



BlueBay  
Asset Management

2017年7月20日

## キャリー・オン

足元ではイエレン米連邦準備理事会（FRB）議長の発言をきっかけにエマージング市場に対する投資家心理が再び改善しています。今年後半を迎えるにあたり、エマージング市場に対する全般的に前向きな見通しを維持しており、少なくとも目先の数週間はキャリー・トレードが奏功する市場環境になると見えています。



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

### 直近のエマージング（EM）市場動向

先週はEM市場が概ね底堅く推移する一週間となりました。主要中央銀行のバランスシート縮小に対する不透明感を背景としてここ数週間市場は弱含んでいましたが、イエレンFRB議長が議会証言で直近の低インフレを認めたことがグローバルの債券市場の安定につながり、高利回り資産に対する投資家の需要を再び喚起するきっかけとなりました。またその後発表された米国の消費者物価指数（CPI）が再び市場予想を下回ったこともこのトレンドを後押ししました。「夏場のキャリー・トレード」が債券投資家の合言葉に再びなっているようです。

前回のコメントでポートフォリオ全体としてのリスクをやや削減することを検討していると申し上げましたが、先週のイエレン氏の発言は再びディレクショナルなリスクを増やす契機であると判断しました。イエレン氏の発言を踏まえると、少なくとも8月末に予定されているジャクソン・ホールでの会合までは、量的緩和（QE）縮小に関する話し合いで明確な進展はないと予想されるためです。したがって、高利回り資産が当面良好なパフォーマンスとなる可能性が大きく広がったと見られます。また利上げによって最終的に到達する政策金利の水準が引き下げられたことから米ドル安基調も続くことを予想しています。

ここ最近発表された中国の経済指標は概ね市場予想を上回る内容となっています。4-6月期GDPは前年同期比6.9%増で前四半期に並び、6月の工業生産及び小売売上高はともに市場予想を上回りました。EM市場で最大の経済大国における堅調な経済成長はEM資産全体に対するポジティブな見方に拍車を掛けるとともに、原油価格の小幅の回復を促しました。

個別国では、エマージング通貨ではポーランド・ズロチを、外貨建て債ではロシア、ドミニカ共和国、エルサルバドルを選好しています。ペメックス（メキシコ石油公社）は新規発行を行い、負債の管理を市場は友好的に受け止めました。外貨建て社債では韓国やチリの銘柄に投資妙味があると考えています。

### EM市場の見通し

EM国の中では、差し迫ったイベント・リスクは限定的であると見えています。挙げるとすれば、最も多くの報道があるのはベネズエラかもしれません。先週は750万人が参加した非公式の国民投票において、現政権による新憲法制定に反対し、総選挙の実施を支持する声が多数となりました。これは驚くべき結果であるとともに、自然発生的とも言え、マドゥロ政権の正当性に対する国民の更なる反発を示す出来事でした。ただしベネズエラ国内における反政府ムードの高まりや、米国においても政権を批判する声が挙がっているにも関わらず、政権が即座に退陣する兆しは見られません。実際に現政権が崩壊したとしても、その後の進展に関しては

非常に不透明であることから、実際にベネズエラ債券の保有者にとって好材料なのか悪材料なのか判断することは困難です。ベネズエラ資産のボラティリティが高まる可能性があるなか、引き続き進展を注意深く見守る方針です。

その他のEM国を見渡すと、トルコではクーデター未遂事件から丸1年が経過しました。その記念すべき日に、エルドアン大統領が非常事態宣言を解除するとのわずかな望みは実現しませんでした。ただトルコでは中央銀行が金融政策を正常化していることから、トルコ資産への選好を維持しています。ブラジルでは、議会が2週間の休会期間に入りました。テメル大統領にとってこの2週間は、疑惑との戦いにおいて一息入れる機会となります。全体的な印象として、ブラジルでは大統領の権力基盤が強固なものになっているとみられますが、社会保障改革における明確な進展は見られません。また南アフリカでは、インフレ統計が発表されるとともに中央銀行の会合が控えています。中央銀行が早期に利下げを行う兆しは見られませんが、インフレがやや落ち着いてきていることは現地通貨建て債の支援材料になると見ています。

EM資産全体に対する前向きな見方を維持するなか、足元のキャリー・トレードの妨げとなる可能性があるリスク・イベントには一層注意を払っています。まずは今週予定されている欧州中央銀行(ECB)の会合でのドラギ総裁の発言に注目していきます。また地政学イベントの震源地となる国(カタール、シリア、韓国など)にも注視していく必要があります。ただし、9月まではリスク・イベントが投資テーマの大きな変更を促すほどの要因にはならないと見ています。

## まとめ

全体として、EM市場における全般的に前向きな投資環境は継続すると予想しています。9月には本格的な政策及び政治的進展が見られると予想していますが、それまでの数週間はキャリー・トレードにとって良好な、比較的落ち着いた投資環境を予想しています。

---

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。

エマーシング債戦略：年率 0.95% (税抜き)、エマーシ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)、エマーシ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ござい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7月20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