

エマージング社債市場アップデート -2018年6月28日-

エルドアン氏に届いた甘いお菓子ーボラティリティは高止まりー

先週も、貿易摩擦関連の報道を背景にマクロ面での不確実性が継続するなか、グローバルに足並みを揃えた経済成長に疑問符がとまり、投資家心理は不安定な状況が続きました。また、石油輸出国機構（OPEC）会合を控え、商品価格も神経質な動きとなったことや、トルコなどのエマージング（EM）個別国の悪材料がスプレッドの拡大を促し、EM 外貨建て資産のパフォーマンスは軒並みマイナスとなりました。ただし EM 通貨はほぼ前週末比横ばいで週末を迎えました。



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

トルコ：6月24日に投開票された大統領選及び国会総選挙が市場の注目を集めました。結果としてエルドアン大統領が再選するとともに、同氏率いる与党・公正発展党（AKP）が国会での最大議席を獲得しました。史上まれに見る接戦と言われた今回の選挙戦において、エルドアン大統領は得票率 53%近くで勝利し、7月8日に行われると見られていた決選投票を行う必要がなくなったことで、前倒し選挙というエルドアン大統領の賭けは最終的に報われたと言えるでしょう。この結果によって、少なくともトルコを取り巻く不確実要素の一つは取り除かれたとの見方が広がり、市場では「（見知らぬ悪魔より）知り合いの悪魔の方がまし」との受け止め方が大勢であったと見られ、結果としてトルコ資産は短期的ながらも反発しました。

中国：米トランプ政権がさらに 2,000 億米ドル相当の中国製品に 10%の関税を課すことを示唆するなど強硬な姿勢を維持するなか、中国株式市場の軟調が続きました。週後半には、中国人民銀行（中央銀行）が預金準備率を 50bps 引き下げることと決定し、関税が適用される前日より有効になると発表しました。この結果、7,000 億元（1,080 億米ドル）の流動性が金融システムに提供され、中小企業への貸し出しが促進されることが期待されています。

ロシア：欧州連合（EU）は、ロシアによるクリミアとセバストポリの違法併合に対する制裁を、2019年6月23日まで1年間延長することで合意しました。

OPEC：先週金曜日に、イランが反対するなか日量 100 万バレル規模の増産案で加盟国が合意に至りました。合意内容は概ね市場の想定内でした。

エマージング社債市場での出来事

ペトロブラス(ブラジル石油公社)に関して強弱入り混じる内容のニュースがありました。一方では、2007年の報酬体系に関する労働裁判で敗訴したことに伴い 170 億レアルの制裁金を課され

(ペトロブラスが控訴する権利はある)、他方では、下院にていわゆる「権利の譲与」に関する法案が承認されるという前向きな進展が見られました。同法案成立によって、ペトロブラスは最終的に 120 億米ドル相当とされる巨額のキャッシュ・フローを手にするということになるとも言われています。

同じくブラジルにおいて、鉄鉱石加工会社であるサマルコ・ミネラサオについて、操業ライセンスを確保するためのブラジル当局との合意に関連した前向きな進展が見られました。来年にも操業再開が可能になるとみられています。

またブラジルの鉱業大手ヴァーレについて、低コスト体系や低水準の負債、さらに商品価格の下落に関わらず同社がプラスのフリー・キャッシュ・フローを維持することが出来るとの見方から、大手格付け機関フィッチが BBB+ の信用格付けを維持し、信用見通しを安定的としました。

アルゼンチンの公益セクターでは、発電会社を運営する投資会社ストーンウエイ・キャピタルが、シーメンスによる株式ローンの借り換え完了を発表しました。また、代替エネルギー会社であるジェネイアが、国際的な開発融資団体から 1.32 億米ドルの長期信用枠を取り付けたと発表しました。同資金はアルゼンチン国内の二か所で風力発電タービンの設置のために使用されるとされています。これらの進展は、いずれもアルゼンチンの公益セクターに対する投資家の継続的なリスク選好を示唆するとともに、規制や関税政策に対する信頼感を示すものであると捉えています。

南アフリカでは、国営公益会社であるエスコムにおけるストライキに関連し、同社労働組合からの圧力の高まりを受けて経営陣が賃上げに関する姿勢を緩和させる意向であるとの見方が広がり、事態が解決に向かう可能性が高まりました。この報道は、南アフリカ資産全般に対する投資家心理に追い風となりましたが、エスコムにとっては賃金コスト上昇を意味し、やや逆風要因になるとの見方が広がりました。

ロシアでは、多角化企業であるシステムに関し、複数の米議員が同社経営陣に対する追加制裁の可能性を示唆したことを背景に、同社債券価格は金曜日一日で 5 ポイント近く下落する展開となりました。

今後の見通し

ここ数か月間の市場の主要テーマは、EM 市場を含む他の主要経済に対する米国経済のアウトパフォーマンスであったと言えるでしょう。ほぼ自動運転モードにある米連邦準備制度理事会 (FRB) の金融政策を相まって、米ドル高がもたらされるとともに、投資家資金が再び米国へと向かうなか、グローバルでは流動性が引き揚げられました。また、EM 通貨の下落による複数の EM 中央銀行は利上げを余儀なくされ、根底にある経済成長にとっては痛手となる一方で、米国のアウトパフォーマンスというテーマに拍車を掛ける展開となりました。

さらに、米国の強硬姿勢が強まっていることに対して中国がより毅然たる報復措置を取り始めるなか、貿易戦争の様相も市場には徐々に織り込まれ始めました。

市場の支援材料となり得るのは、的を絞った中国当局の利下げや、米経済の力強い成長が他の経済にとっても追い風となり始めることであるかもしれません。このうち中国の金融政策に関しては、中国人民銀行が金融市場に流動性を提供し、成長を促すことを目的とした預金準備率の引き下げに乗り出しました。米経済成長については、今週発表される予定となっているユーロ圏購買担当者指数 (PMI) において経済活動の回復の兆しが見られるかどうか注目していますが、米国の経済成長が突出しているという認識が市場では広がっています。一方で、

その他市場の見方を変えるためにはそれほど多くの好材料は必要ないかもしれません。欧州中央銀行（ECB）は足元で、債券購入の終了を発表しながらも金利見通しに関してはハト派な発言（少なくとも 2019 年夏までは据え置くとの発言）をし、欧州経済の成長を促す待望の支援材料になるとみられます。

今後の見通しとして、リスク資産、とりわけ EM 市場にとって外的環境が逆風要因になり始めていることは明らかであると言えそうです。ただし、信頼感のある政策対応は中長期的には EM 市場安定につながるとみており、投資家がより積極的に、割安感の高まった EM 資産への再投資を検討することが可能になるとみています。トルコでの選挙が現状維持という結果をもって終わり、今後はトルコの政策担当者が、発言ではなく行動で中央銀行の独立性を確保できるかどうか焦点となるでしょう。EM 市場にとって次の試練はメキシコの選挙で、さらに 10 月にはブラジルの選挙が続きます。したがって、ボラティリティは高止まりすると見られますが、同時に今後数か月で市場が明確に勝者と敗者の線引きをしていくなか、興味深い投資機会は豊富に訪れると期待しています。

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。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、当社の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