



BlueBay

Asset Management



ティム・アッシュ

シニア・ソブリン・ストラテジスト

エマーシング市場

トップダウンがボトムアップに勝つ状況

2017年6月9日

エマーシング市場は足元で特筆すべき2つの相反する力に直面しています。
良好なトップダウンのマクロ動向・要因と、やや弱含む千差万別なボトムアップの
個別国ストーリーです。

全体として、困難かつ苦戦するボトムアップ面での要因をトップダウンの要因が凌駕している印象を受けます。ただしこの状況が継続する可能性は低いと考えています。個別国特有のストーリーが最終的には顕在化し、ベータに対する賭けではなく銘柄間の差別化(アルファ)に着目することがより重要になると考えています。

トップダウン

1) ゴルディロックスなグローバル経済成長

グローバルの経済成長に関連したデータは、グローバルに足並みを揃えたリフレーション・景気回復を継続的に示しています。2015年半ば頃からの中国のリフレーションが牽引する形でしたが、バランスシートの修復が概ね完了に近づくなか、米国経済の持続的な回復も伴いました。加えて足元では欧州でも信頼感が回復しており、フランス大統領選におけるマクロン氏の勝利をはじめとする直近の政治的リスクの後退も追い風となっています。

2) 中央銀行は引き続き流動性を供給

初期段階であり足元では勢いに乗る景気回復にも関わらず、主要国の中央銀行は金融引き締めにも消極的であると見られます。米連邦準備理事会(FRB)は引き締めを開始していますが、管理可能な範囲内のペースを維持しています。また、ここ最近では「トランプ・バンプ(トランプ大統領誕生に伴う市場の押し上げ効果)」が薄れていると見られるなか、利上げ圧力はやや低下しています。調査などに基づく「ソフト」なデータが実際の数字で示した「ハード」な経済指標データに近づくなか、トランプ政権を巡る政治的混乱が米経済成長の妨げになるとの懸念も生じています。

中国当局も金融引き締めを始めようとしています。これは微調整に過ぎないと見ています。中国は足元で経済が安定的に成長していることに満足しており、現政権にとって大きなネガティブ・サプライズがないよう注意を払っています。

英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)やトランプ氏勝利の経験を踏まえ、欧州では欧州中央銀行(ECB)が域内の政治情勢及びポピュリストの台頭を引き続き注視していると見られます。ブルーベイでは、極右や極左、及び反移民思想のリスクに対峙する主流派の政治家を支援するため、ECBが域内の安定的な成長及び雇用拡大を確実なものとする必要があると考えています。その意味で、オランダ及びフランスの選挙で中道派候補が勝利したことには勇気づけられますが、ECBは9月にドイツ総選挙が終了して初めて、金融政策の引き締めを検討するものと見られます。全体として見れば、依然として豊富な流動性供給が行われているのが実態です。ただし興味深いことに、先進国において投資や買収・合併(M&A)が急激に増加している兆しは見られません。先進

国企業は、景気回復の永続性につき慎重な見方をしていると見られます。結果として、グローバル市場全体で過剰な流動性が供給されており、資金がエマージング (EM) 市場を含むリスク資産に向かっている状況です。

3) 原油価格はスイート・スポットにある

原油価格が1バレル50米ドル近辺で推移していることは、原油関連企業の財政的な持続性、及び消費者の手持ち現金の確保という意味で適切であると見ています。現状の原油価格の水準は、石油関連企業が慢心に陥るほどは高くなく、財政及び構造改革を確実なものとする一方で、予算的にも債務支払いの観点から、低すぎる価格ではないでしょう。石油輸出国機構(OPEC)は現段階では減産に関して現状を維持するものと見ています。

4) トランプ大統領の保護主義的な願望は抑えられている

今年前半にはトランプ米大統領の保護主義的な衝動に対する懸念の高まりが見られましたが、実際のところトランプ氏の野望は経済的な実情(例えば北米自由貿易協定 (NAFTA) 改革がインフレ率上昇を通じて米企業及び消費者にとって痛手となるということ)を認識するなどや地政学的必要性(例えば北朝鮮の脅威に立ち向かうための中国との連携の必要性など)などによって抑制される結果となっています。トランプ氏に関しては、空威張りや虚勢が多く見られる一方、現段階では実際の行動が伴っていません。米政権はこれまでのところ、取引を結び、短期的かつ小幅な成果を可能な限りものにするに焦っていると見られます。

