



BlueBay
Asset Management

2017年11月9日

エマージング国で相次ぐイベント

ベネズエラ及び中東情勢が市場を揺さぶる一週間



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

ベネズエラではマドゥロ大統領が外貨債務の「借り換え及び再編」の意思を表明し、サウジアラビアやレバノンでは政治的な話題が注目を集めました。

ベネズエラでの出来事

先週は先進国市場において依然として堅調な経済状況及び落ち着いたインフレ見通しを示す指標が発表されるなか、市場の注目を集めたのはエマージング（EM）市場におけるイベントでした。

ベネズエラでは、現地時間で先週木曜日（11月2日）の夜、マドゥロ大統領が国営テレビにて、11月2日に期日を迎えるベネズエラ石油公社（PDVSA）の2017年債の元利金を支払うものの、同国のその他の外貨債務の「借り換え及び再編」に向けて債権者との交渉に入る方針であることを電撃発表しました。PDVSA及びベネズエラの長期債は、中長期的に高いデフォルト（債務不履行）リスクを反映し、すでに30セント程度で取引されていたものの、短期債に関しては45セントから75セントの範囲で取引されていました。これは、これまで長きに亘ってベネズエラ政府が支払の意思を示してきたことを踏まえ、ベネズエラ政府が何とか目の先の支払いを行うことが出来るであろうとの市場の見方を反映したものでした。したがって、ベネズエラが債務再編を行う意向であるという事実はそれほど驚くべきことではないものの、そのタイミング及び発表の仕方は明らかに市場の予想外でした。その後の価格動向は厳しいものとなり、債券価格はいずれも20-25セント程度に下落しました。また支払を約束したPDVSAの2017年債についても依然として債権者に資金が到着していなかったという事実も下落基調に拍車を掛けました。

ベネズエラ政府の今回の方針にあたっては依然として多くの疑問が残り、状況の進展にあたっては多くの可能性が残されているものの、オプションとしては以下の通りであると考えています。

1. 全ての外貨債務について、全面的にデフォルトする
2. ベネズエラ国債に関してはデフォルトするものの、来年償還を迎える債務がやや少なく、原油輸出を通して外貨獲得の主要な役割を果たすPDVSAの債券に関しては当面支払を続ける
3. ベネズエラ国債及びPDVSA債の両方につき、現段階ではデフォルトを避け、来年予定されている選挙のため、かつ米国の経済制裁に対する債券投資家のロビー活動を促すための政治的ツールとして債務再編というオプションを活用する

全体として、現段階で政府からの明確なコミュニケーションの手段がないことから、真の意図を見極めるためにいかなる動向も慎重に見守る必要があります。現段階でPDVSAの2017年債の支払を行う意図は把握しているものの、支払の事実は確認されていません。来週月曜日には複数のベネズエラ国債及びPDVSA債がクーポン支払の期限を迎えます。この期限が、政府の真の意図を見極めるための重要な日になると見ています。

ベネズエラでの出来事はベネズエラ国内に限ったものでしたが、EM市場の価格動向は、その他の市場にも何らかの損失が発生する可能性や、特に年初来で概ね良好なパフォーマンスとなっていたことから中南米におけるリスク削減の動きが出る可能性を踏まえたものとなりました。流動性や既存債券の残高などを踏まえれば、今回の出来事の影響が波及する可能性が最も高いのはブラジル及びアルゼンチンであると考えています。

その他のEM国の話題

その他の話題としては、サウジアラビアでサルマン国王の息子であるムハンマド皇太子が汚職への関与を理由として多くの有力な著名人を拘束し、資産を凍結したとの報道がありました。高官らには関連会社への影響が及ばないように指示したものと見られていますが、捜査が続く中で、多くの投資家は不安を募らせ「まずは売ってから質問をする」という選択をしました。

またレバノンでも、ハリリ首相が辞任するという衝撃的なニュースがありました。レバノンの首都ベイルートからではなく、サウジアラビアの首都リヤドからこの意思を表明したという事実は、レバノンにおいて拡大していると見られるイスラム教シーア派組織ヒズボラの影響力をサウジアラビアが押し返そうとしているという状況を浮き彫りにしました。レバノン経済に対する圧力が高まるとの見方からレバノン国債のスプレッドは大きく拡大し、5年CDSのスプレッドがハリリ首相辞任前から150bps程度拡大する展開となりました。イスラエルが主要なプレーヤーとなってくるとを考慮すると、状況は今後悪化する可能性があり、年末に掛けて慎重に見守るべくテーマであると見ています。

今後の見通し

グローバルに見れば引き続きリスク資産にとって概ね良好なマクロ経済状況が続くと見ているものの、EM市場で相次いでいるイベントの影響を考慮して、年末に掛けてやや慎重な姿勢を取っています。ここ最近では、多くの市場でボラティリティの高まりが見られています。最も直近ではベネズエラと中東の例が挙げられますが、それ以前にはトルコや南アフリカなどでも混乱が見られました。多くの市場が年初来で良好なパフォーマンスとなっており、また今年も残り少ないことを踏まえると、リスクをさらに高める需要は限定的であるとの結論を導き出すことが自然であるかもしれません。ブルーベイでは、個別国及び個別銘柄ごとの投資機会に着目することを続け、市場のミスプライスがより顕著になった局面でのみ、更なるポジションの追加を検討していく方針です。

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9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