

エマージング社債市場アップデート -2018年8月23日-

— 釈放認めず—ネガティブ材料を抱えながらも割安感が高まる—

先週も、対立が続く米トルコ関係において、トルコ側が米国人牧師ブランソン氏の釈放を拒んだことからエマージング（EM）資産への下押し圧力が続きました。また先週は、イタリア北部ジェノバでの悲劇的な高架橋崩落事故を機に、同国の予算案への不安が広がるなか、イタリアも投資家の新たな懸念材料として浮上しました。結果として EM 及び欧州の株式市場は弱含みでしたが、米国市場のみは上昇基調を維持しました。



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

グローバル市場での出来事

中国の経済活動を示す指標が弱含んだことや、継続的な米ドル高が金属価格の重石となるなか、商品相場も全般的な投資家のリスクオフ基調の高まりと足並みを揃えた動きとなりました。特に週次の統計で在庫増が示されたことや、石油輸出国機構（OPEC）が来年以降の需要の伸びに関する見通しを引き下げたことなどを背景に、原油価格が下落する展開となりました。

エマージング個別国市場での出来事

トルコ：先週は大手格付け機関 S&P がトルコを B+に格下げし、ムーディーズも Ba3 に格下げしました。トルコ政府が米国人牧師アンドリュー・ブランソン氏の釈放を拒み、米国側は同氏がただちに釈放されない限り制裁を強化する姿勢を維持しており、事態収束の兆しは見られていません。ただし先週は、トルコ当局が銀行のスワップ取引を制限するとともに、市中銀行に後期流動性ウィンドーを利用した借り入れを強いることなどで、通貨相場の一定の安定を取り戻すことにはいくらか成功しました。また先週は、カタールがトルコに 150 億米ドルの直接投資を約束したことも追い風となり（明らかに昨年カタール断交後のトルコの支援への恩返しとして）、トルコ・リラは先週、米ドルに対して7%近く上昇しました。

中国：米中貿易摩擦解消に向けて、両者が協議する機会が設けられるとの報道や、トランプ米大統領と習近平国家主席が 11 月にも首脳会談を行う予定であるとの見方などから、両国の関係に改善の兆しが見られました。これらが大幅な事態の解決策につながるとは考えていないものの、市場はこれらを現段階では前向きな材料であるとして受け止めました。

人民元相場は先週初めに 1%近く下落していましたが、貿易交渉の再開の話題を受けてその後反発基調となりました。

インドネシア：中央銀行が通貨下落を食い止めるために 125bps の利上げを実施しました。また先週発表された 7 月の貿易統計では、貿易赤字が 2013 年以来の水準であることが示されました。

ブラジル：10 月の大統領選挙を巡る選挙戦が本格化するなか、ブラジル資産はやや軟調となりました。

ベネズエラ：インフレ率が1,000,000%（誤植ではありません！）にも達すると言われているなか、ベネズエラ政府は経済危機に歯止めを掛けるための複数の政策を発表しました。通貨の公式レート切り下げや、国内のガソリン価格及び付加価値税引き上げなどがこれらに含まれます。また最低賃金も3,000%から6,000%引き上げられるとされ、民間セクターにとっては重石となる可能性があります。政策面での信頼性に欠けることを踏まえると、これらの動きは政治的リスクを高めるのみで、経済状況の大幅な改善にはつながらない可能性が高いとみています。ただし唯一の望みとしては、このような動きが政権交代までの時間を短縮する可能性があるということでしょう。

エマージング社債市場での出来事

ブラジルの大手食品加工会社マルフリグ・グローバル・フーズは、傘下のキーストーン・フーズを21.6億米ドルで米タイソン・フーズに売却することで合意したと発表し、この報道を受けて債券価格が上昇しました。売却によって得られた資金は、今後既存債務の支払いに充てられるとみられています。

先週は、短期的な支援策がトルコ・リラ相場の安定につながったことを受け、トルコの金融機関及び事業会社の債券が軒並み反発基調となりました。これらの多くの利回りが15-20%に達していることを踏まえ、割安感があるという主張は否定されず、EM市場に特化した買い手のみならず米国のディストレスト債の買い手など広範な買い手がこれらの債券を求めたとみられます。

中国のインターネット・サービス会社テンセントは、携帯ゲーム部門におけるライセンス承認の遅れを背景に、やや軟調な四半期決算を発表しました。この結果は、政府の政策や検閲によるリスクの可能性を示唆するものでした。

今後の見通し

EM資産の年初来のパフォーマンスを改めて振り返ると、外貨建て国債は4%の下落、現地通貨建て国債は9%以上の下落となっています。興味深いことに社債市場は比較的底堅く推移しており、外貨建て社債が約2.5%の下落、現地通貨建て社債は2%の下落に留まっています。年初来でのデフォルト率の低さが反映されているのかもしれませんが。

今後の展開を見据えると、慎重にならざるを得ない理由は多く存在します。まずトルコ側がブランソン牧師の釈放を拒否し続ける限り、トルコに対する米国の追加制裁のリスクは高止まりした状態です。また、とりわけ米国内において複数の裁判が中間選挙を控えるトランプ大統領の立ち位置を脅かしていることなど政治的雲行きが怪しくなっているなかで、ロシアに対する追加制裁のリスクも引き続き高いと言えるでしょう。目先ではブラジルの選挙絡みの報道も活発になってきており、不透明感が強まっています。したがって、EM市場に対するネガティブな見方を構築するための材料には事欠かない状況です。

では、EM市場にとって前向きな材料はあるのでしょうか？

トルコに関して言えば、ボルトン米大統領補佐官（国家安全保障問題担当）の発言を借りて、トルコ側がブランソン氏を釈放すれば「危機はただちに収束する」と言えるかもしれませんが、もちろん、直近のボラティリティ上昇が経済に与える影響はかなり長期化するとみていますが、リラの下落によって国内需要が減退することはほぼ確実であり、経常収支は再調整される

でしょう。中国では、政府がレバレッジ解消の速度を緩め、年末にかけての経済成長を安定化させるための政策を導入しました。米中間での貿易交渉も、確たる結果につながるかは依然不透明ですが、概ね良好な方向に向かっているとみています。また同じく貿易関連では、北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉に関連した前向きな材料が見られるほか、トランプ氏が中間選挙を前に短期的な成果を勝ち取ろうとする可能性もあります。

したがって、明らかに市場には逆風要因が存在し、トルコやブラジルなどの EM 主要国におけるイベントを背景に投資家心理も不安定な状況が続いていますが、先進国と比較して EM 資産の割安感が強まっていることに疑いの余地はなく（特に米ハイ・イールド債市場は年初来で上昇しています）、ディーラーの在庫もそれほど大きくない状態です。これらを踏まえ、今後数週間では最終的に投資家資金の流れが市場を左右する要因になるかもしれないと考えています。

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） / エマージング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（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 0.75%（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