調にあるなかで、同国の10年国債利回りが8.5%以上であることは魅力的であると考えています。

メキシコでは今週末にメキシコ州知事選挙が予定されており、次の市場の注目の的になると見られます。この選挙は、次期大統領選におけるポピュリスト候補者であるロペス・オブラドール氏の支持層を把握する上での非常に重要な指標となります。

またアゼルバイジャンでは、国内最大手の国有銀行であるインターナショナル・バンク・オブ・アゼルバイジャンが債務再編案を提示しましたが、その内容は市場の驚きを誘うものでした。堅固なバランスシートを有する国であるにも関わらず、その名声を捨て、2億ドル程度を確保するための再編案を提示したことは理解に苦しみます。発表後に再編に係る債券の価格が大きく変動することはありませんでしたが、将来資金調達がより厳しくなった際に、今回の判断を後悔することになる可能性があると考えています。

今後の見通し

全体として、ブラジルの報道に対して市場が一定の耐性を示したことに勇気づけられており、夏場を迎えるにあたりEM資産を取り巻く投資環境は概ね良好であると見ています。グローバルの経済成長は底堅く、明確なインフレ懸念もありません。主要中央銀行は超緩和的な姿勢を維持しており、EM国においても更なる緩和が可能な国が見られます。エマージング資産に対する前向きな見方を維持し、今後数か月間で高水準のキャリアを獲得できるポートフォリオを維持していく方針です。

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。

エマージング債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマージング債オポチュニティ戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、エマージング社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、イベント・ドリブン・クレジット戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（税抜き）、ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、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（2017年6月2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をご遠慮下さい。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