

## エマージング社債市場アップデート -2019年1月31日-

### 変化の風

エマージング市場は、先週も米中貿易協議に関連した強弱入り混じる報道にも関わらず、株式債券ともに底堅いパフォーマンスを見せました。EM 現地通貨建て債市場は 70bps 程度の上昇となり、外貨建て債市場ではハイ・イールド債が相対的に堅調なパフォーマンスを維持しました。一方米国の決算発表シーズンが本格化し、グローバル経済成長の鈍化を示唆する業績内容や、企業が今後の収益成長見通しを弱めるなか、先進国株式のパフォーマンスはまちまちでした。



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

経済指標では、中国の小売売上高及び鉱工業生産がいずれも事前の市場予想を上回る内容で、中国経済の安定の兆しが見られました。一方欧州では、ユーロ圏諸国の購買担当者景気指数 (PMI) が軒並み弱含み、勢いが鈍化しました。

米国では、トランプ大統領が一部政府機関の閉鎖を暫定的に解除し、今後約 3 週間掛けて恒久的な打開策を模索することとなりました。

### エマージング個別国市場での出来事

**ベネズエラ**：1月23日には、1958年の民主化につながった同年のクーデター成功を祝う大規模な反政府集会が行なわれました。クーデターは象徴的な出来事でしたが、今回の集会がもたらした結果も同様に影響力のあるものとなりました。集会後に野党のフアン・グアイド国会議長が、暫定大統領への就任を宣誓しました。その後一時間以内に、米国は同氏の暫定大統領就任を公に承認し、カナダやブラジル、その他複数の中南米諸国（主な例外としてメキシコ）がこれに続きました。集会の間、治安部隊はマドゥロ現政権を支持する姿勢を示し、即座の政権交代に対する希望を打ち砕きました。

その後米国は、ベネズエラに対する圧力を強め、国営のベネズエラ石油公社 (PDVSA) に対する制裁を発表し、実質的に米国民による同社との一切の取引を禁止しました。PDVSA にとって、米国は実質的に唯一の支払い顧客であったことから（ロシア及び中国は既存の融資を原油に対する支払いに充てているため）、今回の制裁によってマドゥロ政権は米ドルを調達する手段を失うこととなり、最終的に政府軍の援助資金源を失うこととなります。

これらの報道を受けた債券価格の動きとして、ベネズエラ国債及び PDVSA 債は、政権交代に対する期待感から今月に入って 50%近く上昇していました。しかしながら、OFAC（制裁を統括する米財務省外国資産管理局）が、米国民による PDVSA 債の購入を禁じ、売りのみを承認すると規定したことから、今後 OFAC が詳細を明らかにする、もしくは制裁を解除するまでは、取引が実質的に休止している状態です。

**中国：**中国人民銀行（中央銀行）は、中国の銀行によるAT1債（追加的Tier1債）を中央銀行のスワップ枠の対象として認めると発表しました。同時にCBIRC（中国銀行及び保険規制委員会）は、中国の保険会社による銀行の資本債購入を認めることを発表しました。これらの政策は、実質的に中国の銀行劣後債のオンショア市場を構築することを意味しており、この市場を利用する銀行は、実体経済への貸し出しを約束する必要があるため、需要増や融資の伸びに直面した銀行の資本状況を改善することを奨励する目的であるとみられます。今回の政策はオンショア市場における永久債の発行に関連したのですが、オフショアの米ドル建て債と比較した場合の魅力的な資金調達コストを踏まえ、今後はオンショアでの発行が増える一方で、米ドル建て社債の発行は減少するとみられます。結果として先週は、米ドル建ての永久債のスプレッドが大幅に縮小しました。金融セクターを除けば、今回の発表が米ドル建ての中国社債市場に与えた影響は限定的でしたが、過去数ヶ月間に亘り、中国政府が積極的に緩和姿勢を打ち出していることは明らかであるとみています（預金準備率（RRR）の引き下げや減税などを含む）。

**トルコ：**ここ最近の堅調な市場状況を踏まえ、今年2度目となる外貨建て債の起債を行ない、これで今年必要とされる資金調達のおよそ半分程度をまかなうことが出来たとみられます。

**中東諸国：**1月末に複数の湾岸諸国（サウジアラビア、カタール、バーレーン、クウェート、UAE）がJP Morganの外貨建て国債指数に採用されます。組入れが完了すれば（9ヶ月間掛けて段階的に組入れが行なわれます）、これらの国は指数の約11.8%を占めることとなります。

