



BlueBay  
Asset Management

2017年10月5日

## ポジティブなトレンドは継続—年末までの市場見通し—

9月の終わりに掛けてエマージング市場はやや守勢を強いられる展開となりましたが、年初来でエマージング資産の支援材料となってきた多くのトレンドは年末に掛けて継続すると見えています。



デビッド・ダウセツト

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

### 直近の市場動向

エマージング(EM)市場は、やや守勢を強いられながら9月を終えました。米国の大型減税策に対する期待が再び高まるとともに、ドイツの総選挙においてメルケル首相率いる与党が事前の市場予想を下回る獲得議席数に留まる結果となったことから、米ドル高基調が高まり、米国債金利は上昇しました。9月中旬にハリケーン・イルマによる影響が懸念視された時点に比べ、米10年国債利回りは30bps程度上昇し、米ドル指数は2%近く上昇しました。これらの動きはEM市場に直接的に関連するものではなく、言うなればG3に対する見通しの変化を反映した動きに過ぎませんが、それでもEM資産のパフォーマンスにとっては逆風要因となりました。EM現地通貨建て債市場(the J.P. Morgan GBI-EM Local Markets Index)の9月のリターンは-0.34%となり、年初来で初めて月間のリターンがマイナスとなりました。EM外貨建て債市場(the J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index)のリターンはわずかに+0.01%ながらプラス圏に留まりました。

このような投資環境下においても、いくつかの市場ではポジティブな動向が見られました。成長見通しが継続的に改善していると見ているアルゼンチンでは、GDPに連動するワラント債のパフォーマンスが堅調でした。またエジプトの現地通貨建て債も良好なリターンとなりました。足元で、米ドルのトレンドが変化するなか、人民元に対しては弱気な見通しへと変更しました。ブルーベイのEM債運用チームのストラテジストが直近中国にて実地調査を行ったところ、中国当局は年初来での人民元高基調にやや懸念を抱き始めており、為替市場において少なくとも両方向での変動を促し、輸出競争力の低下圧力を削ぎたい狙いがあるとの印象を抱きました。したがって、人民元の適切な取引水準を見極めてポジション調整を行うことが重要であると判断していますが、中国からの資金流出に対して再び懸念を抱いている訳ではありません。

ここ最近で見通しを大きく変更させている国の一つがトルコです。トルコ資産に関しては、外貨建て債、現地通貨建て債ともに年初来で概ね前向きに見ていました。ただし9月末に行われたイラク北部クルド自治政府による独立の是非を問う住民投票の結果を受けて、同地域の安全保障面での懸念が急速に高まっていることや、貿易及びインフレ関連統計の弱含みを踏まえ、やや見通しを変更しました。特にトルコ・リラに関しては今後下落する可能性があるかと見えています。

### 年末に掛けての市場見通し

年末に掛けて、エマージング経済の成長やグローバルに見てインフレが低位に留まっていることなど、年初来でエマージング資産の支援材料となってきた多くのトレンドが継続すると見えています。ここ最近で幅をきかせてきた短期的な市場の不透明感はもう少しの間継続する可能性があります。更なる市場下落は良好な投資機会となる可能性もあると見えています。10月は、以下に挙げる4つの要因に特に注目すべきであると考えています。

## 1. 第19回中国共産党大会

今回の大会で主題となるのは、経済改革に対する意欲ではなく、習近平氏の権力一極集中であると見られます。とは言いながらも、世界第二位の経済大国である中国の今後5年間の方向性を見極めるためのヒントを探するため、投資家は北京で開かれる同大会の進展に注目すると見えています。

## 2. ベネズエラがデフォルト(債務不履行)に陥るかどうか

ベネズエラ政権は11月2日までに20億米ドル近くの債務支払いを控えており、これらを滞りなく行うことが出来るかどうかにも市場の注目が集まります。ベネズエラの国内情勢は深刻化を極めています。足元ではベネズエラ政府がこれらの支払いを行うことが出来るとの見方が強まっています。ただし支払いが行われたとしてもベネズエラの信用力を大きく改善するものではなく、短期債の保有者に対して長期債の保有者が実質的に劣後する状況がより一層深まるのみであると考えています。短期債については、目先のデフォルト懸念が払しょくされることによる恩恵を受ける可能性もあるため、状況を見守っていきます。

## 3. アルゼンチンの議会中間選挙

アルゼンチンは引き続き最も前向きな見通しを持っている国の一つですが、予備選の結果が示した通り、キルチネル前大統領の政治勢力が信頼を失ったとの証拠を確認する必要があります。これまでの改革路線及び足元での非常に堅調な経済成長は、これまでのところ現職のマクリ大統領及び大統領率いる与党カンビエモスに追い風になっています。その上で、10月に予定されている中間選挙は現政権が乗り越えるべく最後のハードルになると見られます。

## 4. 新規発行増

上記の3つの要因と比較してやや退屈ではありますが、新規発行の増加傾向も市場の変動要因となる可能性があります。ここ最近の傾向として、特に相対的に利回りが低く、長期の債券の新規発行には十分な需要が見られていません。ブルーベイでは引き続き高利回り債を選好しており、ここ最近ではヨルダンの新発債に投資妙味があると判断しました。10月はエクアドルやナイジェリアで新規発行が予想されており、投資機会を探っていく方針です。

これらに加えて、もちろん先進国におけるイベントにも注視する必要があります。米連邦準備理事会(FRB)のイエレン議長の後任が誰になるかどうかは市場の変動要因になる可能性があるとともに、税制改革の進展にも注目が集まります。

全体として、上記の変動要因をどのように乗り越えるかが今後のパフォーマンスの鍵を握ると見えています。

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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（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10月5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