



BlueBay
Asset Management

2017年11月2日

フェイスブックとツイッターから離れられない 今週の主演は南アフリカとベネズエラ



アンソニー・ケトル

エマージング債チーム(社債)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

南アフリカは格下げリスクが高まっている一方、ベネズエラはひとまず債務支払いを行うことができました。

先週の市場の動き

先週のマクロ・イベントで最も大きな話題となったのは欧州中央銀行（ECB）会合でした。予想通り、債券の買入れ額を2018年から月額300億ユーロに減額するものの、9月まで買入れを続けることが示されました。これにより欧州株式市場は上昇し、主要国債金利及びクレジット債市場は全般的に落ち着きを取り戻しましたが、エマージング現地通貨建て債市場についてはそれまでの下落を取り戻すには至らず、エマージング通貨の大幅な下落を背景に、エマージング現地通貨建て債市場の一ヶ月のリターンはマイナスとなりました。年初来続いた上昇に歯止めがかかったというトレンドは注目に値すると考えており、マクロ環境の下支えが弱まると共にエマージング市場におけるイベント・リスクも高まった結果であるとみています。

マクロ環境に関して言えば、グローバルな経済成長が足並みを揃え上昇する中、インフレ見通しは極めて重要です。エマージング資産はグローバル経済成長が下支えとなっており、グローバルな設備投資サイクルの改善による恩恵を最も受けているアジアでは特に重要なポイントであると考えています。米国金利に上昇をもたらした、エマージング諸国の資金調達に影響を及ぼすのはインフレ率であり、投資家は前向きな構造改革に取り組んでいる国とそうでない国という面で、良い国と悪い国を差別化していく必要があります。すでに国及び銘柄ごとの差異は広がってきており、先週のイベントを見るだけでも、それを説明するには十分でしょう。

各国の話題

南アフリカでは、中期財政政策声明（MTBS）が発表されましたが、財政悪化が投資家へのメッセージとして伝わりました。南アフリカの債券と通貨はこれを受けて大きく下落し、外貨建て債及び現地通貨建て債の投資家は格付け見通しに対して神経質になりました。格下げの可能性は高まり、南アフリカは文字通りの高利回り（ハイ・イールド）国になるかもしれません。

トルコでは、週初は米国のイランに対する制裁を阻害したとして、米国がトルコとトルコの銀行に対して制裁を科す可能性を注視していました。しかし、米国が融和的な姿勢を示したことから、先週末よりもポジティブなトーンで週末を迎えました。最悪の場合、トルコの銀行は罰金を科される可能性があるかとみていますが、先週の動きからは、トルコは外貨債務への依存度が高いという脆弱性が見て取れると考えています。

中国では、第19回共産党大会が終了し、習近平氏が権力を集中させると共に、経済及び社会的進展に注力しながら、より均衡の取れた経済成長に向けて進んでいくというメッセージが示されました。こうした結果が経済にどのように影響を与えるかを十分に評価することは時期尚早ですが、過剰供給となっているセクターを減らすという目標はひとつの意味合いを持っており、中国と商品の取引を行っている貿易相手にはポジティブに働くでしょう。また、中国は先週米ドル建て国債を発行しました。年限によって異なるものの、米国債に

対して15から25bpsのスプレッド水準で発行され、さらにそこからスプレッドは縮小しました。中国国債が米国債よりも低い利回り水準で取引されることはあり得るのでしょうか？中国国内の需要と中国が発したいと考えるメッセージを踏まえると、その可能性はあるかもしれませんが、中国のクレジット・リスクを現実的に表しているのは、CDSスプレッドであると考えています。CDSのスプレッド水準は50bps程度です。

インドでは、2年間で330億米ドルに上る資本増強計画の発表を受けて、国有銀行の債券価格が上昇しました。この金額はGDPの1%に相当し、融資と投資を促すことを目的としたものです。

ベネズエラでは、ベネズエラ資産に投資をしているすべての投資家がオペレーション部門と密に接したことでしょう。また、社内のITポリシーに抵触するとわかっていながらも、ツイッターやフェイスブックに考えられないほどの時間を費やしたと思われる。その理由は、842百万米ドルの債務支払いの期限が10月27日となっていたためです（債務支払いの猶予期間は設けられていません）。厳しいキャッシュフローの状況の最中、公式な発表は何もないまま当日を迎えました。支払いの確認が最初にされたのはフェイスブックで、その後すべての債務支払いを実施したということが複数回に亘るツイートで示されました。さらに112億米ドルの債務支払いが11月2日に迫っており、投資家はデフォルト・リスクの高まりに引き続き懸念を抱きながらも、この支払いが実施されれば次の債務支払い時期は2018年後半までないことから、今後数ヶ月に亘ってはデフォルト懸念は後退することになります。（注：その後、ベネズエラ政府は11月2日の債務支払を行った後、それ以降の債務支払について債務再編を行うことを表明しました。）

メキシコでは、NAFTA交渉と来年の選挙が引き続き注目を集めています。

ブラジルでは、2018年の選挙に徐々に目が向けられはじめています。

今後の注目材料

マクロ面では、米国の税制改革と新しい米連邦準備制度理事会（FRB）議長の指名に引き続き注目が集まっています。税制改革については今後数週間大きな動きはみられないと予想している一方で、FRB新議長の指名は短期的な投資家心理に影響を与える材料となるでしょう。

エマージング市場では、堅調な経済成長が下支えとなるなか、エマージング市場全般に対しては前向きな見通しを維持していますが、エマージング通貨市場で最近見られた下落を考えると、慎重な見方も強めてきています。ここからボラティリティは高まっていくと予想しており、差別化が広まるなかで投資機会は増えると考えています。引き続きツイッターからは離れられなさそうです。

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となります。

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11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