



2018年2月2日

金利上昇、でもいいムード—為替市場を注視—

先週もグローバル株式市場は堅調に推移し、S&P株価指数は再び最高値を更新しました。また、トランプ米大統領が公平かつ相互に有益な貿易を重視するとともに、米国が全ての国と交渉をする用意があると発言するなど、外交的に前向きな姿勢を見せたことで、ダボス会議の雰囲気は良好であったことも追い風となりました。一方で、ムニューシン米財務長官は米ドルを押し下げる意図があるとも取れる発言をし、これを受けドラギ欧州中央銀行（ECB）総裁は通貨の切り下げ競争の恐れをあからさまに警戒する発言をしました。足元で米ドル安基調が逆風要因となっているように、為替市場のボラティリティの高まりは他のリスク資産の勢いを妨げる可能性があり、今後数週間に亘って為替市場には注視する必要があると見ています。



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

グローバル市場での出来事

主要国金利市場は、グローバル経済の成長にさらに強い反応を示し始めており、株式市場もその動きを気にし始めているようです。ただし、主要国金利の動きや経済成長に関するポジティブ・サプライズにも関わらず、ドイツ5年国債利回りは依然としてマイナス圏にあります。また、企業の決算発表は売上が軒並み市場予想を上回るなど概ね堅調で、株式市場の押し上げ要因になっていることも特筆すべきでしょう。エマージング社債市場では引き続き投資家の利回り選好を背景に、ハイ・イールド債が投資適格債を上回るリターンとなっています。主要国金利の上昇及びポジティブな景気サイクルが、リスク性及び相対的に利回りの高い資産の追い風となっています。またエマージング市場への資金流入も全般的に価格評価の下支えとなっており、「押し目買い」という投資家心理を促しています。

エマージング市場での出来事

ブラジル：控訴裁判所がルラ元大統領の汚職関連の有罪判決を全会一致で支持しました。また同裁判所はルラ元大統領の禁錮刑を9年から12年に延ばし、これによりルラ氏が今年10月に予定されている総選挙に出馬することがさらに困難となりました。結果として中道派の候補が票を集める可能性が高くなったとの見方から、ブラジル株式市場は先週最高値を更新しました。

アルゼンチン：アルゼンチン・ペソの下落基調が続くさなかに、中央銀行は市場予想に反して7日物レポ参照レートを75bps引き下げました。これと同時にマクリ大統領は、中央銀行は完全なる独立性を持っていると発言しました。

ロシア：大手格付け機関Moody'sはロシアの外債建て債務に付与するBa1の格付け見通しをポジティブに変更し、同じくBB+（見通しポジティブ）としているS&Pと並びました。したがって、ロシアが投資適格級に格上げされる可能性が高まりました。

一方で、米財務省はロシア政権との関係性や資産額に基づき、今後の対ロシア制裁の対象となる政府高官及び実業家のリストを議会に提出しました。25名から50名程度で構成されると見られていた同リストには、実に210名もの名前がありました。結果としてはそれほど重要視されませんでした。市場参加者は、ロシアのルーブル建て国債（OFZs）の取引に対する米制裁に関連した情報を待っています。

アジア通貨：韓国ウォン及び台湾ドルは先週、それぞれ4年ぶり及び5年ぶり高値を更新しました。これを受けこれらの国の金融当局は、通貨の更なる上昇を注視していく構えを見せ、前述の為替動向に対する各国の感応度の高まりを象徴する出来事となりました。

中国：今年3月に開催が予定されている全国人民代表大会（NPC）を前に、新たに習政権指導部を形成する人物を示唆する政治的な動きが見られました。最も顕著であったのは、王岐山氏がNPCの湖南省代表に選出されたことでした。これにより王氏が今春国家副主席に就く可能性が高まり、反汚職闘争及び米国との外交関係上重要な役割を担っていくと見られます。

南アフリカ：ズマ大統領の任期終了前の退任に対する期待が更に高まり、南アフリカの現地資産の上昇を促しました。

エマージング社債市場での出来事

- アジアの資源取引会社であるノーブル・グループの35億米ドル相当の債務再編について、同社株式の約70%近くと交換することで債権者との間で大筋合意に至りました。合意内容は、当初の想定を上回る回収率（推測では60ポイント台半ば）を示唆したため、投資家はこの報道を概ね好感しました。
- ブラジル石油公社（ペトロブラス）は待望の起債を行ないました。今回の総額20億米ドルの10年債起債は、同社の2019年満期債券のテイクオーバー・プロテクション条項に基づく任意償還を行なうための資金確保目的であり、これにより同社は短期的な償還の壁を乗り越えることに成功したと見られます。
- 中国恒大集団（チャイナ・エバーグランデ・グループ）は、転換社債による起債を行ないました。同社は、当月転換社債による起債を行なった中国の不動産会社としては5社目となり、いずれの発行体も堅調な株価を受けて低コストで資金を調達し、流動性を強化していると考えられます。今後も同様の動きが見られると予想しています。
- 中国の大手ソフトウェア会社である騰訊（テンセント）は、複数企業を率いて大連万達商業地産（ワンダ・コマーシャル）の買収を主導すると発表しました。昨年、積極的な海外展開を懸念視されて中国政府の厳しい管理下にあったワンダ・コマーシャルの債券価格は、この報道を受けて6ポイント上昇しました。
- 南アフリカの準ソブリン企業であるエスコムは、流動性に対する懸念から直近Moody'sによって格下げされていましたが、先週かろうじて決算発表を行ないました。さらに就任したばかりの経営陣は、持続可能な経営が可能となるよう企業統治及び統率力の強化に資することを約束しました。

今後の見通し

ここ数日間で、為替市場及び金利市場の変動性が高まっており、株式市場も下落の初期兆候を見せ始めています。一方で、グローバルの経済指標は引き続き底堅い成長を示す内容ですが、インフレ率にも上昇の兆しが見られることは事実です。このような市場の転換点は過去にも経験したことがあり、過去には最終的に金利低下及び低金利環境の継続というテーマが続くという結果になりました。ただし今回はこれとは異なると考えられる理由は存在し、企業の決算が堅調な内容で、株価収益率の計算式である株価（P）÷一株あたり純利益（E）のE部分を押し上げ始めていることは心強いといえます。また商品価格が上昇を続けており、グローバル経済の成長トレンドは勢いを確立し始めていると見ています。グローバルの貿易政策はリスク資産の大幅な下落を招く可能性のある要因ですが、直近のダボス会議や一般教書演説におけるトランプ米大統領の発言は比較的穏やかなトーンでした。

社債市場では1月に多くの新規発行が見られましたが、幸いなことに投資家及び上場投資信託（ETF）からの投資資金も豊富でした。供給には十分な需要があったといえます。エマージング市場では、2月半ばに中国の旧正月をはさみ、新規発行額は一時的に落ち込むと見ています。また複数の企業が通年の決算発表を控えることも、新発債市場の小休止につながると思われます。したがって、需給面は引き続き市場の支援材料になるとみて、全般的に市場のスプレッドは縮小基調を維持すると見ています。ミクロ面では、為替及び金利市場の

ボラティリティ上昇に加え、新規発行が相次いだことで、国別及び銘柄ごとのリターン差が拡大していく余地があると見ています。このようなリターン差は、今年の社債市場の主な投資テーマの一つになると見ています。

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務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。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：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（2018年2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