## エマージング社債市場での出来事

ブラジル南東部ミナスジェライス州ブルマジーニョにある鉱山会社**ヴァーレ社**の鉱業用ダムが決壊し、12-13百万立方メートル相当の鉱業廃棄物が流れ出しました。ヴァーレ社にとっては過去3年で2度目となるダムの決壊でした（2015年にBHPビリトン社とのジョイント・ベンチャーであるサマルコのダムが決壊し、55百万立方メートルの廃棄物が流れ出した事故がありました）。

サマルコ社のダム決壊は環境面でより深刻な被害をもたらしたものの、今回の事故では甚大な人的被害がもたらされ、現段階で65名の死者が出ているほか、279名が依然として行方不明となっています（サマルコの事故では19名が犠牲となったとされています）。

救助活動は続いています。既に責任を迫及し、今後の被害を防ぐための議論が活発化しています。今回決壊したダムは、2018年9月に検査され、既存の安全基準に準拠しているとされていましたが、事故の結果として、安全を承認していた既に2名の外部エンジニアと、承認プロセスに関わっていたヴァーレ社の3名の社員が逮捕されています。

ヴァーレ社は、残りの10のアップストリーム方式の鉱業用ダムを閉鎖することを発表し（決壊したサマルコ及びブルマジーニョのダムはいずれもアップストリーム方式）、環境ライセンスを取得後、速やかに閉鎖プロセスを開始するとしました。アップストリーム方式のダムは、ブラジル及びその他の国で決壊した例がないダウンストリーム方式のダムと比較すると大きなリスクを伴うため、この方針は今後の事故を防ぐ上で非常に大きな進歩であると言えるでしょう。

ヴァーレ社の生産に及ぼす影響としては年間50MT（メトリック・トン）程度の鉄鉱石の減産で、ヴァーレ社全体の11%近くに相当し、グローバルの供給高の3.5%程度に相当するとみられています。同社経営陣はこのような変化が今後3年間掛けて起こることを示唆し、50億ブラジルレアル（約13億米ドル）の設備投資が必要になるとしました。また、一部保険によってカバーされるとみられているものの、ブラジル当局からの罰金も相当程度あるとみられています。

ヴァーレ社の信用力は全般的に健全であり、ネットレバレッジは 0.65 倍程度です。したがって、同社の生産が 25%程度恒久的に落ち込み、罰金が 60 億米ドル程度になる（故意に多く見積もっており、現状ヴァーレ社の現金 30 億米ドル相当が差し押さえられています）という保守的なシナリオに基づいたとしても、ネットレバレッジは依然として 1.50 倍を下回るものとみられます。とはいえながらも、大手格付け機関 3 社は現状ヴァーレ社を BBB-としており、見通しもネガティブであるため、ハイ・イールド級への格下げの可能性は高いと言えます。

事故ののち、ヴァーレ社の債券スプレッドは 100bps 近く拡大しましたが、同社の堅固な信用指標を踏まえると、最終的にスプレッドの動きは（縮小には向かわないまでも）落ち着くとみられます。ただし、短期的にはスプレッドが高止まりするとみられ、とりわけハイ・イールド級への格下げが現実となり、投資適格インデックスの投資家が強制的な売りに向かった場合には変動性は高い状態が続くとみえています。

米司法省は中国の**華為技術（ファーウェイ）**に対する圧力を高め、同社を新たに 2 つの別の罪状で起訴したほか、同社副会長兼最高財務責任者（CFO）の孟晩舟（モンワンチョウ）被告の身柄引き渡しを正式に求めました。このような措置は、米中貿易交渉が始まろうとするさなかに発表されました。

## 今後の見通し

グローバル情勢には引き続き不透明感が漂い、強弱入り混じる米企業決算内容や中国経済の鈍化、英国の EU 離脱を巡る政治的衝突の継続などの課題が重石となっています。投資家は今週予定されている米連邦公開市場委員会（FOMC）において、とりわけバランスシートの縮小に関連した米連邦準備制度理事会（FRB）の姿勢が明らかになることを心待ちにしているとみられます。FRB はバランスシート縮小を経済の原動力として捉えていないかもしれませんが、投資家にとって量的引き締め（QT）は明らかにリスク資産に弱気になる理由であり、同政策に関する FRB の姿勢を注視しています。

現段階で、エマージング市場は FRB の利上げサイクル休止や、中国当局の段階的な政策緩和（直近の例では銀行の永久債に関連した新政策）による中国の経済指標の安定の兆しによる恩恵を受けやすい位置にいるとみられます。短期的には、米中貿易交渉の行方や FRB の言動が投資家のリスク心理を左右する要因になるとみられます。ただし、エマージングの個別国においても多くの出来事が進行しており、今後数ヶ月間の市場展開を左右する要因になるとみえています。特にベネズエラに関して、投資家（及びほぼ全ての国）は変化の風が強く吹き続けることを祈っているとみられます。

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 1.00%（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ト戦略：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