

エマージング社債市場アップデート -2018年11月8日-

少し早目のクリスマス

ここ最近ではグローバル株式が緩やかに反発基調にあり、米中が通商合意に至るとの期待感からエマージング（EM）市場が特に堅調なパフォーマンスとなっています。通商合意に関しては懐疑的な見方も残りますが、直近ではカナダやメキシコに対して見せたように、トランプ米大統領が可能性をほのめかした場合はいずれも通商合意に至っているケースが多いことから、その可能性を過小評価できないと考えています。



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

マクロ経済指標はやや強弱入り混じる内容でした。米国の雇用統計は堅調な内容でしたが、中国における経済指標が弱い内容であったことから、グローバル経済の回復の持続性に関する懸念が残る形となりました。

商品相場では、原油価格が再び大きく下落する展開となっています。今週月曜日には、米国がイラン産原油の禁輸制裁を発動したにも関わらず、原油価格は先週一週間で7%近く下落し、足元でも下落基調が続いています。おそらく、トルコや中国、インドなど今回の制裁の適用除外となった国の多さが、やや市場にとってサプライズであったことが影響しているとみられます。

エマージング個別国市場での出来事

メキシコ：ロペスオブラドール（AMLO）次期大統領が、新空港建設の是非を巡る国民の意見調査の結果を以て、新空港建設の中止を発表しました。同プロジェクトはメキシコのGDPの約1%に相当するものであったにも関わらず、一部の国民のみに対する意見調査の結果が、資金の大半を海外投資家が投資する債券の発行によって賄う巨大インフラ・プロジェクト中止のために用いられるという事実に、投資家の懸念が高まりました。

ブラジル：次期大統領に当選したジャイル・ボルソナロ氏が、年金改革や中央銀行の独立性確保に注力することを改めて強調し、市場友好的な姿勢を示しました。同氏の言動は今後も市場の注目の的になると見られますが、少なくとも議会在野が再開される来年2月までの間、同氏は「疑わしきは罰せず」の恩恵を受けることが出来るでしょう。先週は、ブラジルの株式やクレジット債、金利が軒並み堅調なパフォーマンスとなりましたが、ブラジル・レアルのみは苦戦し、1米ドル=3.70レアル近辺に留まりました。

中国：製造業購買担当者指数（PMI）が2年ぶりの低水準となり、投資家は貿易摩擦が中国経済に与えるネガティブな影響を意識するとともに、中国経済の減速ペースが当初の想定よりも急になるとの懸念を深めました。中国政府は自動車市場の安定のために減税を発表し、人民元は週を通して上昇しましたが、その後米国が中国国有企業の半導体メーカーを、米半導体企業から企業秘密を盗み出した罪で起訴したとの報道から、米中貿易摩擦の緩和に向けての険しい道程が改めて意識され、投資家心理は再び悪化する展開となりました。

トルコ：米国はトルコの 2 閣僚に科していた経済制裁を解除し、ブランソン牧師の解放後、両国の関係がさらに改善していることを印象付け、トルコ資産は先週再び上昇しました。ただしトルコ政府が特定の製品についての減税を発表し、財政規律に対する姿勢に懸念が広がると、上昇分の一部を失う展開となりました。

インドネシア：中央銀行が NDF（ノン・デリバラブル・フォワード）の国内市場を導入したことが、通貨ルピアが大幅に上昇する要因となりました。

エマージング社債市場での出来事

ブラジルの通信改革法案を巡り、上院の特別報告者が法案承認に向けて好意的な発言をしました。これを受け、ブラジルの通信業界内における M&A（合併・買収）への道が拓けるとの見方から、オイなどの企業にとって朗報となりました。

トルコの銀行による 7-9 月期決算の発表が先週も続き、不良債権増加に対する懸念が継続するなかでも、引き続き豊富な流動性が示されました。現段階では、バランスシートの縮小に加え、法的な自制策がある程度機能した結果、底堅い決算が維持されているとみられますが、同時に、銀行が可能なセクターでの融資削減に努めていることから、問題を抱えるセクターでの融資の集中という課題も生じはじめています。ただしトルコ政府は、不良債権問題が管理可能な範囲内に留まるよう政府のバランスシートの一部を利用する意思を示しています。

今後の見通し

10 月の市場急落を経て、株式市場は一時的に反発していますが、7-9 月期決算が多くの企業にとって収益のピークであったと見られることから、金融市場が今サイクルのピークに達したとの懸念は継続しています。この点に関しての判断は依然として下されていないものの、直近四半期決算において、米国における事業の比率が高い企業と、売り上げの大半を米国以外に依存している企業とで収益の明確な差が見られたことから、米経済が突出して堅調となっていることは明確でしょう。直近四半期に、欧州及び日本はともに大幅な成長減速を経験し、いずれも一時的な減速であると裏付ける理由は存在しながらも、投資家はより良好な経済指標なくしては、その判断に至れない状況にあるとみられます。

EM 市場におけるテーマは、引き続き「差別化」であるとみられます。中国政府は、レバレッジ解消を進めながら、貿易摩擦による影響を食い止め、受け入れ可能な水準に成長を維持するという、不可能ともみられる三位一体を成し遂げようとしています。その他のアジア地域にとっては、貿易戦争や米金利上昇、中国経済の成長減速がいずれも逆風要因となります。

中南米では、ブラジルが（少なくとも今のところ）非常に市場友好的な方向へと動いているなか、メキシコでは次期大統領次第で市場が恐れる数々のシナリオが現実味を帯びることへの警戒感が広がり始めるなど、政治的变化が市場の変動要因となっています。

一方で、アルゼンチンやトルコなど、相対的にベータ値の高い EM 市場では良好な兆しが見られており、今年夏の大幅な下落から足元で資産価格が回復を続けています。

米中間選挙では、民主党が下院での過半数を奪還し、共和党が上院での過半数を維持しましたが、市場の当初の反応として米国債の利回り曲線はフラット化し、米ドルは下落しました。

年初来での EM 現地市場の軟調なパフォーマンスの思わぬ副産物として、通貨下落が問題を抱える EM 国に急激な調整をもたらしたことが挙げられるでしょう（前月、月次で経常黒字となったトルコがその一例です）。つまり、年初時点と比較して、EM 国の対外収支状況はよりバランスの

取れたものとなっています。米中間選挙が終わり、リスク・イベントがまた一つ過ぎ去ったことで、割安感や良好な需給環境が EM 資産の上昇の下地となってもおかしくないかもしれません。結局のところ、米ドル安と米国債利回り曲線のフラット化は、EM 運用者にとって最も嬉しいクリスマス・プレゼントであると言えるでしょう。

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 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（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