5) 地政学的リスクは(これまでのところ)落ち着いている

シリア空軍基地への数発のトマホーク・ミサイル発射を除けば、米国内での政策実行における失敗がトランプ大統領の外交的野心に火をつけるとの警戒感、現段階では実現していません。その背景として、トランプ大統領就任当初の「フリンゲート(辞任したフリン前大統領補佐官を巡るスキャンダル)」がトランプ氏を窮地に追いやり、ジェームス・マティス氏や、マクマスター氏、ティラーソン氏などを含む経験豊富かつ慎重な大統領補佐官・防衛・国防長官を急きょ任命し、権限を委譲したことが一つの要因として挙げられます。トランプ政権の外交政策は多くの観点から、当初の米共和党の設定、つまりサウジアラビアや中東の君主国、エジプト、(おそらく)トルコ、イスラエルとの従来通りの二国間での忠誠に回帰したと出ることが出来るでしょう。軍事的及び貿易上の関係に基づく、(文字通り)取引重視の対外政策アジェンダであると言えます。トランプ大統領は依然として型破りな政策に立ち戻ることは出来ませんが、就任当初のロシアとの政治的不正疑惑、「一つの中国」政策、及びイスラエル・パレスチナ関係を踏まえ、トランプ大統領が外交政策におけるリスクを最小化している様子がうかがえます。北朝鮮に関して米国が中国との連携を強化している事実には勇気づけられます。イランは依然として火種となりかねませんが、米国が再び中東に目を向けたことはサウジアラビアなどとの同盟を再確認することにつながっており、中東諸国が自らの戦力を強化する必要性が低下することで、(彼らが最も得意とする)原油価格の管理により注力することが可能になると見ています。

トランプ政権下において、オバマ政権が残した課題はある程度、もしくは少なくとも一部は達成されたと言えます。トランプ政権は主にビジネス及び軍事的側面において明らかに米国の価値ではなく米国の利益を優先させているものの、必ずしも撤退・離脱という形を取っている訳ではなく、むしろその反対であると見ています。北大西洋条約機構(NATO)に関しても、トランプ氏の当初の複雑な、むしろ攻撃的とも取れるコメントは、おそらくNATOの組織的な欠陥や米国の戦略的傘下に対するNATOの依存度を低下させる必要性に他の加盟国が着目するきっかけとなった可能性があります。十数年もしくはそれ以上の期間に亘って衰退していた組織にとって、このような課題はより以前に取り組みされるべきであったかもしれません。実際NATOの衰退はロシアを含む他国が隙間に入り込むスペースを与えてきました。

そして最後に、欧州ではブレグジットとトランプ氏の勝利が、大陸欧州にとって何が必要ではないかを明確にしたとみられ、オランダやフランス、そしておそらくドイツにおいても主流中道派/リベラル派への回帰につながっています。ここではトランプ氏に最も酷似した状況から「トランプ氏が欧州を救った」とも言えそうです。

ボトムアップ

1) ブラジル

投資家のブラジルに対する見通しが前向きに転換しようとするさなかに、テメル大統領のスキャンダルが表面化し、構造改革の継続性に関する懸念が高まりました。ブルーベイでは、改革の進展はブラジルの経済成長・景気回復を加速させ、同国が財政・債務問題から抜け出す上で非常に重要であると考えています。経済成長及び年金改革は特に重要な意味を持ちますが、現職のテメル大統領の将来に対する不透明感から、これらの実現に疑問符がついています。

2) メキシコ

おそらく米国による国境調整税(BAT)に関連した最も保護主義的な行動は回避することに成功したと見られます。ただしトランプ政権の影響は、国内の選挙においてポピュリストな政策が台頭するなど自国の政治情勢に最も顕著に表れる可能性は十分にあります。

3) トルコ

力強い経済成長及び改革ストーリーは既に2013年の時点で勢いを失っており、エルドアン大統領は、さらに厳しい国内、外交、及び国防情勢の中で、当時の状況に回帰することに苦戦しているというのがブルーベイの見方です。非伝統的と言われる自身の経済政策(金利への働きかけ、中央銀行の独立性への介入など)も物事を困難にしているとの見方も出来ます。またEU及び西側の伝統的な同盟国との関係に被害が及ぶまでに国家主義的な姿勢を打ち出しています。トルコには広く認知されている脆弱さ(巨額の経常赤字及び対外資金の必要性)がある一方で、堅固な公的金融及び金融機関、有利な人口動態などの強みもあります。しかしながらブルーベイでは、エルドアン大統領が2019年に予定されている選挙での勝利を目指すのであれば、2002年から2013年の期間に公正発展党(AKP)が打ち出し、成功を収めたビジネス優先の政策に立ち返る必要があると見ています。ただし现阶段では、そうしたビジネス優先の国家政策が同国に最適なものになるかは定かではなく、現地及び海外の投資家が投資を手控える要因になっている可能性があります。

