



2018年3月6日

貿易摩擦が最大のリスク要因に

リスク資産の投資環境は基本的に良好であるなか、先週は米金融政策や新規発行増、さらにグローバルの貿易摩擦懸念がリスク資産にとっての最大のリスク要因になることが意識されました。トランプ米大統領が鉄鋼及びアルミ製品に大幅な輸入関税を課す方針を表明するなか、とりわけ通商面が最大のリスク要因になりつつあります。世界的な貿易戦争につながりかねないトランプ大統領の強気な発言に市場は明確な警戒感を示し、株式市場はS&P500種指数が2%程度、エマージング及び欧州株式市場がともに3%近く下落するなど軟調となりました。また質への回避傾向が高まるなか、米国債市場への影響が現段階では不透明であることなどから安全資産としての日本円に対する選好が高まりました。



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

エマージング個別国市場での出来事

南アフリカ：シリル・ラマポーザ大統領が内閣改造を実施し、ズマ前大統領によって更迭されたネネ氏が財務相に復帰しました。ただし先週発表された経済指標において、輸入増を背景に貿易赤字が拡大したことが示され、結果として南アフリカ・ランドは軟調なパフォーマンスとなりました。

ロシア：原油価格の下落に加え、米国が対ロシアの追加制裁を約束したことなどから、ロシア・ルーブルも軟調に推移しました。

メキシコ：トランプ大統領が表明した鉄鋼及びアルミ製品に対する関税がメキシコ経済に直接的に与える影響は限定的であると見られるものの、強気な米通商政策に対する懸念が広がるなか、メキシコ・ペソも下落しました。

アルゼンチン：中央銀行は政策金利を27.75%で据え置いたものの、国内での干ばつ被害の深刻化や中央銀行に対する信頼感の低下から、アルゼンチン・ペソの下落基調に歯止めは掛かりませんでした。

エマージング社債市場での出来事

- ブラジルの建設大手オデブレヒトが、同社の債務再編を専門とするアドバイザーを採用したとの噂が引き続き市場で流れました。ただし週後半に掛けては、同社が債務支払いに充てる資金をねん出するため、保有するブラスケムの株式の一部を担保に銀行からの融資に向けた交渉を行っているとの報道がありました。債務再編は避けられない可能性があります、その時期については依然として不透明です。
- ブラジルの食品加工会社であるBRFは、再び食肉不正問題に対する「カルネ・フラカ (Carne Fraca、不衛生な肉) 作戦」の標的となりました。今回は不衛生な食肉の販売を認めるよう政府の検査官に賄賂を支払った疑いが持たれており、経営陣が一新されたタイミングとも重なったため、同社信用格付けがハイ・イールド級に格下げされる可能性があるとの見方が広がりました。
- コロンビアのエコペトル及びメキシコのメキシコ石油公社 (ペメックス) がともに決算発表を行いました。エコペトルの決算発表では堅調なキャッシュフローの創出が確認され、発表を受けて

同社は良好なパフォーマンスとなりました。一方でペメックスの決算はやや強弱入り混じる内容であったものの、債券価格は安定的に推移しました。

今後の見通し

短期的に見れば、金融市場は米連邦準備制度理事会(FRB)の政策、新規発行増、貿易摩擦の3つの主なリスク要因に直面していると考えています。トランプ政権で国家経済会議(NEC)のゲーリー・コーン議長が辞任したことを踏まえれば、現段階で最大のリスク要因は貿易摩擦であると言えるでしょう。また一連の出来事は、今後トランプ大統領がより強硬な態度に出ることの前兆であるかもしれません。欧州連合(EU)が複数の大手米国ブランド製品に関税をかけることを検討しているなど、報復措置のリスクは既に見え隠れしています。

また新規発行増による需給面でのリスクもやや高まっていますが、現段階では新規発行は概ね順調に消化されています。米国社債市場では、総合ヘルスケア会社であるCVSヘルスがM&A(合併・買収)のための資金調達として400億米ドル相当の起債を行い、中国では国営の化学製品メーカーである中国化工集団が数百億米ドル相当の起債を行いました。

ここ最近のFRBの発言を踏まえると、利上げに関しては上方リスクの方が高まっているを認識し始めたことが見て取れます。特に2019年の金利見通しに関しては上方修正のリスクが高まっている可能性があります。FRBの会合が行われる今後数週間で、見通しはよりクリアになると考えています。

これら全てを踏まえ、今後数週間は市場の価格変動が不安定な状況が続く可能性があると考えています。堅調なグローバルの経済成長やどちらかと言えば依然として緩和的な主要中央銀行の政策など、根底的な市場の支援材料は引き続き存在しているものの、逆風要因が存在していることも事実です。バリュエーションは改善していますが、依然として割安感のある銘柄を発掘することが重要であると考えています。リスクをあまり取らず、市場が調整した際にそれを活用できる準備をしておくことが、現段階では最も賢明な投資アプローチといえそうです。

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契約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（2018年3月8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