

エマージング社債市場アップデート -2018年11月29日-

ブエノスアイレスに注目

先週も、原油価格の急落に加え、グローバルに購買担当者指数（PMI）指数が軟調であったことがより広範な景気減速につながるとの見方に拍車を掛け、リスク資産に再び下押し圧力が掛かる展開となりました。米国では、比較的レバレッジ水準の高い原油関連銘柄のデフォルト・リスクを市場が織り込み始めるなか、米ハイ・イールド債のスプレッドは大幅に拡大しました。



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

株式市場では、米ハイテク株が投資家心理の悪化により再び下落基調となりました。

欧州では、英国の欧州連合（EU）離脱（ブレグジット）及びイタリアの予算絡みの動向が引き続き市場の注目を集めました。ボラティリティは今後さらに上昇する可能性があるものの、EUが離脱協定を正式に承認したほか、イタリア政府も予算案に関してやや譲歩するなど明るい兆しも見られ始めました。

エマージング（EM）市場でも株価は下落しましたが、EM株式市場は先進国株式市場を上回るパフォーマンスとなりました。また、市場が米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ見通しの下方修正を始めるなか、EM現地通貨建て市場は再び底堅いパフォーマンスを見せました。

エマージング個別国市場での出来事

南アフリカ：中央銀行がインフレリスクの高まりへの対応として利上げを実施し、タカ派寄りの姿勢を見せたことから通貨ランドが上昇しました。一方で、国際通貨基金（IMF）は先週、南アフリカの公的債務の水準が「不快な水準」に近づいているとの懸念を表明しました。

メキシコ：ロペスオブラドール（AMLO）次期大統領が様々なインフラ・プロジェクトに関する公の協議会を開きました。同氏による非伝統的なアプローチを物語る例となり、投資家は懸念を強めています。結果として先週もメキシコ・ペソの下落基調は続きました。

インド：中央銀行及びインド政府が銀行の自己資本に関連した論争を解決に導くなか、インド・ルピーは再び突出して堅調なパフォーマンスとなりました。

中国：中国経済の成長が鈍化するなか、金利は低下に向かうとの見方を背景に、債券利回りは低下基調となりました。

バルバドス：今年初めに債務不履行に陥っていましたが、先週市場参加者に対して再編計画の素案を提示しました。当初の計画では新たな債券の償還年限を15年から25年程度に引き延ばすことを想定していますが、現状は素案段階に過ぎません。

ベネズエラ：国営石油公社であるペトロレオス・デ・ベネズエラ（PDVSA）が、貴金属採掘会社であるCrystallexとの間で合意に至り、米子会社シトゴの経営権を維持できることとなりました。この報道は、（シトゴを担保とする）PDVSAの2020年償還債券を支払うにあたってベネズエラが前向きな姿勢を持つことにつながるとみられています。

エマージング社債市場での出来事

メキシコの AMLO 次期大統領率いる与党・国家再生運動 (MORENA) の上院議員が、同国の鉱業セクターへのより厳しい規制を呼びかけたことから、メキシコの鉱業セクターが軟調なパフォーマンスとなりました。鉱業セクターの株価は軒並み下落基調となり、サザン・コッパーの株価は 17% 以上下落したほか、堅固なファンダメンタルズにも関わらず債券のスプレッドにも拡大基調が見られました。

ブラジルの多角化企業である **オデブレヒト** は 2025 年償還の債券につき不履行に陥り、債務再編に向けてアドバイザーを招へいしました。同社債券の価格は 5 ポイント近く下落し、債券は経過利息を加味せずに取引され始めました。

今後の見通し

年末に掛けて市場流動性が低下し始めるなか、投資家のリターンが全般的に弱含んでいることなども相まって、11 月に入っても困難な市場環境が続いています。多くのリスク資産にとって価格の急変はまれなことではなくなり、原油価格の下落が米ハイ・イールド債市場の原油関連銘柄をはじめとする他の資産に甚大なドミノ効果をもたらしています。したがって、これらの価格変動が体制変化によるものなのか、もしくは需給面など一時的な要因に基づくものなのかを見極めることが非常に重要となっています。原油に関しては、供給面での懸念が価格下落の主因であるとみているものの、12 月 6 日の石油輸出国機構 (OPEC) 会合が市場に支援材料をもたらすかどうか注目しています。また、多くのファンダメンタルズ分析が、2019 年末に原油価格が現在のスポット価格を上回る水準になることを示唆しており、ブルーベイでも今のところは同様の見方を持っています。したがって、市場のノイズから離れれば、ここ数週間で大幅な調整が見られた EM ハイ・イールド社債市場の一部銘柄は非常に興味深い価格評価になっているとみています。

非常に短期的には、ブエノスアイレスでの主要 20 カ国・地域 (G20) 首脳会議が差し迫っており、トランプ米大統領と習近平氏が貿易に関連した更なる協議の枠組みで合意に至るとの期待感が高まっています。

さらにその先を見据えると、市場が FRB の利上げ見通しを引き下げ始めていることが最も目立った動きとなっており、足元では今利上げサイクルで残りわずか 2 回の利上げのみしか市場に織り込まれておりません。これに対して FRB のドットチャートは足元で残り 5 回の利上げを示唆しています。どちらのシナリオであったとしてもリスク資産に与える影響は大きいと見られますが、実際にはその中間ぐらいになると推測することが妥当であるとみています。EM 市場においては、現地通貨建て及び外貨建ての双方の市場において、FRB がいつのタイミングで利上げを休止するかどうかを見極めることが、魅力的な価格評価を投資リターンにつなげるための鍵であると考えています。

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のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシ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