4) 南アフリカ

ズマ大統領の後任を巡る与党アフリカ民族会議(ANC)内での内部闘争によって政治的リスクが高止まりしていることが経済成長や投資の重石となっており、多くの投資家が投資を手控える要因となっています。幅広く知られている構造的な脆弱性には改善がみられず、公共財政及び信用格下げに関連した脆弱性は依然として存在しています。

5) ロシア

バランスシートは堅固ですが、ロシア経済は大きな成長を成し遂げておらず、スタグネーションが引き続き主な課題となっています。これはプーチン政権が取り組みに失敗してきた深刻な構造的な弱みを反映しているかもしれません。具体的には、弱体化した事業環境(汚職、官僚主義、形式主義、法の原則、財産権の保護など)が挙げられます。これに関しては、縦割り権力が問題の中心にあると考えています。改革とは、プーチン大統領が支配力を手放すことを意味し、この可能性は低いと見られます。一方で、プーチン大統領の西側諸国との継続的な地政学上の争いは、海外及び国内からの投資を遠ざける要因にしかならないと考えています。

6) ウクライナ

過去3年間で改革は大きく進展しました。具体的には財政及び国際収支における調整、エネルギーセクター改革、ウクライナ国立銀行(中央銀行)・為替相場・金融改革などで進展が見られ、ウクライナ経済も成長を見せて

います。ただし改革は依然として道半ばで、困難と見られる年金及び土地改革、そして同国が抱える最も大きな問題である汚職問題において実質的な進展は依然として見られていません。一方で、ウクライナ東部のドンバス地方における情勢は解決しておらず、ロシアとの関係も複雑で危機の火種として燻っています。

7) ベネズエラ

ベネズエラは負のスパイラルに陥っていると見られますが、多くの人にとっては驚きとなるなか、マドゥロ政権は生き延びています。ただし実際に政治的变化が見られない限りは、目覚ましい経済成長を成し遂げる可能性は低いと見えています。

8) エジプト

多国間及び二国間の救済が望みを与えましたが(改革のための時間を与えている)、構造的な問題は根深いと見られます。具体的には本質的な政治、社会、安全保障面でのリスクや緊張が挙げられ、これらがより困難で脆弱な公共財政及び銀行といった主要な経済的課題への取り組みを困難にしています。ただし直近の為替相場改革は改善への期待を与える内容です。

9) インド

モディ政権が改革面で大きな進展を成し遂げており、エマージング市場のなかでも期待が持てる市場であると見えています。具体的にはキャッシュレス化やアドハー(生体認証システム)カード改革、物とサービス税の導入が公共財政における前進と期待されており、公共サービスの向上への道筋を開くほか、インフラや教育、公共住宅などの主なボトルネックとされていた分野への投資を促すと期待されています。ただし国の発展の妨げとなっている、銀行セクターや住宅市場、雇用市場の脆弱性に関しては取り組みが必要であるとみており、問題はモディ首相が次期選挙を前にこうしたことに取り組んでいく政治的な意思を持っているかどうかであると考えます。

10) 中東欧

金融危機後に早い段階でバランスシート調整に着手したことや、足元では欧州中核国の成長見通しの改善による恩恵を受け、経済成長・改革に関する見通しは相対的に明るいと見えています。ポーランド、ハンガリー、ルーマニア、クロアチア、及びセルビアの全ての国で経済成長が加速している兆候が見られます。ただし地域的に懸念材料となるのはポピュリスト/反リベラル主義の台頭であると考えています。例えば、ハンガリーのオルバン氏、ポーランドのカチンスキ氏、さらに時間的制約を除いて広範に見れば、バルト三国やトルコ、ウクライナなどでも欧州連合(EU)加盟を支えるアンカーは弱まってきていると見られます。これは地域の平和と安定、繁栄にどのように影響するのでしょうか。マケドニアにおける直近のイベントは脆弱性が表面化した例であると見られます。

11) 中国

おそらくトップダウン及びボトムアップの両方の見方が出来るでしょう。トップダウンとしては、2015年半ば以降の財政及び金融刺激策によって、実質GDP成長は押し上げられ、指導者変更は年末まで先延ばされるとともに、今年中のグローバル経済成長及びリフレ取引の持続をもたらすために十分であると見えています。しかしそれ以降は、中国当局が中国経済の再調整及び落ち着いた負債削減を行えるための施策を有しているかどうかに関しては疑問符が残ります。ブルーベイでは当局がショックを吸収する上でクッションとなる堅固なバランスシートを有しているとは見えていますが、問題は徐々に積み上がっています。

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12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るようお願いいたします。

以上